

POLITECNICO DI MILANO

Facoltà di Ingegneria Industriale

Corso di Laurea in
Ingegneria Gestionale



**IL CREDIT CRUNCH: ANALISI DEL FENOMENO
E PROPOSTE RISOLUTIVE**

Relatore: Prof. Giangiacomo NARDOZZI

Tesi di Laurea di:

Christian CELANO Matr. 801928

Anno Accademico 2013 - 2014

A mio padre, spalle grosse

A mia madre, cuore instancabile

Abstract

Questo lavoro ha lo scopo di fornire un contributo all'analisi del *credit crunch*, in termini di elaborazione di un framework di interpretazione del fenomeno e di applicazione empirica dello stesso. Si procederà anzitutto definendo le caratteristiche specifiche di una stretta creditizia ed i relativi impatti teorici sul sistema economico, descrivendone inoltre le principali direttrici che ne hanno determinato l'accadimento dopo la crisi del 2007-2008. Quindi verrà svolta un'analisi empirica di tale fenomeno effettuando uno studio sulle modalità con cui esso si è presentata in tre regioni geografiche distinte: Stati Uniti d'America, Regno Unito e Zona Euro. Verranno dunque analizzate le cause specifiche del *credit crunch* in atto nelle diverse regioni considerate e gli interventi posti in essere dai policy maker al fine di contrastarne le negatività. Seguirà infine un'analisi più approfondita circa il fenomeno del *credit crunch* in Italia, analizzandone le cause, gli effetti e le proposte in essere circa le iniziative che garantirebbero di ridurre le negatività indotte.

Keywords: Credit Crunch, crisi finanziaria, EU, US, UK, Italia

Indice Generale

Introduzione	1
1 Il Credit Crunch	4
1.1 Analisi generale	4
1.2 Presentazione del framework di analisi	10
2 Analisi empirica del fenomeno	12
2.1 Il caso americano	12
2.2 Il caso inglese	20
2.3 Il caso europeo	28
3 Analisi del caso italiano	37
3.1 Cause ed effetti del fenomeno	37
3.2 Analisi empirica	41
3.3 Proposte di intervento	45
4 Conclusioni	50
Bibliografia	51

Introduzione

La crisi finanziaria determinatasi nel 2007 e culminata nel 2008 con il fallimento della banca di investimento Lehman Brothers ha determinato un profondo mutamento nel sistema economico e sociale, facendo emergere alcune particolarità riguardo specifici agenti economici che mai si erano presentati nelle crisi precedenti. Se si guardasse infatti al periodo temporale che va dal 1985 al 2006, noto agli economisti come "Great Moderation", si noterebbe che tale appellativo deriva da una situazione di sostanziale stabilità del sistema economico. Tale considerazione non è tuttavia riferita all'assenza di periodi di crisi, quanto piuttosto alla capacità del sistema di reagire a tali shock in modo efficace ed efficiente. Si pensi, ad esempio, alle diverse crisi che si sono succedute in quegli anni: la crisi sudamericana, la crisi russa o la bolla di internet. A fronte di tali shock il sistema economico ha reagito in breve tempo, riuscendo prontamente a riportare il livello dell'attività economica allo stato precedente le diverse crisi trascorse. La crisi finanziaria originatasi nel 2007 ha però sancito degli effetti macroeconomici le cui negatività sono visibili tutt'ora. Ciò è avvenuto poiché da un lato su questa si è innestata un'ulteriore crisi che ha colpito tutta la zona euro ed ha riguardato i debiti sovrani, e dall'altro poiché la crisi dei mutui subprime ha indotto degli shock nel sistema bancario mai osservati in precedenza. L'evidenza più immediata di tale affermazione è costituita dalla crisi del sistema dei pagamenti, la quale avrebbe portato a conseguenze negative di natura ingente sul sistema economico, che venne però gestita dalle diverse banche centrali attraverso massicce iniezioni di liquidità ristabilendone così il normale circolo di funzionamento.

In questo lavoro ci focalizzeremo tuttavia su un altro degli effetti economici specifici che l'ultima crisi finanziaria ha indotto: il *Credit Crunch*. La contrazione del credito erogato all'economia reale da parte del sistema bancario ha assunto un ruolo sempre più rilevante all'interno dell'attuale crisi economica. La trattazione di tale fenomeno è riconducibile a due questioni di fondo: le cause che ne determinano l'accadimento e gli effetti che da esso ne derivano.

Per ciò che concerne le determinanti del fenomeno, è possibile far riferimento alla domanda e all'offerta di credito. All'interno del dibattito odierno, vi sono alcune visioni che riconducono le cause predominanti al lato domanda ed altre al lato offerta. Dal punto di vista della domanda, le grandezze fondamentali che vengono prese in considerazione sono le aspettative dei produttori, le quali influenzano le scelte di investimento, il costo del finanziamento richiesto, che influenza il livello di profitto atteso del progetto di investimento, le aspettative dei consumatori ed il loro reddito disponibile. Una determinata scelta di consumo o investimento necessiterà quindi di un adeguato finanziamento, il quale si esplica in domanda di credito. Tuttavia, la considerazione di fondo del seguente lavoro risiede nella concezione che la corrente stretta creditizia sia riconducibile non soltanto ad una contrazione della domanda, ma in modo non trascurabile anche a diversi fenomeni in corso dal lato dell'offerta. Nello specifico, un primo fenomeno su cui porre l'attenzione è quello del processo di de-leveraging messo in atto dalle principali istituzioni bancarie. Al fine di ridurre il grado di leva finanziaria, i diversi istituti stanno operando delle riallocazioni delle loro attività, sostituendo ai prestiti concessi al settore reale delle attività finanziarie caratterizzate da un minor livello di rischio. Occorre osservare che questo processo si è innescato sia al fine di perseguire degli obiettivi normativi emergenti (es. Accordi di Basilea per le

banche europee), sia al fine di garantire una maggiore solidità di bilancio dell'istituto così da ottenere una più ampia disponibilità del funding sul mercato (sia in termini di costo che di quantità). Dunque, una prima causa nella riduzione del credito concesso al settore reale risiede nell'attuale processo di de-leveraging seguito dagli istituti di credito. Un secondo fenomeno fondamentale consiste nella percezione dei lenders circa l'affidabilità creditizia dei borrowers. Nello specifico, la grande recessione indotta dagli effetti della crisi economica ha provocato un peggioramento nella percezione dei datori di fondi circa il merito creditizio dei prenditori. Tuttavia, il normale meccanismo di mercato secondo cui a ciò sarebbe dovuto corrispondere un aggiustamento tramite un aumento dei tassi di interesse richiesti non si è verificato. Ciò poiché un aumento dei tassi di interesse aumenterebbe ulteriormente la probabilità che il prenditore di fondi risulti insolvente, andando così a ridurre ulteriormente i profitti attesi dagli istituti di credito circa l'operazione di finanziamento da effettuare. Questo comporta quindi dei meccanismi di aggiustamento nel mercato creditizio non basati sui prezzi, provocando una riduzione nelle quantità del credito concesso ai prenditori di fondi. Occorre inoltre considerare che, nelle fasi iniziali della crisi, è stata inoltre registrata una forte tensione sul mercato interbancario la quale ha comportato una massiccia riduzione nella disponibilità nel funding per gli istituti di credito. Tuttavia tale fenomeno è da considerarsi solo temporaneo, in quanto gli interventi straordinari messi in campo dalle diverse banche centrali hanno risolto in maniera efficace tale problematica. L'ipotesi di fondo di questa trattazione consiste quindi nel dire che i due fenomeni fondamentali che stanno determinando la stretta creditizia dal lato dell'offerta risultano essere il processo di de-leveraging in atto negli istituti bancari ed il peggioramento nella percezione dei datori di fondi circa l'affidabilità creditizia dei prenditori.

La seconda questione di fondo, relativa agli effetti del *credit crunch* sul livello dell'attività economica, risulta subordinata alla tipologia di sistema economico che si intende esaminare. Una caratteristica fondamentale da tenere in considerazione risulta essere la sostituibilità del sistema bancario nell'ambito della raccolta dei capitali. Infatti, per i sistemi definiti "market oriented" il mercato dei capitali appare tipicamente molto sviluppato e risulta in grado di costituire un'alternativa efficiente al sistema bancario per ciò che concerne la raccolta dei capitali, riducendo così le negatività indotte dalla stretta creditizia sul livello dell'attività economica. La presenza di fonti di raccolta alternative al sistema bancario riduce pertanto gli shock negativi del credito indotti dal lato offerta: qualora si verificasse una diminuzione nel livello delle linee di credito concesse dal settore bancario, ad esempio dovuta ad una riqualificazione delle attività iscritte a bilancio, l'approvvigionamento delle imprese avverrebbe ricorrendo al mercato dei capitali evitando così che il livello del credito si stabilizzi in un equilibrio sub-ottimale. Analizzando le conseguenze della crisi finanziaria del 2007, è possibile notare come questo fenomeno si sia verificato, con modalità diverse, negli Stati Uniti d'America, nel Regno Unito e nell'Eurozona. La diversa struttura economica delle tre regioni in esame e i diversi interventi posti in atto dai policy maker hanno fatto registrare una forte eterogeneità nelle attuali condizioni delle tre regioni a seguito della crisi.

Nel seguito della trattazione verranno discusse per via teorica sia le determinanti che gli impatti di una stretta creditizia sull'economia. A ciò seguirà un'analisi empirica delle determinanti del *credit crunch* verificatosi a valle della crisi 2007-2008 nelle tre regioni geografiche sopra elencate. Un'analisi ulteriormente approfondita verrà svolta per il caso italiano, in cui vengono prese in considerazione oltre le determinanti del fenomeno in atto, anche le sue correlazioni con le

peculiarità del sistema economico oggetto di studio. Alla luce delle considerazioni precedenti, il lavoro si articolerà in tre parti: la prima (capitolo 1) sarà relativa alla descrizione del fenomeno del *credit crunch*, riportando quindi una rassegna della letteratura teorica a riguardo ed evidenziandone le determinanti e gli impatti sul livello dell'attività economica. Verrà quindi esplicitato un framework di riferimento che permetterà di effettuare un'analisi dei diversi fenomeni che hanno concorso al verificarsi dell'attuale stretta creditizia, evidenziando come l'offerta ne rappresenti il driver fondamentale. Seguirà quindi un'analisi quali-quantitativa del fenomeno del *credit crunch* verificatosi negli Stati Uniti d'America e delle iniziative di politica fiscale e monetaria attuate per contrastarne le divergenze. Un'analisi analoga verrà svolta inoltre per il caso del Regno Unito, cui si riporteranno anche dei cenni specifici al programma Funding for Lending Scheme (FLS), ed al caso dell'Eurozona. Nella seconda parte (capitolo 2) verrà quindi applicato empiricamente il framework presentato alle tre realtà economiche in esame, analizzandone le divergenze e effettuando diverse considerazioni circa l'adeguatezza delle politiche economiche messe in atto dalle diverse istituzioni coinvolte. La terza ed ultima parte del lavoro (capitolo 3) prevede lo studio del caso italiano e delle specificità del fenomeno del *credit crunch* per quanto riguarda tale realtà economica. Lo scopo è quello di valutare come le peculiarità del sistema economico italiano risultino interrelate con il fenomeno del *credit crunch*, esaltandone le negatività. In particolare, si farà riferimento a tre caratteristiche specifiche di tale economia: la composizione del tessuto imprenditoriale, composto prevalentemente da PMI, la configurazione economica "bank oriented" e la presenza di un elevato livello nel rapporto debito pubblico rispetto al Prodotto Interno Lordo. Nello specifico, le piccole e medie imprese italiane risultano caratterizzate da una governance di tipo accentrato, spesso riconducibile ad un modello di conduzione familiare dell'attività. Una caratterizzazione di questo tipo fa sì che vi sia una disponibilità di prestiti bancari ridotta relativamente alle imprese di grandi dimensioni ed un ridotto ricorso al mercato dei capitali da parte delle imprese stesse in fase di approvvigionamento finanziario. Per quanto riguarda la configurazione del sistema economico, si procederà con l'effettuare diverse considerazioni sul ruolo del sistema bancario in Italia, mostrando come la sua sostituibilità in termini di raccolta dei capitali appaia estremamente ridotta. Ne consegue un forte impatto negativo sul livello dell'attività economica qualora si verificassero degli shock nel sistema bancario tali da comportare una riduzione nei livelli di linee di credito concesse alle imprese. Per quanto riguarda invece l'elevato rapporto tra il debito pubblico ed il PIL, si pone in relazione l'attuale situazione di finanza pubblica italiana con i parametri di Maastricht ed il Patto di Stabilità, evidenziando come ciò limiti l'adozione di politiche fiscali espansive quali rimedio per arginare gli shock avversi sull'economia. L'analisi terminerà con una rassegna di proposte provenienti da vari esponenti del mondo economico circa le iniziative di politica economica attuabili per ridurre le negatività indotte da tale fenomeno in Italia.

Procediamo dunque con la definizione del fenomeno e con la rassegna della letteratura teorica a riguardo.

1. Il credit crunch

1.1 Analisi generale

In letteratura non è presente una definizione univoca circa il fenomeno del *credit crunch*. Tale divergenza nelle definizioni è dovuta alla diversa rilevanza attribuita dagli economisti alla molteplicità delle cause che possono dare origine ad una stretta creditizia. Nello specifico, secondo il *Council of Economic Advisors* (1991) una stretta creditizia è definibile come “una situazione nella quale l’offerta di credito è ristretta al di sotto dei livelli generalmente identificabili ad un dato tasso di interesse prevalente sul mercato e di profittabilità dei progetti di investimento”. Bernanke e Lown (1991)¹ definiscono il *credit crunch* come “uno spostamento significativo verso sinistra della curva di offerta di credito bancario, a parità di tasso di interesse reale e qualità dei potenziali prenditori di fondi”. Infine, l’economista Gregory Udell (2009)² definisce una stretta creditizia come “una significativa contrazione nell’offerta creditizia che riflette un peggioramento nelle condizioni del credito”.

Questa molteplicità di definizioni ha fatto sì che venissero sviluppati approcci multidimensionali per la trattazione di tale fenomeno. A tal proposito è opportuno citare il contributo dell’economista Giovanni Ferri (2008)³, il quale riconosce la presenza di diversi fattori in una situazione di *credit crunch*, quali ad esempio un aumento del tasso di interesse reale, un aumento dello spread tra tasso sui prestiti ed il tasso risk-free, il “flight to quality” dei depositanti e delle banche stesse, un forte decremento nei prestiti alle piccole e medie imprese, una riduzione dei tempi di scadenza dei prestiti, etc.

Gli autori Costa, Malgarini e Margani (2012)⁴ identificano inoltre due meccanismi principali alla base della relazione che intercorre tra il tasso di interesse e la disponibilità di credito: da un lato si fa riferimento alla definizione proposta da Bernanke e Lown, in cui è il prezzo (tasso di interesse) a subire variazioni e si parla quindi di *price mechanism*, dall’altro si ha un razionamento nei volumi di credito concesso indipendenti dal tasso di interesse e si parla di *non-price mechanism*.

Al fine di comprendere le dinamiche di fondo che innescano tale fenomeno e che ne determinano l’evoluzione, risulta opportuno riportare i meccanismi di trasmissione del credito all’economia. A tale scopo, ricorriamo alla modellizzazione dei principali canali di trasmissione di politica monetaria evidenziandone i legami con il credito concesso al settore reale. Il riferimento principale consiste dunque nel documento che descrive la politica monetaria della Banca Centrale Europea (2011)⁵.

Un primo canale, riconducibile alle teorie macroeconomiche neoclassiche, è chiamato “interest rate channel”. Secondo questo canale una politica monetaria espansiva (restrittiva) provoca un aumento (diminuzione) della domanda aggregata, inducendo una maggiore (minore) richiesta di credito da parte degli operatori economici. Nello specifico, la politica monetaria agisce sulla domanda aggregata attraverso le componenti relative a consumi (tramite l’effetto ricchezza o *effetto Pigou*⁶) ed investimenti (tramite la riduzione di una componente del costo del funding). Ciò agisce sulla domanda di credito, alla quale si adegua l’offerta. Schematicamente:

INTEREST RATE CHANNEL: $\downarrow (i_{CB}) \rightarrow \uparrow (C+I) \rightarrow \uparrow (\text{Domanda di credito}) \rightarrow \uparrow (\text{Offerta di credito})$

Dunque nell'impostazione manualistica della macroeconomia si ipotizza che ad una maggiore domanda di credito corrisponda un aumento nell'offerta, la quale si adegua ai livelli della domanda.

Tale schema viene messo in discussione qualora vengano introdotte la possibilità che il credito concesso non venga ripagato e che vi sia la presenza di asimmetrie informative tra lenders e borrowers. Questi fattori determinano la presenza di un "external finance premium", ovvero di un extra-costo che il prestatore di fondi deve sostenere nel caso di finanziamento esterno rispetto all'utilizzo di fondi interni. Tale differenziale è dovuto alla mancanza di informazioni presso il datore di fondi circa la probabilità che il credito concesso venga restituito ed il segnale di qualità del prestatore di fondi è rappresentato dal collaterale posto a garanzia del prestito.

Queste considerazioni inducono a riconsiderare il ruolo dell'offerta del credito, la quale non si adegua semplicemente ai livelli della domanda bensì costituisce una determinante fondamentale nella definizione del livello di credito di equilibrio. A tal fine viene introdotto da Baranck e Blinder (1988)⁷ un nuovo canale di credito, ossia il "credit channel". Lo schema fondamentale per tale canale è il seguente:

CREDIT CHANNEL: $\downarrow (i_{CB}) \rightarrow \uparrow$ (Offerta di credito) $\rightarrow \uparrow$ (Domanda di credito)

Dunque gli effetti di una politica monetaria sul livello del credito vengono ora visti come determinanti sui fattori caratterizzanti l'offerta di credito, alla quale poi si adegua il livello della domanda. Questo canale è composto da due sotto-canali. Il primo, detto "bank lending channel", fa riferimento al fatto che se ad esempio vi fosse un aumento del tasso di interesse di Banca Centrale (politica monetaria restrittiva), questo aumento verrebbe passato (pass-through) al tasso richiesto dalle banche per la concessione del credito. Tuttavia, come riportato nel lavoro di Stiglitz e Weiss (1981)⁸, la presenza di fattori quali *Adverse Selection* e *Moral Hazard* fa sì che vi sia un tetto massimo all'innalzamento del tasso di interesse richiesto dagli istituti di credito e ciò determina fenomeni di razionamento nei volumi del credito concesso (si attivano i cosiddetti *non-price mechanism*). Ciò determinerebbe l'accadimento di un *credit crunch* così come definito dagli studiosi Owens e Schreft (1993)⁹, ossia "un periodo di forte aumento del razionamento del credito non basato sul prezzo". È evidente quindi come questo canale faccia corrispondere all'offerta il ruolo predominante nella determinazione della quantità di credito di equilibrio. Il secondo canale, detto "balance sheet channel", fa riferimento al valore dei collateral i quali influenzano l'offerta di credito. Tale impostazione può essere riferita sia alle imprese che offrono collateral a garanzia del prestito richiesto, sia alle banche che offrono collateral nella fase di funding sul mercato (in questo secondo caso si parla anche di "bank capital channel").

Una verifica empirica di come le banche reagiscano alla politica monetaria nella definizione dell'offerta di credito è stata effettuata, analizzando il caso tedesco, nel lavoro di Huelselwig, Mayer e Wollmershäuser (2005)¹⁰. Gli economisti modellizzano e verificano empiricamente come il comportamento delle banche tedesche riguardo le linee di credito da concedere al settore reale dipenda dall'incertezza riguardo la politica monetaria futura, la quale impatta sulle aspettative circa il margine creditizio ottenibile dall'attività di intermediazione. Dunque viene dimostrato empiricamente, tramite un modello con meccanismo vettoriale a correzione dell'errore (VECM), che la trasmissione della politica monetaria non passa soltanto attraverso il canale del tasso di interesse ma anche su quello del credito, influenzando il comportamento delle banche circa le

decisioni nell'offerta di credito. Una ulteriore verifica empirica di come il lato dell'offerta risulti influente sul livello di equilibrio di credito concesso da parte del sistema bancario all'economia reale è riportata nel lavoro di Hristov, Huelsewig e Wollmershäuser (2011)¹¹. Gli autori identificano come, dopo la grande crisi finanziaria del 2007, l'offerta di credito sia risultata determinante circa il livello di equilibrio del credito venutosi a formare in tutti i paesi dell'Area Euro. Dunque in tale lavoro emerge come il fattore determinante della stretta creditizia nell'area euro risulti essere un deterioramento nel lato dell'offerta di credito.

I canali di trasmissione di politica monetaria mostrano quindi alcune determinanti fondamentali della domanda e dell'offerta nel mercato del credito. Nello specifico, la domanda di credito viene ricondotta essenzialmente a scopi transazionali (finanziamento di consumi ed investimenti) mentre l'offerta è influenzata in modo preponderante dalla percezione dei datori di fondi circa l'affidabilità creditizia dei borrowers e dalle configurazioni di bilancio degli stessi datori di fondi.

L'importanza della percezione, da parte del sistema bancario, del merito creditizio di eventuali prenditori di fondi nella concessione di prestiti al settore reale è riportata nel lavoro di Justin Murfin (2012)¹². L'economista mostra come, a seguito della presenza di sofferenze nel portafoglio bancario dovuto all'insolvenza dei creditori, gli istituti di credito riducano i prestiti concessi al settore reale anche in settori industriali e geografici diversi da quelli da cui sono originatesi le sofferenze. Ciò indica quindi l'importanza di questa tipologia di dinamica all'interno del mercato del credito. Inoltre, il lavoro di Ranjan e Dhal (2003)¹³ evidenzia come la percezione del merito creditizio dei datori di fondi sia influenzata anche dall'andamento macroeconomico del paese. Nello specifico gli autori verificano empiricamente, relativamente al caso indiano, come un miglioramento della crescita dell'attività economica, misurata attraverso il PIL, induca i lenders a percepire un maggior merito creditizio dei borrowers per via della presenza di un ambiente macroeconomico e di business più favorevole. In particolare è stato riscontrato che ad una crescita del PIL di circa il 4% corrisponda una riduzione dei non-performing asset (NPA) bancari di circa l'1%. Vi possono essere tuttavia alcuni fattori che fanno sì che, anche a fronte di un peggioramento nella percezione dell'affidabilità creditizia dei prenditori di fondi, la riduzione nell'offerta di credito da parte dei lenders risulti più contenuta. Il fattore fondamentale risulta essere quello relativo alla presenza di relazioni tra la banca e l'impresa. A tal proposito è opportuno citare il lavoro di Jiménez e Saurina (2004)¹⁴ i quali, analizzando il comportamento delle banche spagnole dal 1988 al 2000, hanno evidenziato che la presenza di relazioni strette tra gli istituti di credito e le imprese prenditrici di fondi induca le banche ad una maggiore propensione nell'assunzione dei rischi. Risulta importante, in merito a tale questione, riportare anche il contributo degli studiosi Elsas e Krahn (1998)¹⁵ i quali, analizzando il caso delle "housebank" tedesche, mostrano come esse forniscano liquidità e credito alle imprese anche qualora vi sia una riduzione improvvisa nel merito creditizio di queste ultime. Ciò avviene poiché, secondo gli autori, un commitment di lungo periodo nella relazione con l'impresa presenta un impatto significativo sul comportamento delle banche stesse nelle concessioni delle linee di credito.

Per ciò che concerne la configurazione di bilancio dei lenders, l'attuale processo di de-leveraging degli istituti di credito sta provocando una riallocazione delle attività di bilancio possedute dalle banche e, per ciò che concerne le banche commerciali, esse sono composte in gran parte dai prestiti. Nello specifico, è possibile rappresentare il bilancio di una banca commerciale come:

<u>ATTIVITA'</u>	<u>PASSIVITA'</u>
Prestiti	Capitale
Altre attività	Depositi

Si consideri adesso il livello di leverage per una banca commerciale. Considerando un bilancio come quello descritto precedentemente, il grado di leverage per una banca commerciale risulta essere:

$$Leverage = \frac{Attività}{Capitale}$$

Supponiamo dunque che, per qualche ragione, il valore del capitale della banca dovesse diminuire. Ciò comporterebbe, a parità di attività, un aumento del grado di rischio dell'istituto che comporterebbe un aumento del costo di raccolta dei capitali. Avverrà dunque una revisione del valore delle attività degli istituti, e quindi una riduzione dei crediti concessi al settore, al fine di evitare un aumento del leverage dell'istituto. Ulteriori vincoli al livello del leverage delle banche vengono determinati dalle normative emergenti (es. Basilea III nel caso dell'Unione Europea). L'impatto di una regolamentazione più stringente circa il capitale regolamentare sull'offerta di credito viene discusso nel lavoro di Francis e Osborne (2009)¹⁶. Nello specifico gli autori mostrano come, nel caso del Regno Unito, un aumento del capitale regolamentare richiesto riduce l'offerta di credito degli istituti. Ad esempio si riporta che nell'anno 2002, un +1% nel capitale regolamentare richiesto ha provocato una caduta dei prestiti del -1,2%. Un risultato analogo è stato verificato empiricamente anche nel caso della Korea nel lavoro degli studiosi Hyun e Rhee (2011)¹⁷. L'economista Watanabe (2005)¹⁸ mostra come anche in Giappone, nel 1997, vi sia stata una contrazione dell'offerta di credito al fine di riallocare le attività di bilancio per soddisfare vincoli normativi più stringenti.

Un ulteriore elemento di studio è costituito dal legame presente tra il mercato del credito e l'innovazione finanziaria. Nello specifico, l'economista Hirtle (2007)¹⁹ ipotizza come un miglior uso dei derivati del credito possa comportare un aumento nell'offerta di credito. Tuttavia le evidenze empiriche fornite risultano limitate, e pertanto nel seguito della trattazione l'innovazione finanziaria non verrà presa in considerazione tra le determinanti dell'offerta di credito.

Il seguente elaborato riconosce quindi tre fattori fondamentali nella determinazione dei livelli di credito all'interno di una economia: la domanda effettiva (consumi più investimenti), la percezione dell'affidabilità creditizia dei borrowers da parte dei lenders ed il grado di leverage degli istituti di credito. Nella sezione successiva verrà presentato un framework di riferimento atto a garantire una specifica modalità di analisi di questi fattori nell'andamento del credito concesso al settore reale così da valutare, nelle diverse realtà in esame, l'impatto della domanda e dell'offerta di credito all'interno dell'attuale situazione di *credit crunch*.

Dopo aver inquadrato le determinanti fondamentali di una stretta creditizia, esaminiamo la letteratura riguardante l'impatto di un *credit crunch* all'interno di una economia.

Anzitutto risulta opportuno evidenziare come gli effetti di una stretta creditizia si ripercuotano in modo differente sulle imprese di grandi dimensioni e sulle piccole e medie imprese. A tal fine è opportuno fare riferimento al lavoro di Artola e Genre (2011)²⁰, in cui gli autori analizzano l'accesso a finanziamenti esterni da parte delle imprese europee a seguito della crisi finanziaria 2007-2009. Nello specifico, la metodologia di ricerca adottata consente di valutare sia la percezione delle imprese circa la loro difficoltà nel reperire risorse finanziarie, tramite un questionario, sia l'effettivo accesso a tali risorse. A seguito di una serie di regressioni multinomiali, è stato osservato che la maggior parte delle imprese percepivano un *financing crunch*, ma quelle che effettivamente avevano riscontrato una maggiore difficoltà nell'accesso alle risorse finanziarie erano le più piccole e giovani. Ciò mostra come la dimensione e la maturità di impresa influiscono sugli effetti indotti da un indebolimento delle condizioni del credito. I risultati di tale lavoro mostrano inoltre come gli impatti della stretta creditizia risultino differenti nelle diverse regioni europee: è stato riscontrato infatti che in alcune di esse la difficoltà nel reperire finanziamenti è molto maggiore (gli studiosi individuano la Spagna in tal senso) rispetto ad altre (viene ad esempio individuata la Francia).

Vi è inoltre un'ulteriore differenza tra gli effetti del *credit crunch* sul livello dell'attività economica per ciò che concerne i sistemi economici bank-oriented e quelli market-oriented. A questo proposito è opportuno ricorrere al contributo degli studiosi Panetta e Signoretti (2010)²¹, i quali analizzano l'evoluzione del credito bancario in Italia durante la crisi finanziaria 2007-2009 e le sue implicazioni sul sistema economico. Nello specifico, gli autori affermano che "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 produttiva. In altri importanti paesi la caduta dell'offerta di credito bancario è stata assai profonda, ma i suoi effetti sono significativamente attenuati dal diffuso ricorso ad altre fonti di finanziamento – soprattutto obbligazioni – da parte di imprese sia grandi sia medie". Questo lavoro si riconduce quindi al concetto di sostituibilità del sistema bancario come fonte di finanziamento per le imprese. Più in generale, è possibile notare che qualora vi fosse una stretta creditizia all'interno di un sistema economico da parte del sistema bancario, l'eventuale presenza di fonti di finanziamento alternative consentirebbe di ridurre gli effetti negativi da esso indotti. Nel seguito della trattazione verrà approfondito il tema dello scarso sviluppo del mercato finanziario italiano e di come questo abbia costituito e costituisca ancora oggi un punto di criticità nel contrasto di questo fenomeno in Italia.

Le analisi precedenti mostrano come gli effetti di una stretta creditizia possano essere profondamente differenti a seconda del sistema economico considerato (market oriented vs. bank oriented, struttura industriale, geografia, etc.). E' possibile tuttavia riconoscere alcune caratteristiche comuni negli impatti di una stretta creditizia sul livello dell'attività economica. A tal fine, ricorriamo al lavoro di Claessens et al. (2008)²², che individua in che modo una recessione associata ad un *credit crunch* risulti differente da una recessione di altro tipo. In particolare sono state individuate le interazioni presenti tra le variabili macroeconomiche e quelle finanziarie

attraverso lo studio di diversi cicli finanziari ed economici di 21 paesi OECD all'interno del periodo 1960-2007. Nello specifico è stato riscontrato che le recessioni associate ai *credit crunches* risultano essere più durature (circa tre mesi in più) di quelle non che non sperimentano questi shock finanziari ed inoltre anche la perdita di output reale associata è due o tre volte maggiore in caso di presenza di *credit crunch*. Ad una conclusione del tutto analoga arriva anche il lavoro di Jorda, Schularick e Taylor (2012)²³, in cui si mostra che una recessione associata ad una crisi creditizia presenta una perdita di output maggiore rispetto ad una recessione di altro tipo. Da questi risultati è possibile notare come la presenza di restrizioni importanti nel credito influenzi significativamente la dinamica recessiva dell'economia, e quindi necessiti di azioni correttive mirate da parte dei policy maker. Tale argomento verrà discusso ed approfondito di seguito nella trattazione.

Infine, una efficace modalità di misura degli effetti del credit channel sul livello dell'attività economica è fornita dagli studiosi Peek, Rosengren e Tootell (2000)²⁴, i quali propongono un metodo di misura che permette di isolare gli effetti di uno shock nell'offerta di credito sulla componente del PIL ad esso più sensibile: le scorte. Gli studiosi avallano quindi empiricamente l'ipotesi secondo cui l'offerta di credito incide significativamente sull'economia, isolandone gli effetti relativamente a shock nella domanda.

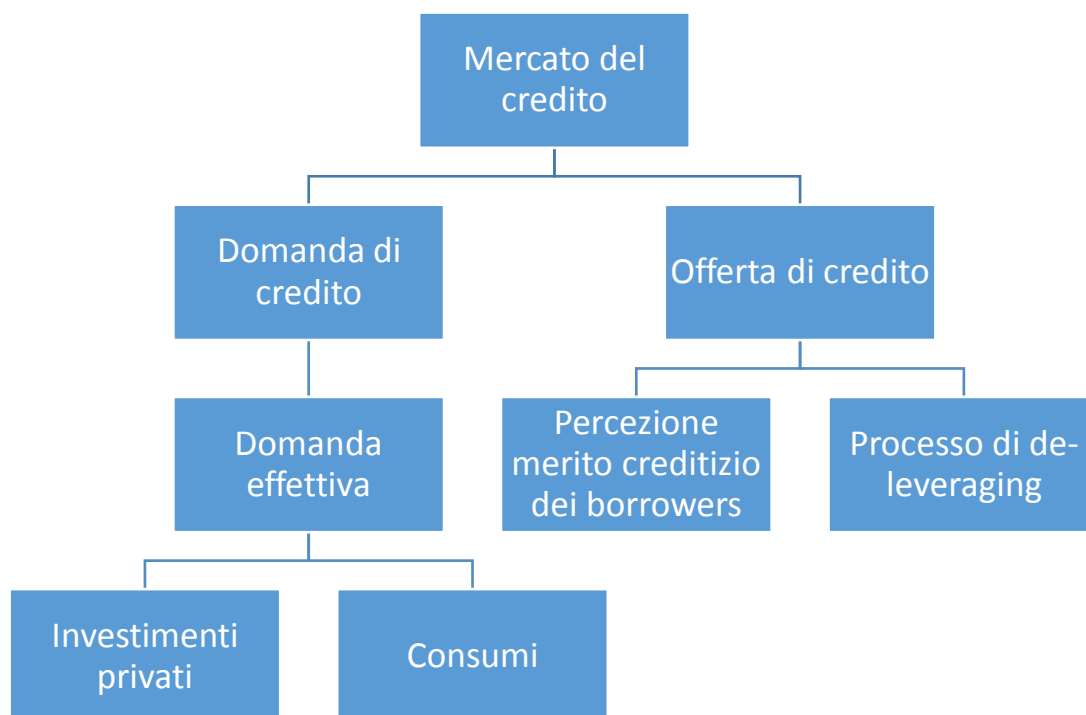
Le diverse analisi svolte mostrano come la presenza di una stretta creditizia induca delle conseguenze molto rilevanti nel livello dell'attività di una economia, ed è pertanto necessario ed opportuno definirne in modo specifico gli aspetti di interesse. In particolare, si procederà attraverso la definizione di un framework che permetterà di eseguire un'analisi circa le determinanti della stretta creditizia avvenuta a seguito della crisi finanziaria 2007-2009 negli Stati Uniti d'America, nel Regno Unito e nella zona Euro, così da coglierne le differenze e le dinamiche di fondo. Tale analisi consentirà quindi di identificare il peso relativo della domanda e dell'offerta nella definizione del livello di credito di equilibrio nella situazione attuale. Alla luce dei risultati dell'analisi, verranno inoltre valutate le azioni di politica economica messe in atto dalle diverse istituzioni coinvolte.

1.2 Presentazione del framework di analisi

Al fine di stimare l'impatto della domanda e dell'offerta nella determinazione del livello del credito di equilibrio, si farà ricorso ad un semplice framework che tiene conto delle principali determinanti di una variazione nelle linee di credito concesse al settore reale da parte delle banche. Nello specifico, alla luce delle analisi precedentemente effettuate, verranno considerate tre determinanti di fondo:

1. **Domanda effettiva:** il riferimento fondamentale è all'interest rate channel e ciò rappresenta il contributo della domanda di credito sul valore complessivo. Verranno quindi mappate le variazioni dei consumi e degli investimenti e verranno poste in relazione alla variazione del livello dei crediti concessi al settore reale. Ciò permetterà di cogliere la dinamica della domanda di credito in atto nelle diverse realtà in esame. Si noti come la componente relativa agli investimenti privati incorpori già le variabili relative alle aspettative dei produttori e al costo del finanziamento, riprendendo dunque la visione macroeconomica proposta da John Maynard Keynes.
2. **Percezione dell'affidabilità creditizia dei borrowers:** questo fattore rappresenta uno dei due elementi principali agenti sul lato dell'offerta. In particolare, verranno presi in considerazione due meccanismi fondamentali di formazione delle aspettative. Il primo fa riferimento all'andamento delle sofferenze bancarie, il quale permette dunque di identificare in che modo si evolve la qualità creditizia dei borrowers. Il secondo fa riferimento all'andamento del Prodotto Interno Lordo, il quale si ipotizza essere un fattore influenzante le aspettative dei lenders circa il livello dell'attività economica futura e, conseguentemente, circa la qualità creditizia dei borrowers.
3. **Grado di leverage delle istituzioni creditizie:** verranno quindi analizzati gli andamenti nei valori di leverage delle istituzioni creditizie appartenenti alle diverse realtà geografiche in esame (la cui computazione ricalca la definizione proposta a pagina 6 di questo elaborato). Lo studio di questa variabile permetterà quindi di mostrare come la necessità di apportare delle modifiche ad alcuni parametri di bilancio si rifletta sulle scelte delle linee di credito concesse all'economia reale da parte delle istituzioni finanziarie.

Nello specifico, lo schema di riferimento del framework risulta essere:



Schema 1: framework di riferimento

Si procederà di seguito con lo studio degli andamenti dei diversi parametri elencati relativamente alle diverse realtà economiche in esame, così da identificare il peso relativo della domanda e dell'offerta nell'evoluzione del credito al settore reale. Ciò permetterà di cogliere le differenze tra le diverse economie esaminate e consentirà di effettuare diverse considerazioni circa l'adeguatezza delle politiche economiche messe in atto dai policy maker al fine di contrastare le strette creditizie emerse a seguito della grande crisi finanziaria.

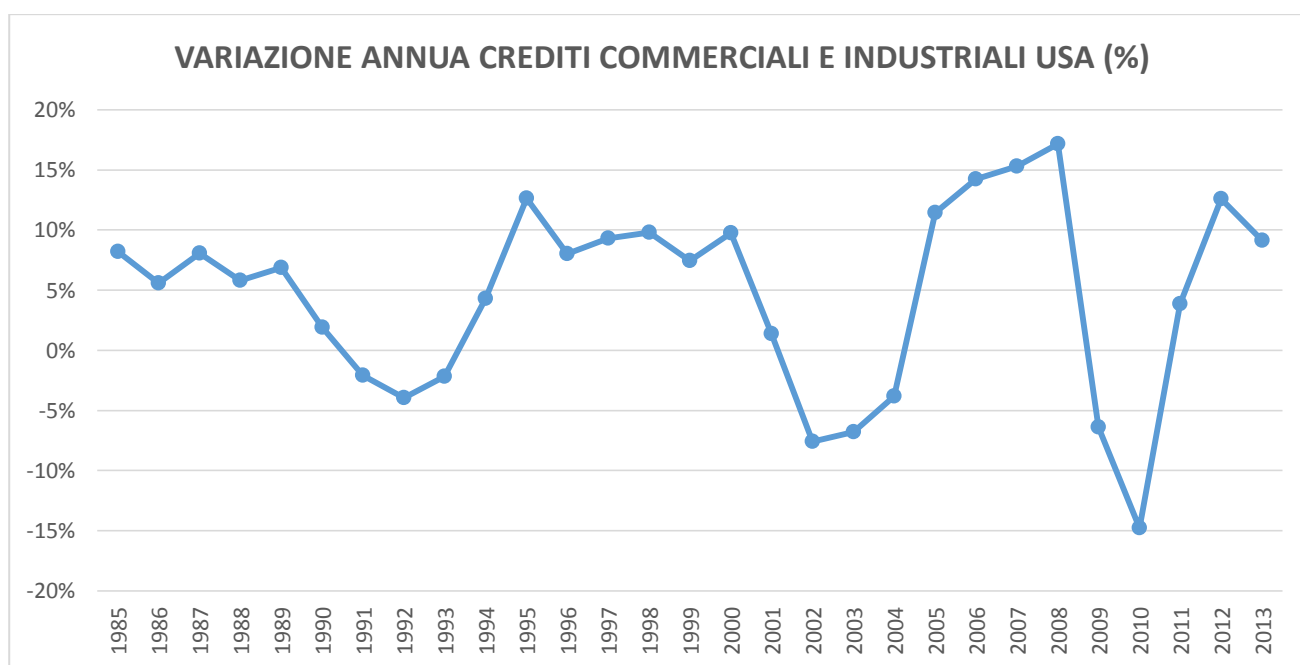
2. Analisi empirica del fenomeno

Lo scopo della trattazione è quello di fornire un quadro della dinamica del credito concesso al settore reale a seguito della crisi finanziaria del 2007-2008 e delle diverse azioni messe in campo dai policy maker al fine di contrastarne le negatività. Tale analisi verrà declinata nel caso degli Stati Uniti d'America, del Regno Unito e dell'Area Euro. Nella sezione successiva si procederà attraverso l'identificazione delle determinanti del fenomeno del *credit crunch* sulla base del framework di riferimento di cui sopra e si fornirà una valutazione circa l'adeguatezza delle attività poste in essere dai policy maker delle diverse regioni in esame.

2.1 Il caso americano

La crisi finanziaria originatasi nel 2007 e culminata nel 2008 con il fallimento della banca d'affari Lehman Brothers ha avuto profonde ripercussioni sul sistema economico americano e, per ciò che concerne l'analisi di nostro interesse, sulla dinamica del credito concesso alle imprese e sul livello dell'attività economica.

Analizziamo quindi l'andamento del credito commerciale e industriale concesso da tutte le banche commerciali statunitensi nel periodo che va dall'inizio della Great Moderation (1985) al 2013:



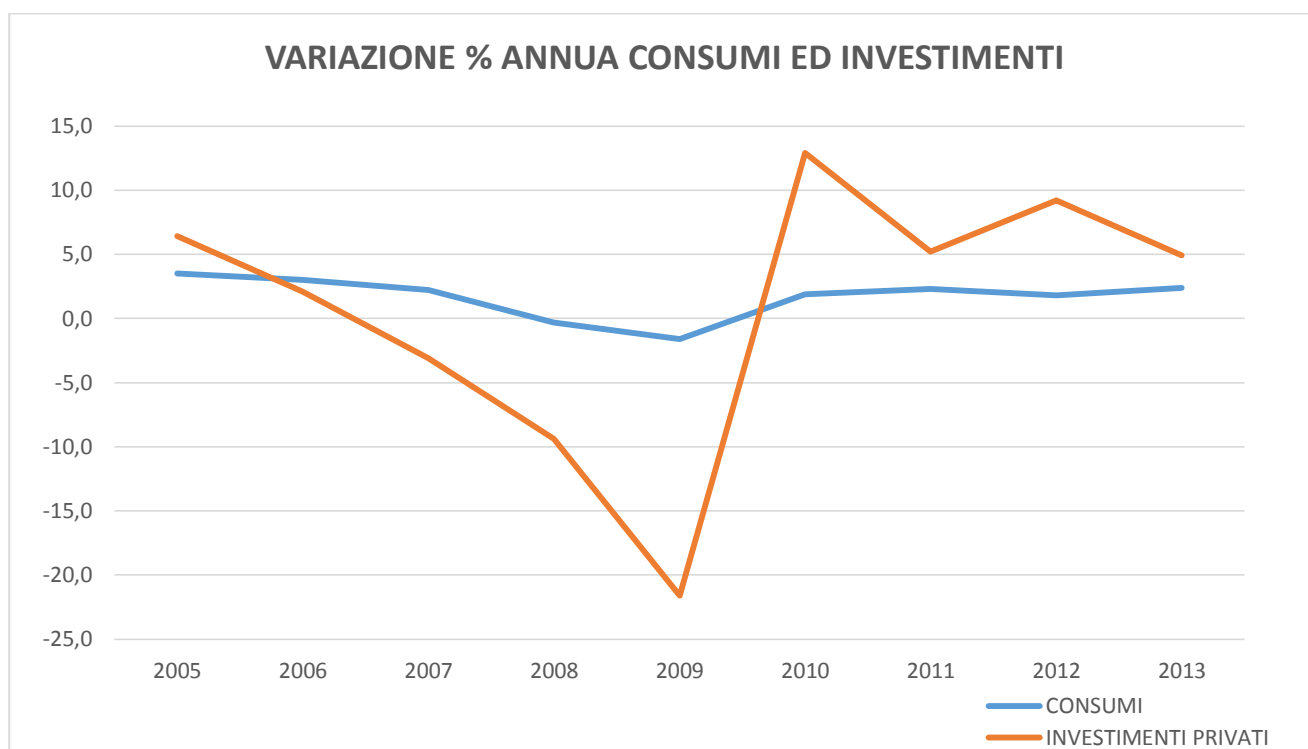
Graf. 1, fonte: research.stlouisfed.org

Come si evince dal grafico 1, la crisi finanziaria ha impattato fortemente sul credito commerciale ed industriale concesso dalle banche commerciali all'economia reale. Si osservi, in particolare, che nel 2009 si è osservata una riduzione del 6% del credito concesso rispetto al 2008 e nel 2010 la contrazione è stata del 15% rispetto all'anno precedente. Tuttavia si osserva come per gli anni

2011 e 2012 vi sia stata una sostanziale ripresa del mercato del credito, per poi far registrare un aumento meno marcato nell'anno 2013. Procediamo dunque con l'applicazione del framework proposto per la realtà in esame, al fine di proporre una spiegazione strutturata circa la dinamica del mercato del credito a valle della recente crisi economica.

- **Domanda effettiva**

Riportiamo quindi l'andamento delle due variabili che maggiormente determinano la domanda di credito nell'impostazione proposta in questa trattazione: i consumi e gli investimenti privati. Considerando l'arco temporale caratterizzante la grande crisi finanziaria si osserva che:



Graf. 2, fonte: Bureau of Economic Analysis (bea.gov)

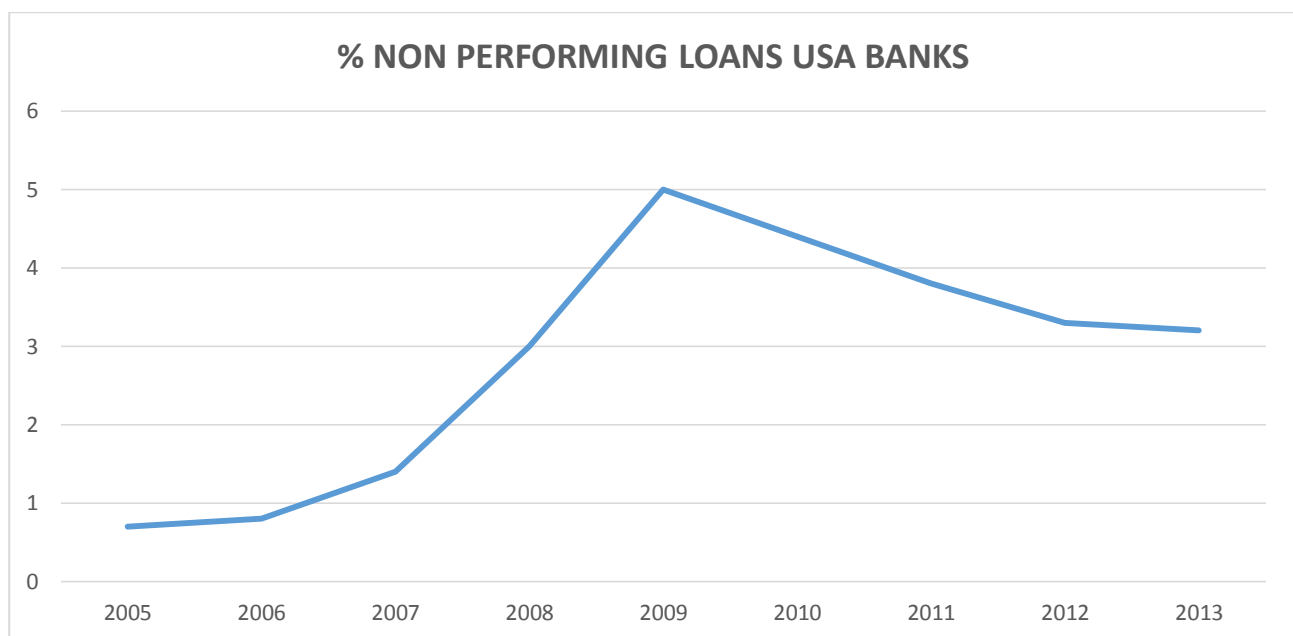
E' possibile notare come la grande crisi finanziaria abbia avuto un impatto molto rilevante circa la componente della domanda aggregata relativa agli investimenti privati, mentre i consumi sono risultati molto meno colpiti dagli effetti della crisi. Gli anni 2008 e 2009 risultano caratterizzati infatti da una caduta degli investimenti relativamente del -9,4% e del -21,6%. Nel 2010 si è invece registrata una ripresa degli stessi, la quale però si è dimezzata nell'anno 2011 e, dopo un ulteriore aumento nell'anno 2012, risulta nuovamente ridottasi per l'anno 2013. Comparando questo andamento con il grafico 1, è possibile notare come la caduta dei prestiti nell'anno 2009 è stata sicuramente determinata da una forte riduzione della domanda di credito. L'anno 2010, invece, mostra come, a fronte di un aumento della componente relativa agli investimenti, i prestiti concessi dal settore bancario al settore privato sono risultati fortemente in diminuzione. Ciò

spinge dunque a considerare il ruolo dell'offerta nella stretta creditizia verificatasi. Per gli anni che vanno dal 2011 al 2013, infine, si nota come vi sia una crescita congiunta sia del livello dei prestiti che degli investimenti privati. Dunque, per ciò che concerne il caso americano, la componente relativa alla domanda di credito appare molto rilevante nella dinamica dei prestiti. Nel seguito della trattazione verrà verificato se a questa è possibile aggiungere una dinamica favorevole nel lato dell'offerta.

- **Percezione dell'affidabilità creditizia dei borrowers**

Come precedentemente descritto, analizziamo l'andamento delle due variabili che, nell'impostazione di questa trattazione, influenzano le aspettative dei lenders circa l'affidabilità creditizia dei borrowers: le sofferenze e l'andamento del PIL.

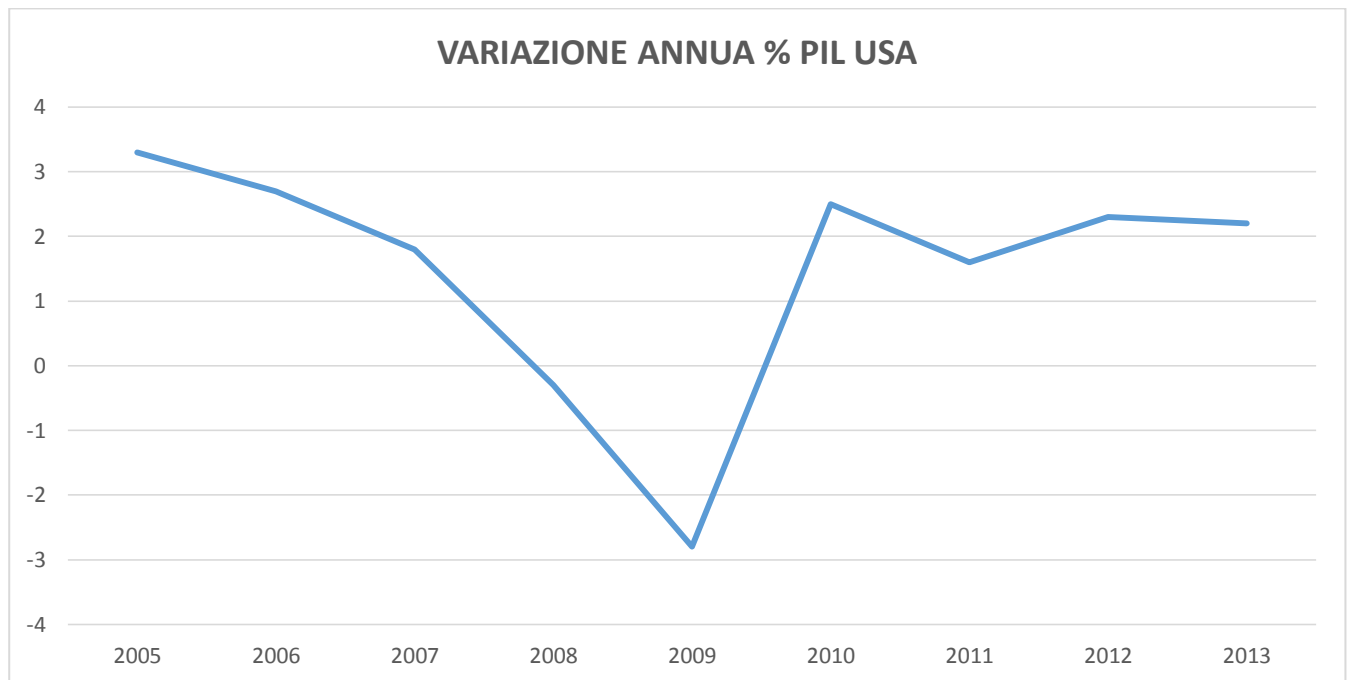
L'andamento delle sofferenze bancarie risulta essere il seguente:



Graf. 3, fonte: World Bank

Il grafico 3 mostra come, a partire dalla crisi finanziaria originatasi nel 2007, vi sia stato un forte aumento delle sofferenze bancarie, le quali mostrano una diminuzione progressiva a partire dall'anno 2010. Negli anni 2008 e 2009 le banche commerciali hanno assistito ad un brusco aumento delle sofferenze, e ciò ha probabilmente determinato la formazione di aspettative negative relativamente all'anno 2010, il quale è stato caratterizzato da una forte stretta creditizia. Risulta dunque ragionevole ipotizzare che l'aumento degli investimenti sia stato finanziato da fonti di raccolta alternative al sistema bancario, dato il notevole sviluppo del mercato dei capitali americano. La progressiva diminuzione dei non-performing loans, verificatasi a partire dal 2010, ha fatto sì che anche dal lato dell'offerta si innescaessero dei meccanismi di formazione delle

aspettative positive circa una crescente qualità creditizia dei borrowers la quale, sommata al forte incremento di domanda di credito, ha determinato la ripresa del mercato del credito dal 2011 in poi (vedi grafico 1). Analizzando l'andamento del Prodotto Interno Lordo degli Stati Uniti d'America nello stesso periodo di riferimento si nota che:



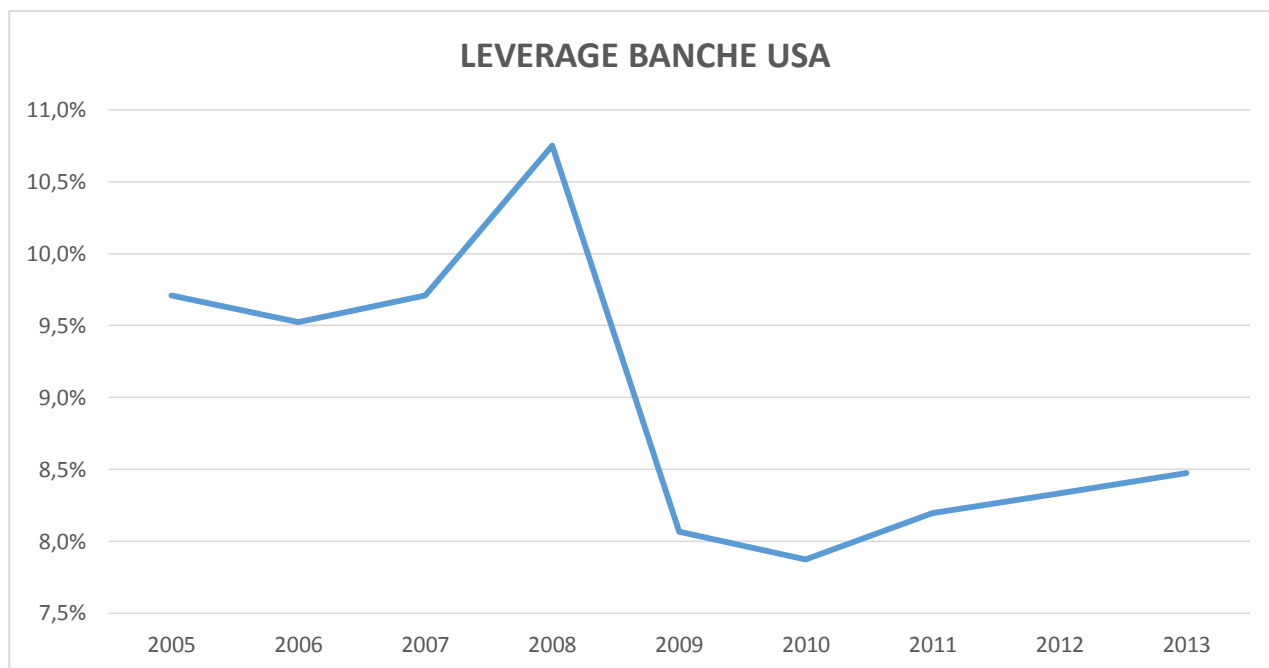
Graf. 4, fonte: Bureau of Economic Analysis (bea.gov)

E' possibile notare come, a seguito della crisi finanziaria originatasi nel 2007, si registri una riduzione annua del Prodotto Interno Lordo per la regione geografica oggetto di studio. Dunque i dati del 2008 (-0,3% del PIL rispetto all'anno precedente) e del 2009 (-2,8%) hanno contribuito alla formazione di aspettative negative circa il merito creditizio dei futuri borrowers, data la difficile situazione economica congiunturale. Si assume che questo abbia contribuito alla stretta creditizia verificatasi nel 2010, ed avente come causa predominante il lato dell'offerta. Dall'anno 2010 si registra invece una crescita del PIL, la quale agisce positivamente sul meccanismo di formazione delle aspettative circa la qualità creditizia dei borrowers, andando così a rinforzare il meccanismo virtuoso già indotto dalla diminuzione progressiva delle sofferenze.

- ***De-leveraging***

Analizziamo ora il grado di leverage medio degli istituti di credito statunitensi, al fine di coglierne l'andamento puntuale e le connessioni con il mercato del credito.

I dati relativi al grado di leverage, espresso come asset totali sul capitale bancario, mostrano il seguente andamento:



Graf. 5, fonte: World Bank

Il grafico 5 mostra come, dopo il forte aumento del leverage delle banche dovuto alla diffusione di strumenti finanziari strutturati, vi sia stato un processo di forte de-leveraging nel corso degli anni 2009 e 2010. Ciò ha dunque spinto gli istituti di credito ad una revisione delle attività di bilancio ed è stata una delle cause nella riduzione dei crediti concessi al settore reale. Il grafico 1 mostrava infatti come le variazioni del credito concesso al settore reale negli anni 2009 e 2010 rispetto al periodo precedente risultavano ammontare rispettivamente a -6% e -15%. Risulta dunque ragionevole ipotizzare una forte influenza del lato dell'offerta sul mercato del credito, relativamente al processo di de-leveraging messo in atto dai principali istituti di credito americani. Dall'anno 2011 in poi, infatti, il grado di leverage è risultato in progressivo aumento, rinforzando i meccanismi virtuosi dell'aumento della domanda e delle aspettative circa la qualità creditizia dei borrowers ed andando così a determinare la sostanziale ripresa del mercato del credito.

Alla luce delle cause specifiche identificate nello studio dell'andamento del mercato credito a seguito della grande crisi finanziaria, esaminiamo ora le politiche messe in atto dai policy maker al fine di contrastarne le negatività. La ripresa del mercato del credito risulta riconducibile a due fattori di fondo: le azioni della Federal Reserve e le politiche fiscali messe in atto dal governo. Le prime hanno permesso una forte ripresa nell'andamento dei mercati finanziari, i quali hanno contribuito da un lato alla rivalutazione positiva dell'attivo dei bilanci bancari, agendo quindi sul lato dell'offerta, e dall'altra a garantire una fonte di raccolta di fondi per gli investimenti sostitutiva al sistema bancario (questa considerazione è valida soprattutto per l'anno 2010). Le seconde hanno permesso di aumentare la quota parte di domanda aggregata relativa alla

domanda delle pubbliche amministrazioni, comportando quindi un aumento dei livelli del PIL complessivo americano. Ciò ha stimolato da un lato da domanda di credito e dall'altro ha comportato un miglioramento nella percezione dell'affidabilità creditizia dei borrowers da parte dei lenders, attraverso un meccanismo di miglioramento delle aspettative circa la situazione economica complessiva.

Per ciò che concerne le politiche monetarie espansive adottate dalla Federal Reserve, è possibile riconoscere come vi sia stato il ricorso sia a politiche tradizionali che non convenzionali.

La politica tradizionale per eccellenza è la variazione dei tassi di interesse di riferimento, il cui andamento è di seguito riportato:

DATE	CHANGE	DISCOUNT RATE		FEDERAL FUNDS RATE		
		NEW LEVEL*		CHANGE	NEW LEVEL	
		PRIMARY ¹	SECONDARY ²			
2010						
Feb 19	+ .25	0.75	1.25			
2008						
Dec 16	-.75	0.50	1.00	-1 to -.75	0.00 - 0.25	
Oct 29	-.50	1.25	1.75	-.50	1.00	
Oct 8	-.50	1.75	2.25	-.50	1.50	
Apr 30	-.25	2.25	2.75	-.25	2.00	
Mar 18	-.75	2.50	3.00	-.75	2.25	
Mar 16	-.25	3.25	3.75			
Jan 30	-.50	3.50	4.00	-.50	3.00	
Jan 22	-.75	4.00	4.50	-.75	3.50	
2007						
Dec 11	-.25	4.75	5.25	-.25	4.25	
Oct 31	-.25	5.00	5.50	-.25	4.50	
Sep 18	-.50	5.25	5.75	-.50	4.75	
Aug 17	-.50	5.75	6.25			
2006						
Jun 29	+ .25	6.25	6.75	+ .25	5.25	

Tab. 1, fonte: Federal Reserve Bank of New York

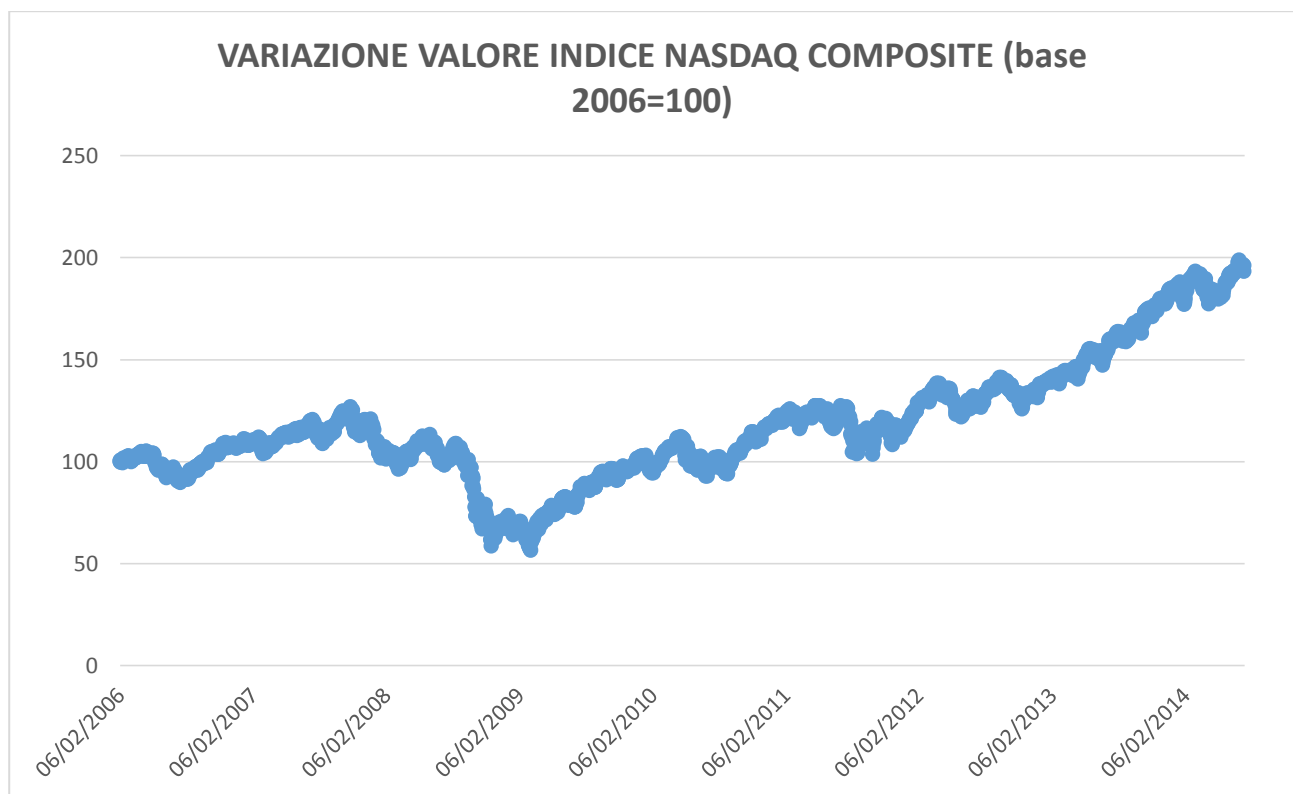
La tabella 1 mostra come la Banca Centrale americana abbia agito sui tassi di interesse di sua competenza. In particolare si nota come il target per il Federal Funds Rate è diminuito dal 5.25% del 2006 allo 0-0.25% del dicembre del 2008.

A questa tipologia di intervento, si affianca il ricorso a politiche non convenzionali. Lo stesso Ben Bernanke, chairman della FED dell'epoca, ribadisce come oltre il tasso di interesse sia stata usata

la comunicazione come leva fondamentale per influenzare i tassi di medio-lungo periodo sul mercato dei capitali. E' possibile prendere come esempio la press release del 16 dicembre 2008 del FOMC²⁵: "The Federal Open Market Committee decided today to establish a target range for the federal funds rate of 0 to 1/4 percent. [...] The Federal Reserve will employ all available tools to promote the resumption of sustainable economic growth and to preserve price stability. In particular, the Committee anticipates that weak economic conditions are likely to warrant exceptionally low levels of the federal funds rate for some time".

Si nota quindi come la FED abbia agito non soltanto sul tasso di interesse di breve periodo, ma anche sulle aspettative degli operatori economici riguardo la politica monetaria futura. La combinazione di queste azioni ha fatto sì che vi sia stata una forte ripresa sui mercati finanziari.

Analizzando gli andamenti di uno dei principali indici azionari si nota infatti che:

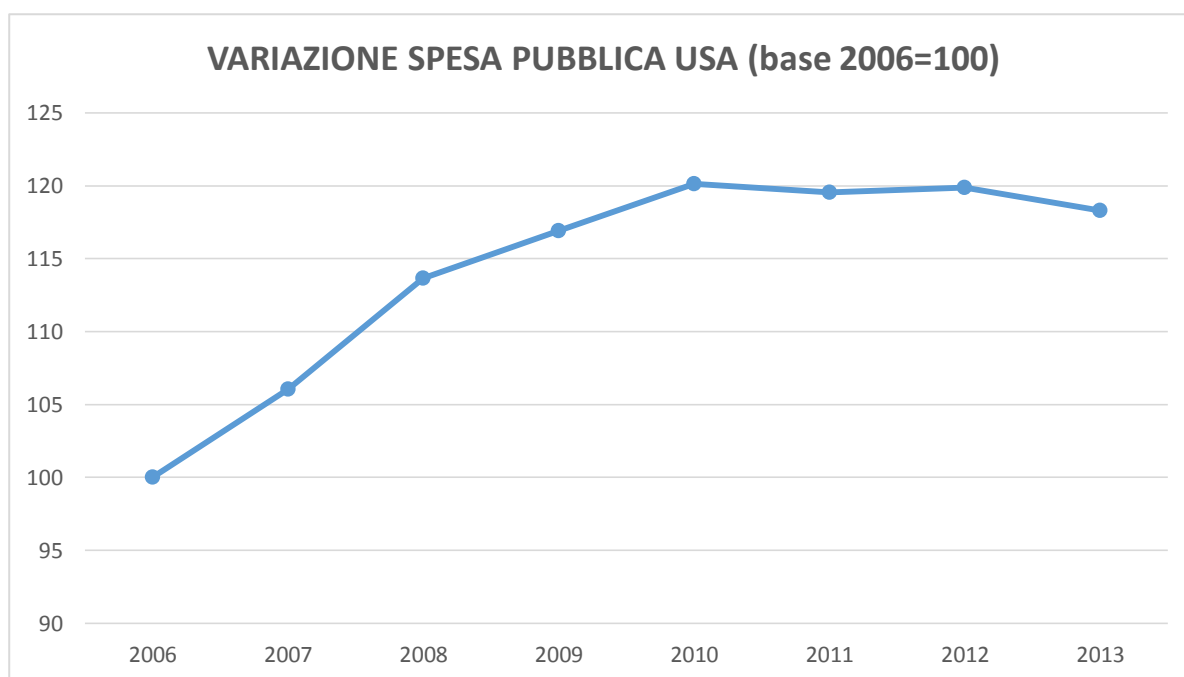


Graf. 6, fonte: Milano Finanza

Dal grafico si evince che dal settembre 2008 a marzo 2009 l'indice Nasdaq Composite ha dimezzato il suo valore. Tuttavia, le azioni messe in campo dalla Federal Reserve hanno fatto sì che già nel febbraio 2010 l'indice tornasse ai livelli pre-crisi. Ciò ha portato senza dubbio da un lato la rivalutazione dell'attivo delle banche e a forti guadagni nelle operazioni finanziarie, e dall'altro il finanziamento dei progetti di investimento relativi all'anno 2010 attraverso il ricorso al mercato dei capitali. Ciò ha dunque comportato dei benefici sia dal lato della domanda che dell'offerta di credito, riuscendo così a garantire una sostanziale ripresa del mercato creditizio.

Il governo americano ha inoltre messo in atto politiche fiscali espansive, al fine di aumentare la quota parte di domanda aggregata dovuta alle pubbliche amministrazioni.

Il grafico seguente mostra l'andamento della spesa pubblica americana nel periodo riguardante la crisi finanziaria:



Graf. 7, fonte: Bureau of Economic Analysis (bea.gov)

Il grafico 7 mostra come dall'inizio della crisi vi sia stata una forte espansione della componente di domanda aggregata relativa alle amministrazioni pubbliche. In particolare si nota come l'espansione sia di entità rilevante dal 2007 al 2010, per poi iniziare a ridursi. La compensazione degli effetti negativi del *credit crunch* nell'anno 2010 è dunque anche dovuta all'aumento della spesa del governo che, combinata alla ripresa dei mercati finanziari, ha garantito agli Stati Uniti d'America l'uscita dalla recessione ed l'innestarsi di un circolo virtuoso che ha innescato una nuova dinamica crescente nel mercato del credito dovuta da un lato ad un aumento della domanda e dall'altra al miglioramento indotto nelle aspettative delle banche circa la qualità dei progetti di investimento proposti dai borrowers.

Alla luce delle considerazioni effettuate, le politiche economiche messe in atto dal governo americano e dalla Federal Reserve sono risultate molto efficaci rispetto alle cause che avevano determinato la stretta creditizia negli Stati Uniti, riuscendo così a garantire la ripresa del mercato del credito già a partire dal 2011.

2.2 Il caso inglese

La grande crisi finanziaria, seppur generatasi negli Stati Uniti, ha avuto ripercussioni anche sulla maggior parte delle economie europee. Ciò è dovuto alla sempre maggiore integrazione presente tra i diversi mercati globali, la quale risulta anche essere un meccanismo di trasmissione degli shock economici. Analizziamo ora come la crisi finanziaria ha impattato la dinamica dei prestiti concessi al settore reale:

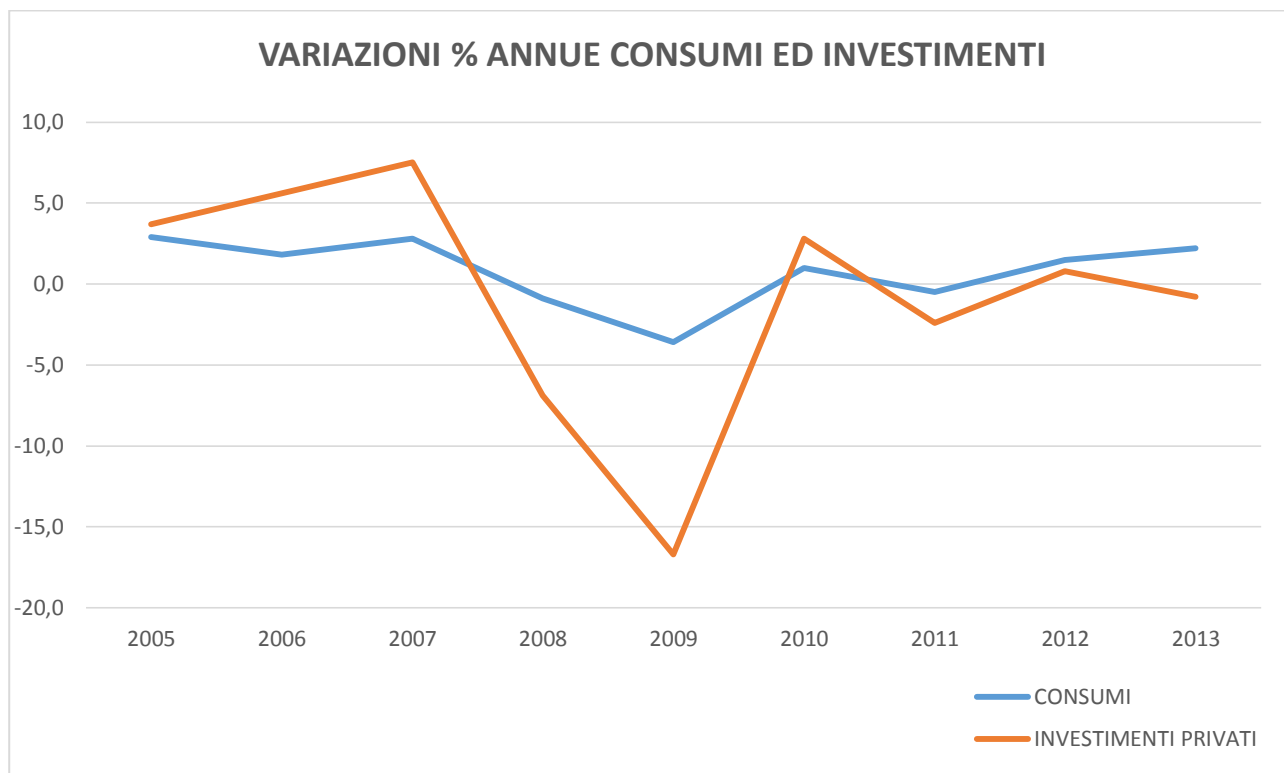


Graf. 8, fonte: Bank Of England

Dal grafico si evince come, anche nel caso del Regno Unito, lo scoppio della crisi finanziaria abbia impattato la dinamica dei prestiti al settore reale. Nello specifico, nel 2009 si è osservata una caduta dei prestiti, perdurata nel 2010, a cui segue una tenue ripresa nel 2011. Infine, nel 2012 si è registrata una nuova contrazione, mentre nel 2013 si osservano timidi segnali di ripresa del mercato del credito. Al fine di comprendere le ragioni di questa stagnazione del mercato del credito, risulta opportuno indagare le principali determinanti di questa stretta creditizia attraverso l'applicazione del framework precedentemente presentato. Seguirà dunque un'analisi analoga a quella effettuata nel caso degli Stati Uniti d'America circa l'adeguatezza delle politiche economiche messe in atto dai policy maker.

- **Domanda effettiva**

Indaghiamo anzitutto l'andamento delle due determinanti fondamentali della domanda di credito. I consumi e gli investimenti privati fanno registrare il seguente andamento:



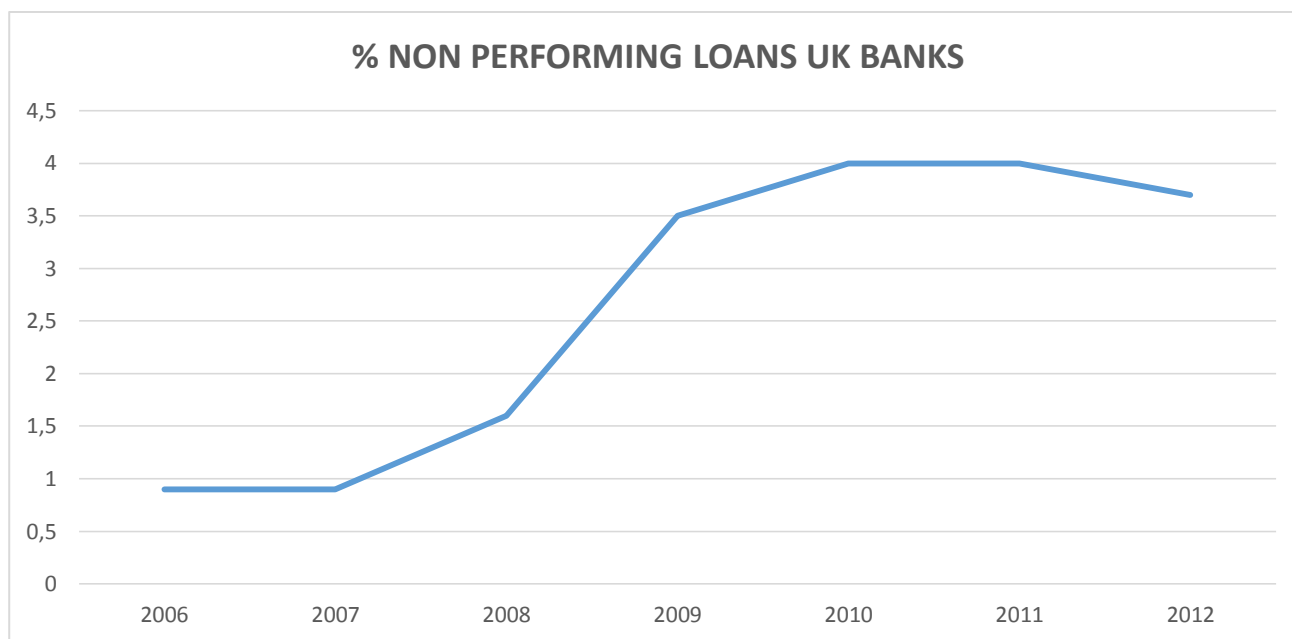
Graf. 9, fonte: Office for National Statistics (ons.gov.uk)

Il grafico 9 mostra come a seguito dello scoppio della crisi, vi sia stata una forte contrazione nella quota parte di domanda aggregata relativa agli investimenti privati (-16,7% nel 2009 rispetto all'anno precedente) ed una riduzione più contenuta, ma comunque sostanziale, della componente relativa ai consumi (-3,6% nel 2009 rispetto al periodo precedente). A seguito di questa contrazione si registra una sostanziale stabilità attorno allo zero di queste due grandezze, la quale ricalca la stagnazione del mercato del credito. Dunque la dinamica del mercato creditizio appare influenzata dalla domanda credito sostanzialmente stabile presente sul mercato e che non ne permette la ripresa. Studiamo ora le determinanti dal lato dell'offerta, al fine di comprendere qualora vi sia la presenza di ulteriori negatività nel mercato del credito.

- **Percezione dell'affidabilità creditizia dei borrowers**

Procediamo quindi, come per il caso precedente, con lo studio dei meccanismi di formazione delle aspettative dei lenders circa l'affidabilità creditizia degli eventuali borrowers.

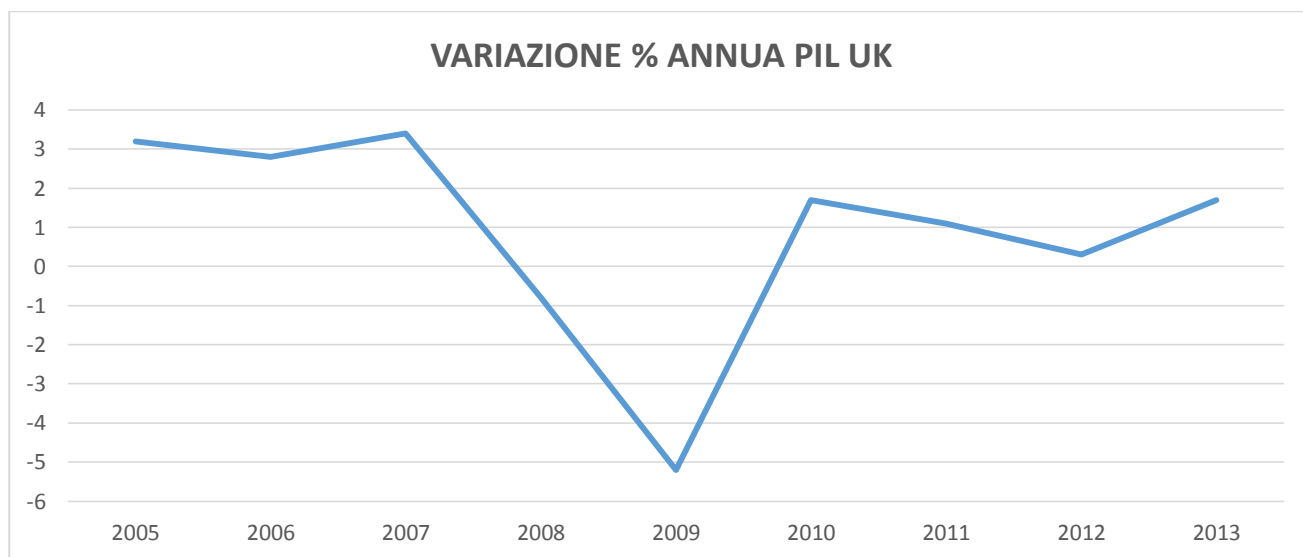
L'andamento dei non-performing loans nel caso del Regno Unito risulta il seguente:



Graf. 10, fonte: World Bank

Il grafico 3 mostra come a seguito della crisi finanziaria vi sia stato un forte incremento nella percentuale di non-performing loans in pancia alle banche del Regno Unito. Nell'anno 2009 si è passati, infatti, da un valore pari all'1,6% dell'anno 2008 al 3,5% (+118%). Questo valore è ulteriormente aumentato nell'anno 2010, per poi mantenersi sostanzialmente costante negli anni successivi. Ciò ha dunque provocato un peggioramento nella percezione dei lenders circa merito creditizio dei borrowers nell'anno 2009, in cui si è verificata la stretta creditizia maggiore, senza che questa abbia avuto ragioni per mutare negli anni a venire. Occorrerebbe dunque adottare delle iniziative di politica economica atte a ridurre il peso dei non-performing loans sugli istituti di credito, così da contrastare le negatività presenti nel mercato del credito dal lato dell'offerta.

Consideriamo ora il secondo fattore che si assume influenzi il meccanismo di formazione delle aspettative dei lenders circa l'affidabilità creditizia dei borrowers: il Prodotto Interno Lordo. Il prodotto nazionale del Regno Unito segue il seguente andamento:



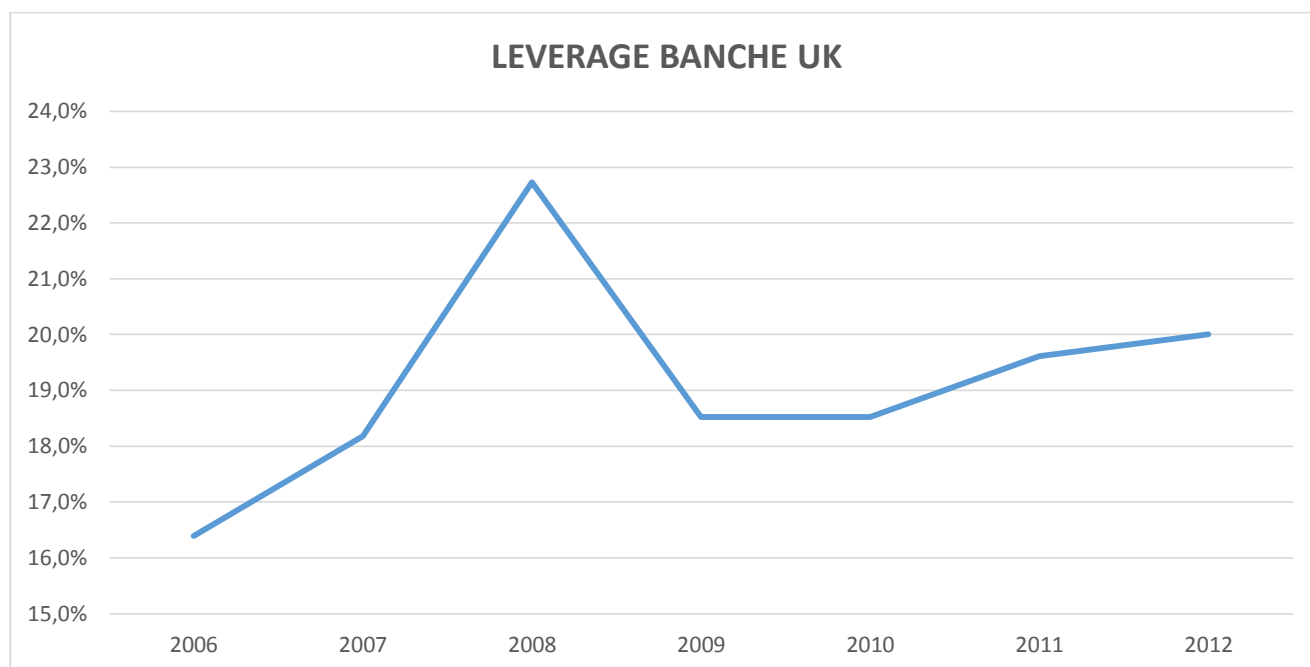
Graf. 11, fonte: Office for National Statistics (ons.gov.uk)

Il grafico mostra come a seguito dello scoppio della crisi vi sia stata una forte contrazione del PIL (-5,2% nel 2009 rispetto all'anno precedente), seguita però da una crescita di circa un punto percentuale per tutti gli anni successivi. Tale livello di crescita sembra però non influenzare molto le aspettative dei datori di fondi inglesi circa il merito creditizio dei borrowers, dato che il livello dei prestiti concessi al settore reale è risultato in decrescita nel 2009 e poi circa costante. Possiamo dunque ipotizzare che, nel caso del Regno Unito, il meccanismo fondamentale di formazione delle aspettative dei lenders riguardo l'affidabilità creditizia dei borrowers risiede nella presenza dei non-performing loans nei portafogli bancari. Sarà dunque necessario agire sul lato dell'offerta attuando delle politiche economiche atte a ridurre il peso dei non-performing loans sui bilanci bancari.

- **De-leveraging**

Analizziamo ora il secondo fattore che influenza l'offerta di credito: il processo di de-leveraging in atto presso le istituzioni creditizie.

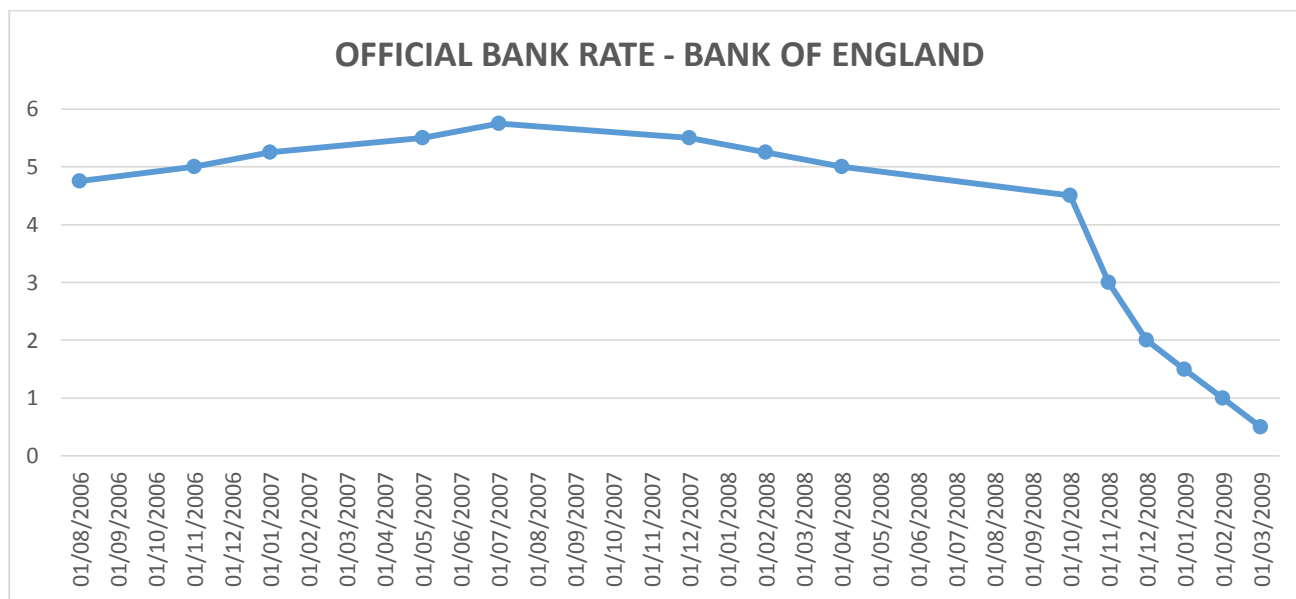
Guardando al grado di leverage del settore bancario del Regno Unito si osserva che:



Graf. 12, fonte: World Bank

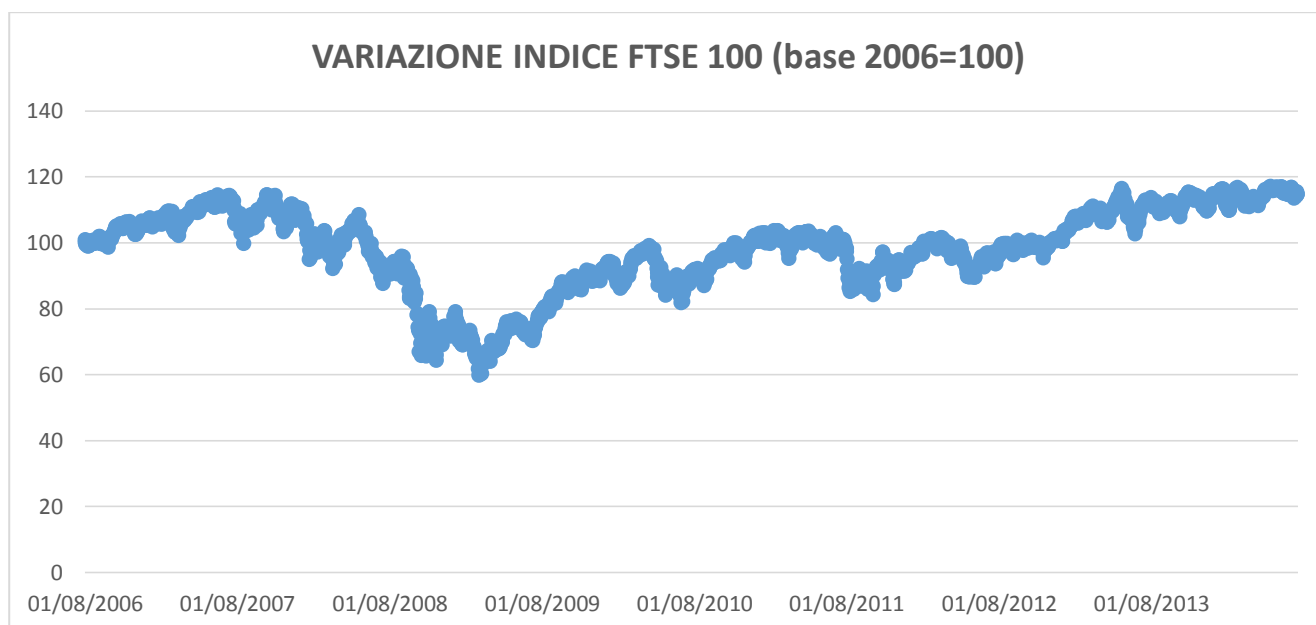
Il grafico mostra come negli anni 2009 e 2010 vi sia stata una politica di forte riduzione del leverage delle istituzioni creditizie del Regno Unito. Ciò ha certamente contribuito alla stretta creditizia registrata nel 2009 ed ha contribuito al fatto che non vi sia stata una sostanziale ripresa del mercato del credito anche per il 2010. A partire dal 2011 sembra però che tal processo si sia arrestato, e pertanto si può assumere che ad oggi il lato dell'offerta risenta maggiormente delle percezioni negative dei lenders circa l'affidabilità creditizia dei borrowers dovuto ad una esplosione dei non-performing loans registrati nei portafogli delle banche.

Alla luce delle considerazioni effettuate, risulta interessante analizzare gli interventi posti in essere dalla Bank of England al fine di contrastare le negatività che hanno indotto questa stretta creditizia. Per ciò che concerne le manovre di politiche monetaria espansiva effettuate, è possibile far riferimento alla variazione del tasso di interesse di riferimento:



Graf. 13, fonte: Bank Of England

Il grafico 7 mostra come la Banca Centrale del Regno Unito abbia fortemente ridotto i tassi di interesse di riferimento a seguito della crisi culminata nel 2008, sino ad un valore dell'*Official Bank Rate* pari allo 0,5%, stabile sino a giorni nostri. L'effetto sui mercati finanziari è osservabile prendendo ad esempio l'andamento dell'indice FTSE 100:



Il grafico mostra come la crisi finanziaria originatasi negli Stati Uniti abbia provocato una forte riduzione nel valore dell'indice di borsa inglese, con il valore più basso toccato a marzo 2009, pari a 60, rispetto al valore di riferimento 100 del 2006. Dunque le variazioni del tasso di interesse di Banca Centrale sembrano aver avuto effetto solo dal 2009 in poi (quando il tasso era già allo 0,5%), riportando i livelli di borsa a quelli pre-crisi soltanto nel 2010 e garantendone un incremento solo a partire da fine 2012. Ciò non ha quindi permesso una rivalutazione rilevante dei titoli presenti nell'attivo dei bilanci bancari, ed il processo di de-leveraging messo in atto sino a fine 2011 è stato dunque ricondotto essenzialmente ad una riduzione dei prestiti concessi al settore reale. A questo va aggiunto inoltre che gli istituti di credito del Regno Unito hanno incorporato a bilancio parte delle svalutazioni riguardanti titoli appartenenti ai paesi periferici dell'Area Euro, a partire da fine 2011 e sino a fine 2012, riducendo ulteriormente l'efficacia delle politiche monetarie messe in atto dalla Banca Centrale. Dunque il solo intervento sui tassi di interesse ha avuto effetto solo sul lato della domanda, la quale però non risulta essere il solo fattore che ha causato la stretta creditizia.

Analizzando invece gli interventi messi in atto dalla Bank of England aventi l'obiettivo specifico di rilanciare il credito concesso al settore privato, il riferimento principale è al programma "*Funding for Lending Scheme*" (FLS). Il programma viene così definito dalla Bank Of England²⁶: "On 13 July 2012, the Bank of England and HM Treasury launched the Funding for Lending Scheme (FLS). The FLS is designed to incentivize banks and building societies to boost their lending to UK households and private non-financial corporations (PNFCs) – the 'real economy'. It does this by providing funding to banks and building societies for an extended period, at below market rates, with both the price and quantity of funding provided linked to their performance in lending to UK real economy". Nello specifico, il meccanismo di trasmissione del programma sul livello dell'attività economica viene così rappresentato:

Figure 1 Transmission mechanism of the FLS

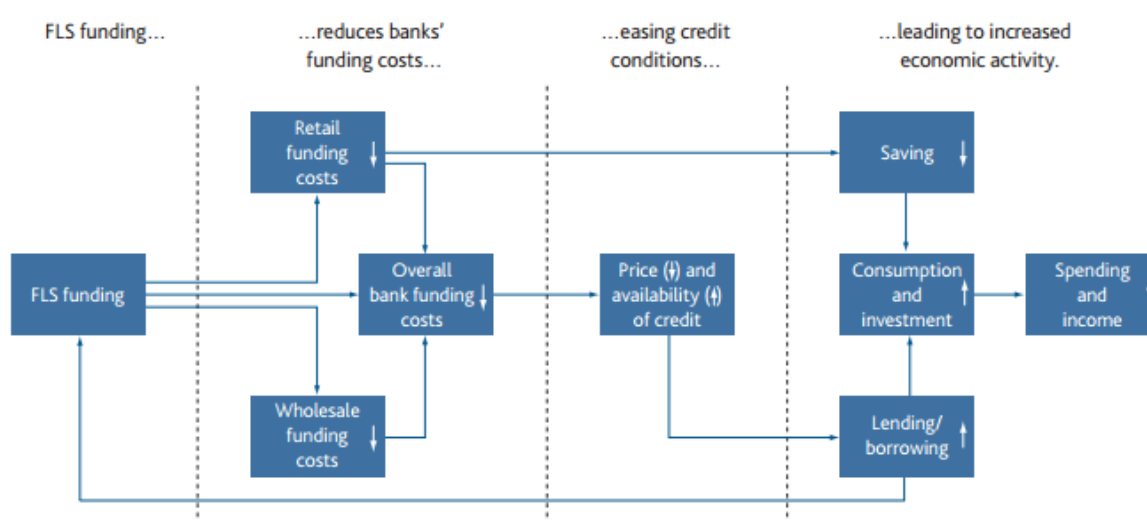


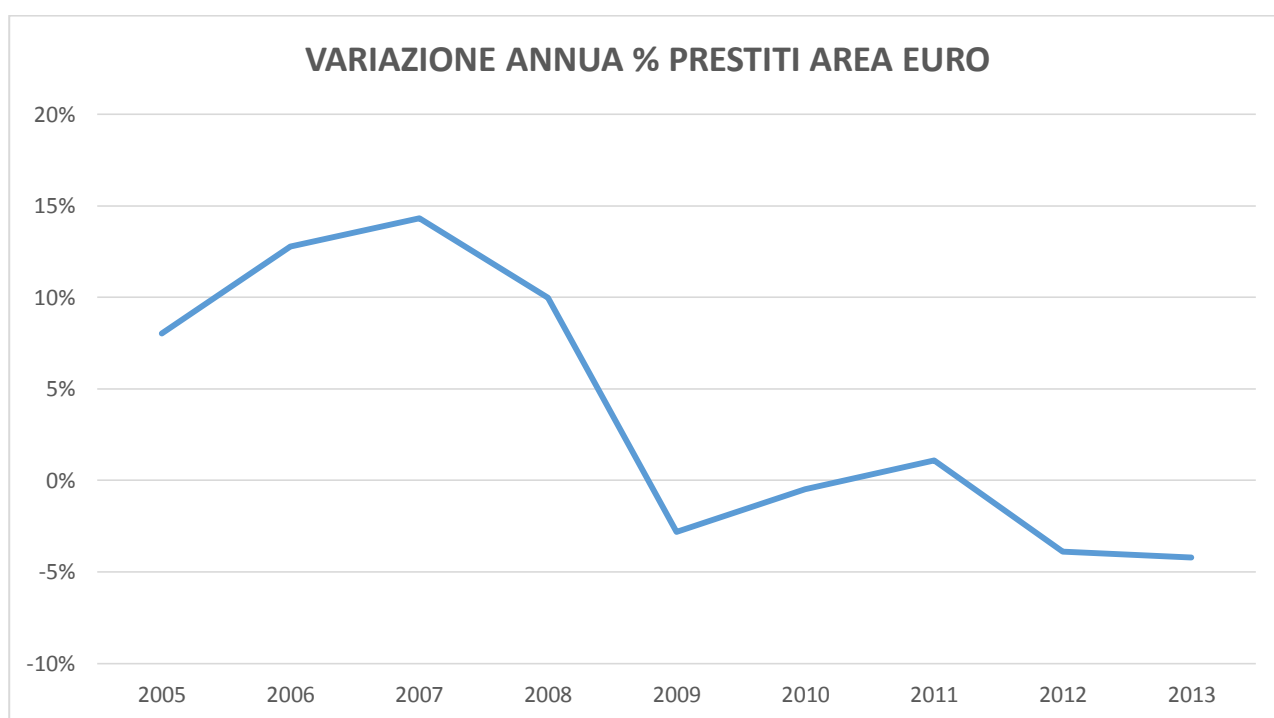
Fig. 1, fonte: Bank of England²²

La figura 1 mostra come il programma messo in campo dalla Bank of England abbia l'obiettivo di far ridurre i risparmi ed aumentare il credito concesso al settore reale, così da rilanciare le componenti della domanda aggregata relative ai consumi del settore finale e agli investimenti delle imprese. Concentrando l'analisi sui finanziamenti concessi all'economia reale, il grafico 8 mostra come questo obiettivo non sia stato pienamente raggiunto: nel 2012 e nel 2013 non sono stati registrati degli aumenti sostanziali nelle quantità di credito concesso all'economia reale rispetto all'anno precedente. Anche nel 2014 si è inoltre registrata una riduzione del credito al settore privato, riconducibile principalmente al settore immobiliare e alla mancata concessione di finanziamenti alle piccole e medie imprese²⁷. Sul Financial Times del 29 maggio 2014, l'economista della Camera di Commercio britannica Suren Thiru argomenta che tale situazione "evidenzia un problema più ampio, riguardante l'accesso ai finanziamenti da parte delle piccole e medie imprese. Mentre le imprese più affermate sono in grado di ottenere prestiti, le imprese giovani ed in rapida crescita riscontrano sempre maggiori difficoltà". Ciò ha portato la Bank of England a ridefinire il focus del programma FLS, concentrandolo sul credito concesso alle piccole e medie imprese. Dunque finora sembra che l'attuazione di questo programma non abbia garantito lo sblocco dei prestiti al settore privato, tuttavia ci riserviamo di attendere i dati futuri per meglio coglierne gli effetti di medio-lungo periodo. Nel frattempo, possiamo certamente affermare che gli obiettivi specifici di tale programma riguardino il rilancio dei consumi e degli investimenti (Fig. 1), agendo quindi sulla domanda di credito. Ciò che vienefuori dall'analisi volta è che sia anche il lato dell'offerta ad essere determinante nel mercato del credito del Regno Unito, e ciò pertanto rende inefficace un programma di questo tipo. Sarebbe dunque opportuno identificare soluzioni che agiscano sull'impatto dei non-performing loans sui bilanci bancari, così da invertire il meccanismo di formazione delle aspettative circa l'affidabilità creditizia dei borrowers. Tale processo, congiuntamente ai diversi stimoli posti in essere sul lato della domanda, permetteranno di rilanciare il mercato del credito nel Regno Unito.

2.3 Il caso europeo

Le conseguenze della crisi finanziaria nell'ambito dell'Euro-Area e dei paesi che la compongono richiedono un approfondimento maggiore di quanto fatto sino ad ora. Ciò è dovuto anzitutto al fatto che su questa prima crisi se ne è innescata una seconda, nel 2011, che ha riguardato i debiti sovrani e che ha prodotto una recessione i cui effetti sono visibili tutt'ora. Inoltre, nel caso UEM, i diversi paesi coinvolti condividono la stessa politica monetaria ma adottano diverse politiche fiscali (pur seguendo un orientamento comune). Si ricorda infine che il sistema economico caratterizzante questi stati è riconducibile alla caratterizzazione di "bank-oriented".

Procediamo quindi con lo studio dell'andamento del credito concesso al settore privato da parte delle banche appartenenti all'Area Euro:

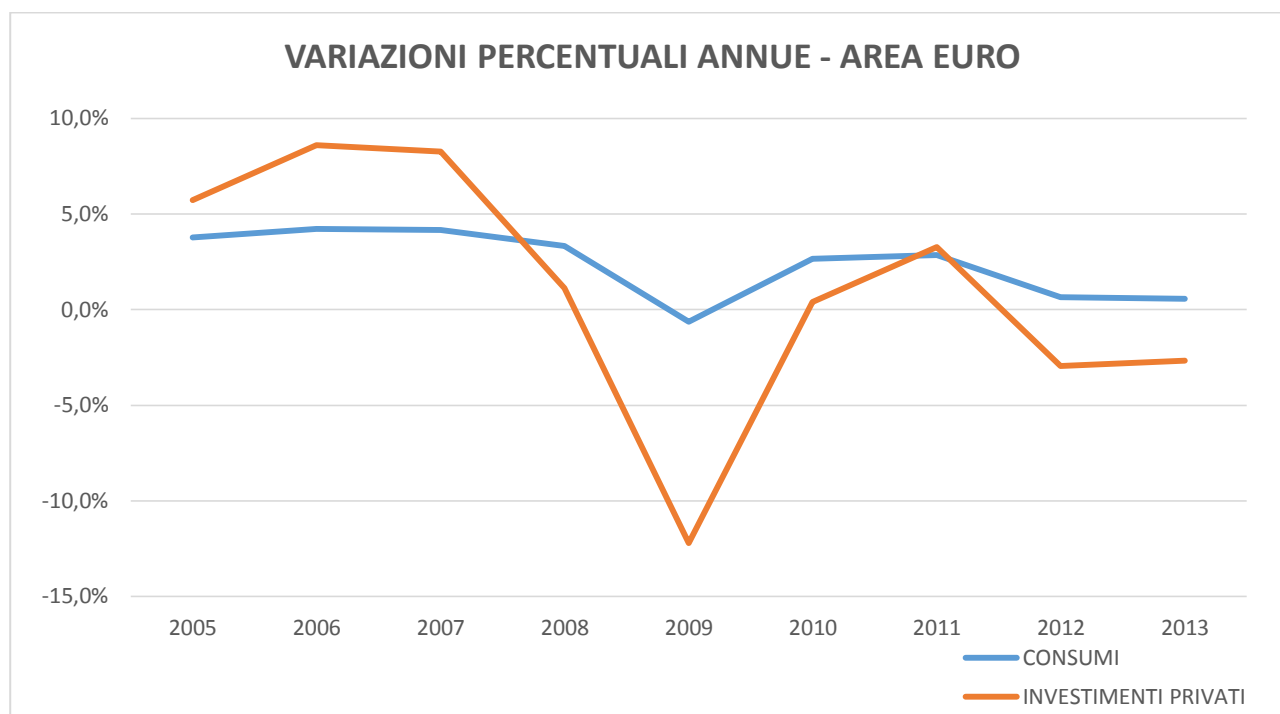


Graf. 15, fonte: Banca Centrale Europea

Il grafico 15 indica come a seguito dello scoppio della crisi l'Area Euro, così come gli Stati Uniti ed il Regno Unito, abbia registrato una contrazione nel livello dei prestiti concessi al settore reale da parte delle banche (-3% nel 2009 rispetto all'anno precedente). A ciò è seguita una sostanziale stabilità del mercato del credito negli anni 2010 e 2011, facendo poi registrare delle ulteriori restrizioni creditizie negli anni 2012 (-4% rispetto all'anno precedente) e 2013 (nuovamente -4% rispetto al periodo precedente). L'Area Euro presenta diverse peculiarità economiche, le quali hanno determinato questa tipologia di andamento del mercato del credito. Procediamo quindi attraverso l'applicazione del framework di riferimento dell'analisi al fine di carpirne le determinanti fondamentali.

- **Domanda effettiva**

Procediamo anzitutto con il riportare l'andamento dei consumi e degli investimenti privati per l'Area Euro:

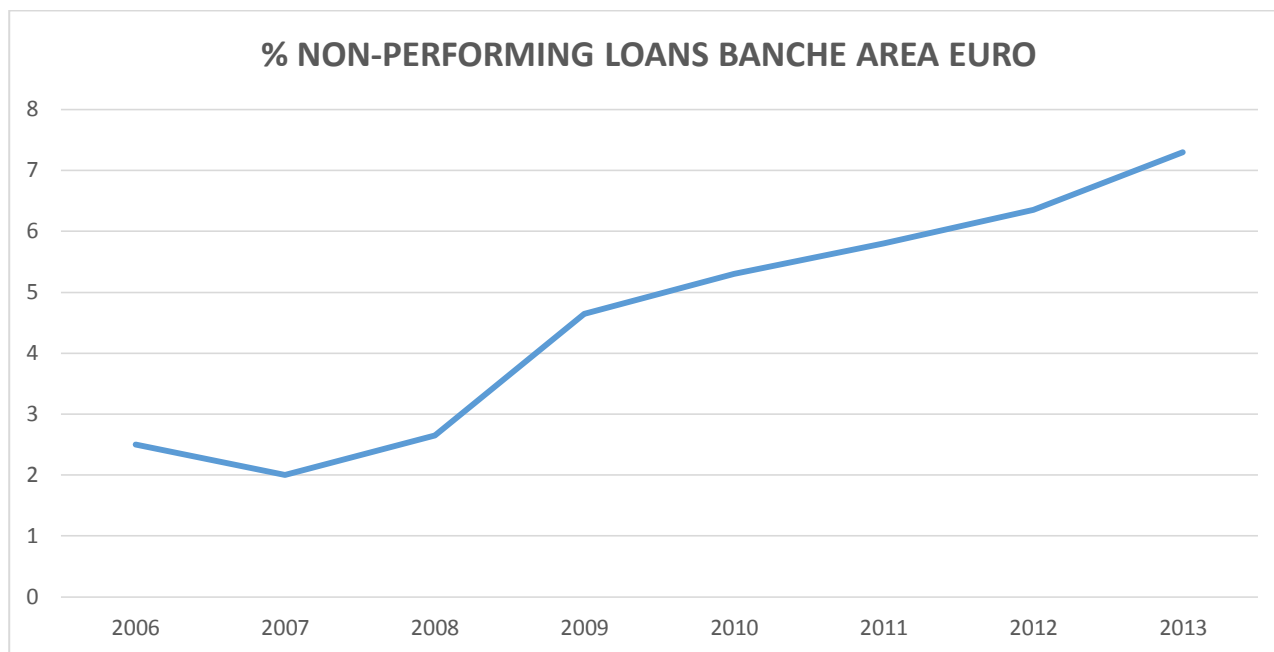


Graf. 16, fonte: Eurostat

Dal grafico si evince come la grande crisi finanziaria abbia provocato una forte caduta negli investimenti privati (-12,2% nel 2009 rispetto all'anno precedente), mentre per ciò che concerne i consumi tale variazione è stata decisamente più contenuta (-0,6% nel rispetto al periodo precedente). A questo periodo di crisi è succeduta una ripresa negli anni 2010 e 2011, con aumenti sia dal punto di vista dei consumi che degli investimenti privati. A partire dalla fine del 2011 si è innestata una ulteriore crisi che ha colpito i debiti sovrani di tutta l'Area Euro ed ha provocato una nuova caduta degli investimenti privati nel 2012 (-2,9% rispetto al 2011) e nel 2013 (-2,7% rispetto all'anno precedente) ed una sostanziale stagnazione dei consumi nello stesso periodo. Se si guardasse all'andamento del mercato del credito emergerebbe chiaramente come, a seguito della forte stretta creditizia del 2009, si sia verificata una lievissima ripresa negli anni 2010 e 2011 per poi far registrare una nuova caduta negli anni 2012 e 2013. Tale andamento risulta fortemente connesso a quello degli investimenti privati, ed appare pertanto ipotizzabile ricondurre la stretta creditizia dell'Area Euro a tensioni sul lato della domanda. Proseguiamo adesso con l'analisi dei fattori che influenzano il lato dell'offerta, al fine di approfondire la comprensione di tale fenomeno e di evidenziare eventuali altri fattori che influenzano il mercato del credito.

- **Percezione dell'affidabilità creditizia dei borrowers**

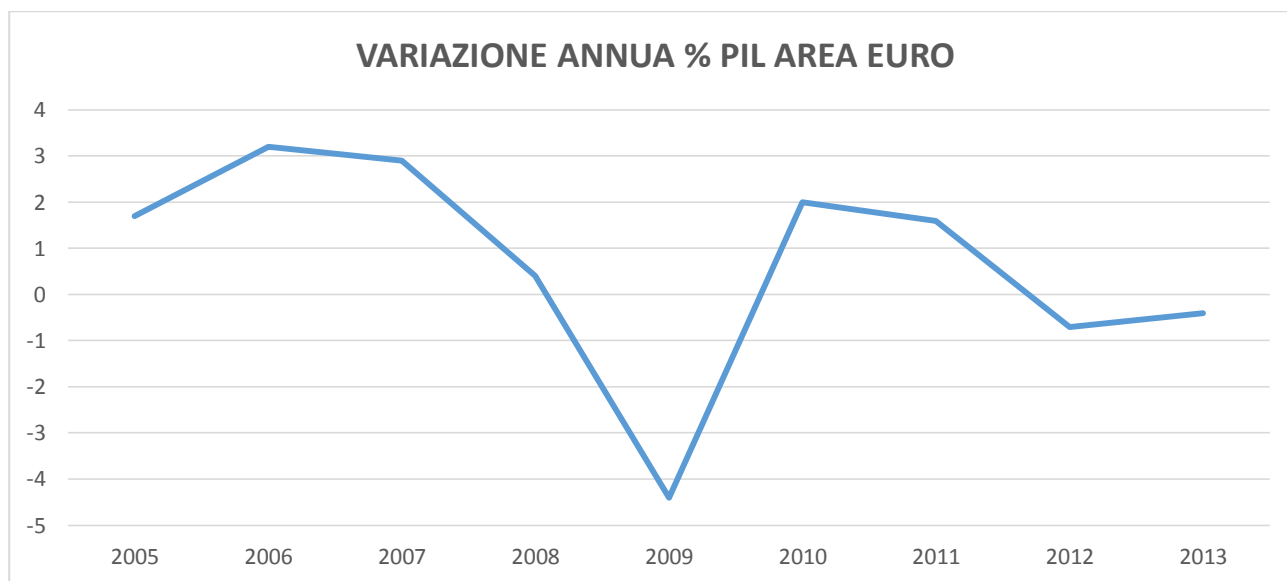
Riportiamo di seguito l'andamento dei non-performing loans presenti nei portafogli bancari dell'area dell'euro:



Graf. 17, fonte: World Bank

Il grafico mostra come vi sia stato un aumento marcato e progressivo dei non-performing loans in banca agli istituti bancari dell'Area Euro. In particolare, gli aumenti più marcati vengono registrati tra il 2008 e il 2009 e tra il 2012 ed il 2013. Questi due intervalli temporali corrispondono alle fasi più acute della stretta creditizia registrata tra i paesi dell'Area Euro, e pertanto possiamo indurre che anche il lato dell'offerta assume un ruolo di rilievo all'interno dell'attuale *credit crunch* nella regione geografica oggetto di studio. Occorrerebbe dunque agire, come nel caso del Regno Unito, attraverso delle politiche che riducano l'impatto dei non-performing loans sul sistema bancario così da ridurre l'impatto negativo sulle aspettative circa il merito creditizio degli eventuali prenditori di fondi.

Per ciò che concerne il secondo meccanismo di formazione delle aspettative riguardanti l'affidabilità creditizia dei borrowers, procediamo col riportare l'andamento del Prodotto Interno Lordo dell'Eurozona:

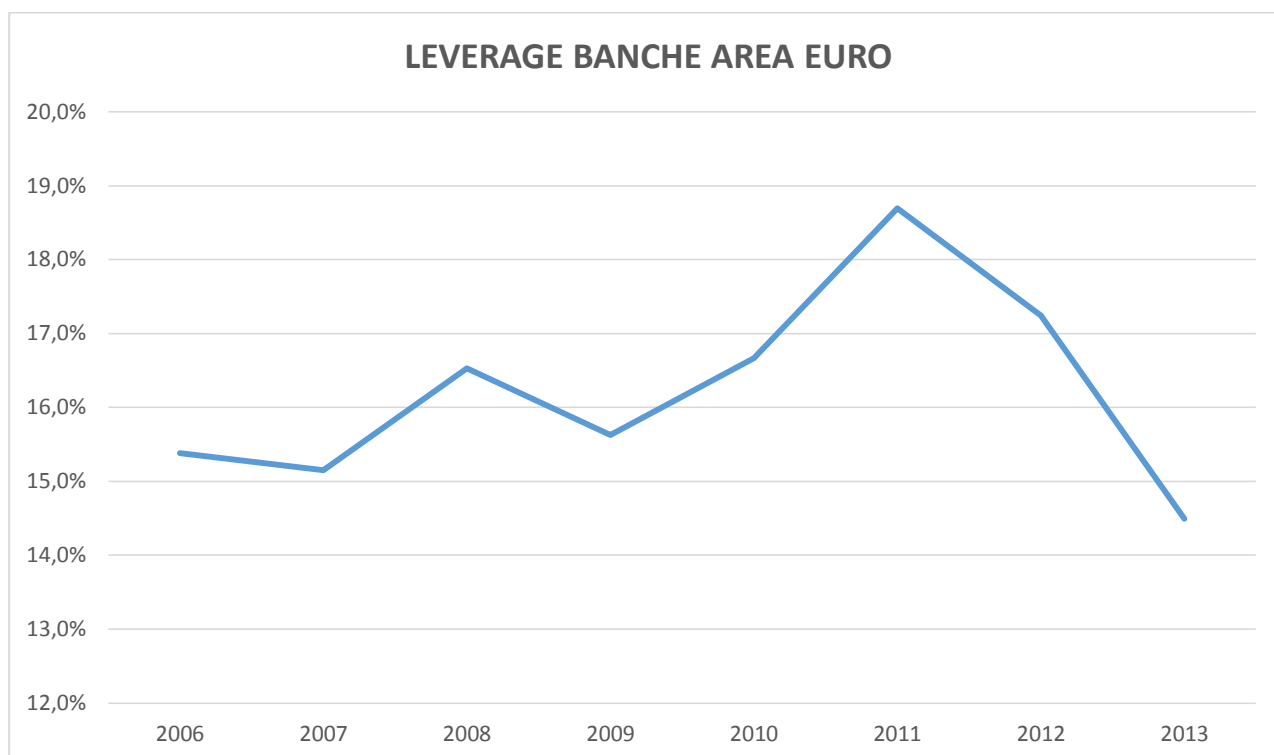


Graf. 18, fonte: Eurostat

Il grafico mostra come, a seguito della crisi finanziaria del 2007-2008, si sia verificata una forte recessione (-4,4% di crescita annua del PIL nell'anno 2009) sulla quale si è poi innestata una ulteriore recessione negli anni 2012 (-0,7% rispetto al PIL del 2011) e 2013 (-0,4% di crescita del PIL rispetto al periodo precedente), causata dalla crisi dei debiti pubblici iniziata a fine 2011. Tale dinamica del PIL ha influenzato in modo ulteriormente negativo la percezione dei lenders circa il merito creditizio dei borrowers, ed è una delle cause che sta determinando il proseguimento della stretta creditizia nell'Area Euro. Ciò rinforza nuovamente il concetto secondo cui, seppur il lato domanda sembra aver contribuito in modo chiaro al perdurare del *credit crunch* in corso, vi sia un contributo fondamentale dell'offerta di credito nell'attuale stretta creditizia in atto nella zona Euro. Proseguiamo quindi con l'applicazione del framework presentato al fine di identificare eventuali altri fattori presenti nel lato dell'offerta che influenzano in modo negativo il mercato del credito.

- **De-leveraging**

Riportiamo di seguito l'andamento del grado di leverage degli istituti bancari dell'Area Euro:



Graf. 19, fonte: World Bank

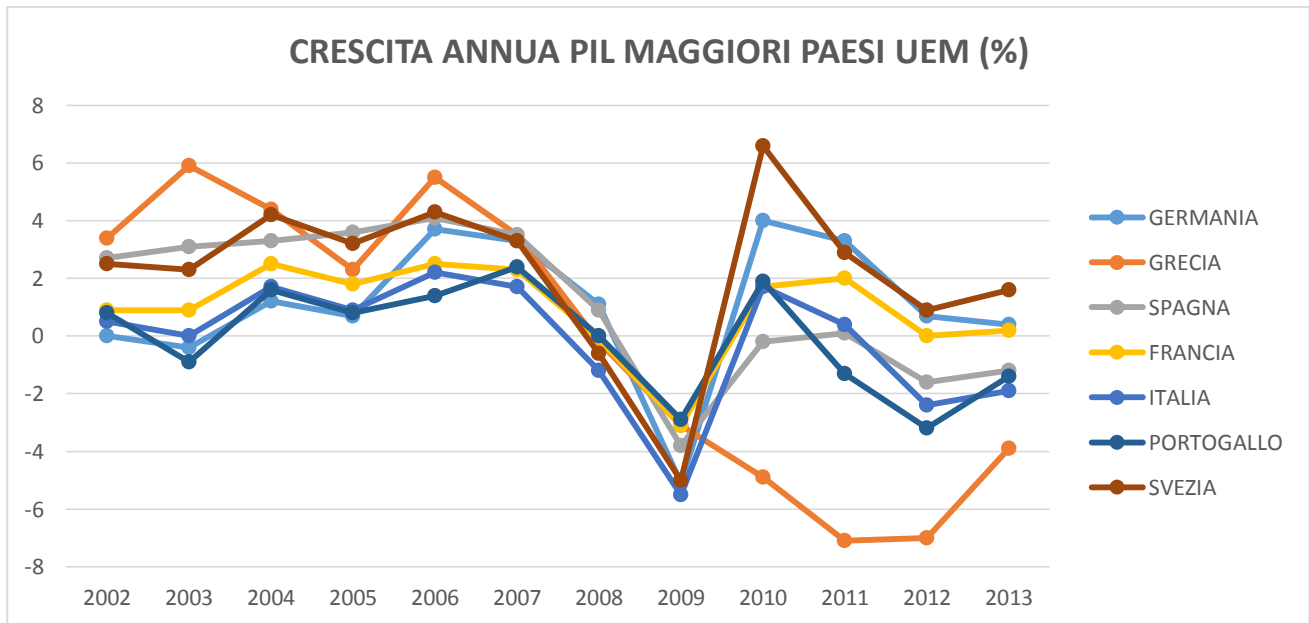
Dal grafico si evince come gli istituti di credito europei abbiano effettuato delle politiche di riduzione del leverage tra il 2008 ed il 2009 e, in modo decisamente più marcato, tra il 2011 ed il 2013. Appare nuovamente chiara l'influenza di questo fenomeno rispetto alla stretta creditizia in atto, e ciò risulta essenzialmente riconducibile al processo di regolamentazione in atto nell'Area Euro circa il capitale bancario (criteri di Basilea e Asset Quality Review), il quale induce gli istituti di credito a riallocare il proprio attivo di bilancio verso attività meno rischiose dei prestiti al settore reale (ad esempio titoli di stato). Dunque è possibile constatare come il lato dell'offerta costituisca ad oggi la componente fondamentale nella stretta creditizia in atto, e necessiti pertanto di misure che ne contrastino le negatività.

Alla luce delle considerazioni effettuate, procediamo con l'analisi delle politiche economiche adottate a livello di UEM nella gestione della crisi, così da comprendere come queste si siano ripercosse sul mercato del credito.

Prima di entrare nel merito delle specifiche politiche adottate, occorre puntualizzare come nel caso dell'Area Euro si registri una forte eterogeneità tra i paesi membri e tale questione influenza in modo rilevante gli impatti delle politiche economiche sui diversi paesi cui fanno riferimento.

Una semplice proxy di questa eterogeneità è riconducibile alla dinamica del Prodotto Interno Lordo dei diversi stati.

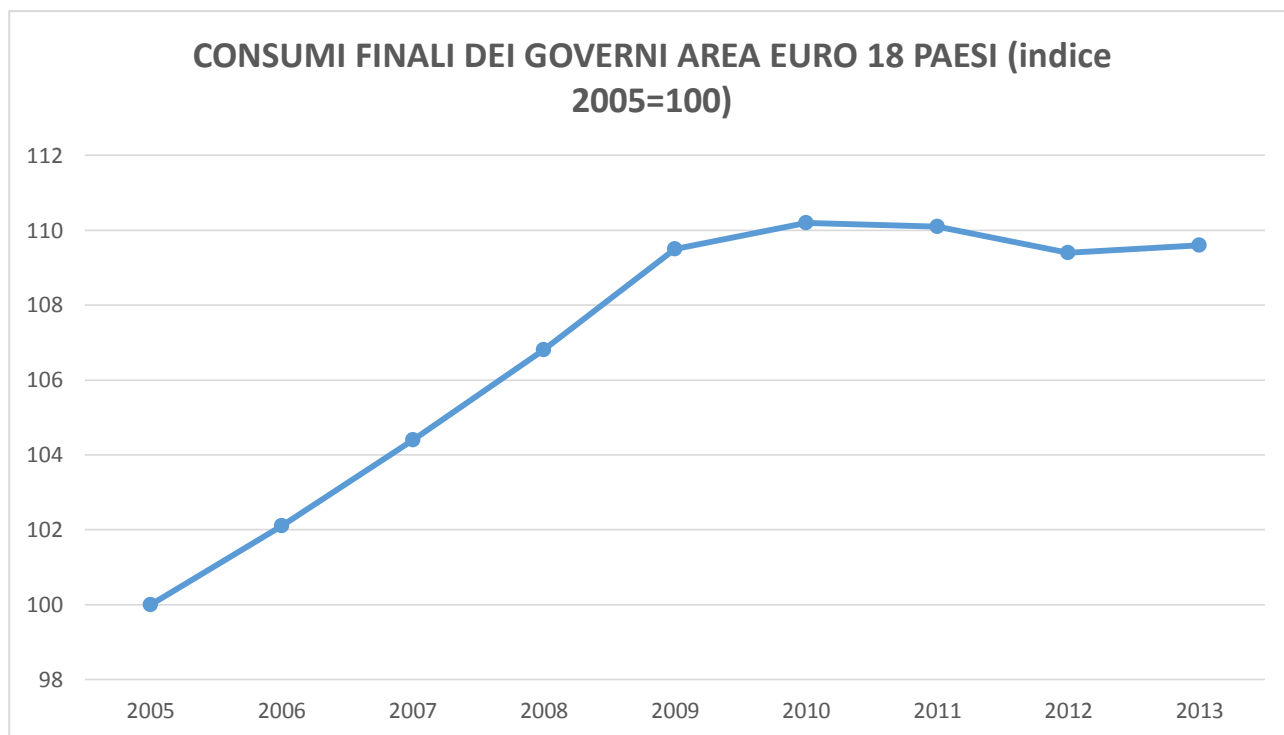
Riportiamo di seguito l'andamento del PIL dei maggiori paesi facenti parte della UEM, dalla nascita della moneta unica ad oggi:



Graf. 20, fonte: Eurostat

Il grafico mostra l'andamento della crescita annua del PIL dei maggiori paesi facenti parte della UEM nel periodo pre-crisi e post-crisi. E' possibile notare come gli effetti delle crisi economiche verificatesi si siano ripercosse in maniera differente a seconda dei diversi paesi di riferimento. Se si guardasse agli effetti della crisi dei debiti sovrani (fine 2011) si noterebbe come soltanto in alcuni paesi, quali Spagna, Italia, Portogallo e Grecia, venga registrato un periodo di recessione negli anni 2012-2013 mentre in altri paesi, quali Germania, Francia e Svezia, si registri una riduzione nei livelli di crescita annua del PIL ma non una sua diminuzione. Ma tale eterogeneità la si osserva anche guardando il periodo antecedente la crisi finanziaria. Tra il 2002 ed il 2006 è possibile riconoscere un gruppo di paesi i cui tassi di crescita erano compresi tra il 2% ed il 4% ed un ulteriore gruppo i cui tassi di crescita si assestavano a livelli inferiori, compresi in un range tra lo 0% ed il 2%. Tale asimmetria è riconducibile alle diverse configurazioni economiche dei paesi appartenenti nell'UEM, il che costituisce un elemento fondamentale da tenere in considerazione nella comprensione degli effetti delle politiche monetarie messe in campo dalla Banca Centrale Europea rispetto ai diversi paesi oggetto di studio.

Procediamo adesso esaminando anzitutto le politiche fiscali poste in essere dai governi a seguito della crisi finanziaria. Riportiamo dunque di seguito l'andamento della spesa dei governi:



Graf. 21, fonte: Eurostat

Il grafico 21 mostra come si sia registrata una domanda delle amministrazioni pubbliche nell'area euro crescente fino al 2010, per poi decrescere e stabilizzarsi sino al 2013. Ciò ha influenzato fortemente la dinamica del PIL dell'euro area, facendo registrare per gli anni 2012 e 2013 una mancata ripresa nel livello dell'attività economica. Ciò ha agito sul lato dell'offerta di credito, e nello specifico sulla percezione dei lenders circa l'affidabilità creditizia dei borrowers, attraverso un'azione su entrambi i meccanismi di formazione delle aspettative. Anzitutto l'andamento del PIL è stato ipotizzato essere di per se un indice delle aspettative dei datori di fondi circa il merito creditizio dei prenditori, e dunque delle politiche fiscali che non danno impulso al PIL non risultano efficaci nel contrastare le aspettative negative presenti sul mercato. Inoltre la presenza della recessione fa aumentare anche l'entità dei non-performing loans presenti nei portafogli bancari, inducendo ulteriori negatività nelle aspettative delle banche circa l'affidabilità creditizia dei prenditori di fondi. Occorrerebbe dunque adottare delle politiche fiscali più espansive, volte a fornire uno shock nella crescita del Prodotto Interno Lordo dell'Eurozona, così da garantire un'azione efficace sull'offerta di credito e far ripartire il mercato creditizio.

Analizziamo ora le politiche monetarie adottate dalla Banca Centrale Europea nella gestione della crisi, evidenziandone le implicazioni sul mercato del credito. Anzitutto occorre precisare come la crisi dei debiti sovrani (fine 2011) abbia interrotto i canali di trasmissione di politica monetaria attraverso la generazione di spread rilevanti tra i diversi paesi appartenenti all'area dell'euro, rendendo le azioni della Banca Centrale inefficaci sui paesi che registravano degli spread più elevati. Il 26 luglio 2012, nel celebre discorso alla Global Investment Conference di Londra²⁸, il

governatore Mario Draghi ebbe a dire:” [...] We think the euro is irreversible. And it’s not an empty word now, because I preceded saying exactly what actions have been made, are being made to make it irreversible. But there is another message I want to tell you. Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough”. Tale affermazione ebbe l’effetto di ridurre gli spread presenti nell’Eurozone e di ristabilire l’efficacia della politica monetaria. A partire da questo, sono state seguite diverse linee di intervento monetario con l’intento di garantire una gestione efficace della crisi in atto nel rispetto del mandato dell’istituto centrale. Un primo ed evidente intervento è consistito nella manovra del tasso di interesse.

Si riporta di seguito l’andamento dei principali tassi di riferimento della Banca Centrale Europea:

Date		Deposit facility	Main refinancing operations		Marginal lending facility
			Fixed rate tenders	Variable rate tenders	
			Fixed rate	Minimum bid rate	
With effect from		Level	Level	Level	Level
2014	11 Jun.	-0.10	0.15	-	0.40
2013	13 Nov.	0.00	0.25	-	0.75
	8 May.	0.00	0.50	-	1.00
2012	11 Jul.	0.00	0.75	-	1.50
2011	14 Dec.	0.25	1.00	-	1.75
	9 Nov.	0.50	1.25	-	2.00
	13 Jul.	0.75	1.50	-	2.25
	13 Apr.	0.50	1.25	-	2.00
2009	13 May	0.25	1.00	-	1.75
	8 Apr.	0.25	1.25	-	2.25
	11 Mar.	0.50	1.50	-	2.50
	21 Jan.	1.00	2.00	-	3.00
2008	10 Dec.	2.00	2.50	-	3.00
	12 Nov.	2.75	3.25	-	3.75
	15 Oct.	3.25	3.75	-	4.25
	9 Oct.	3.25	-	-	4.25
	8 Oct.	2.75	-	-	4.75
	9 Jul.	3.25	-	4.25	5.25
2007	13 Jun.	3.00	-	4.00	5.00
	14 Mar.	2.75	-	3.75	4.75
2006	13 Dec.	2.50	-	3.50	4.50
	11 Oct.	2.25	-	3.25	4.25
	9 Aug.	2.00	-	3.00	4.00
	15 Jun.	1.75	-	2.75	3.75
	8 Mar.	1.50	-	2.50	3.50
2005	6 Dec.	1.25	-	2.25	3.25

Tab. 2, fonte: Banca Centrale Europea

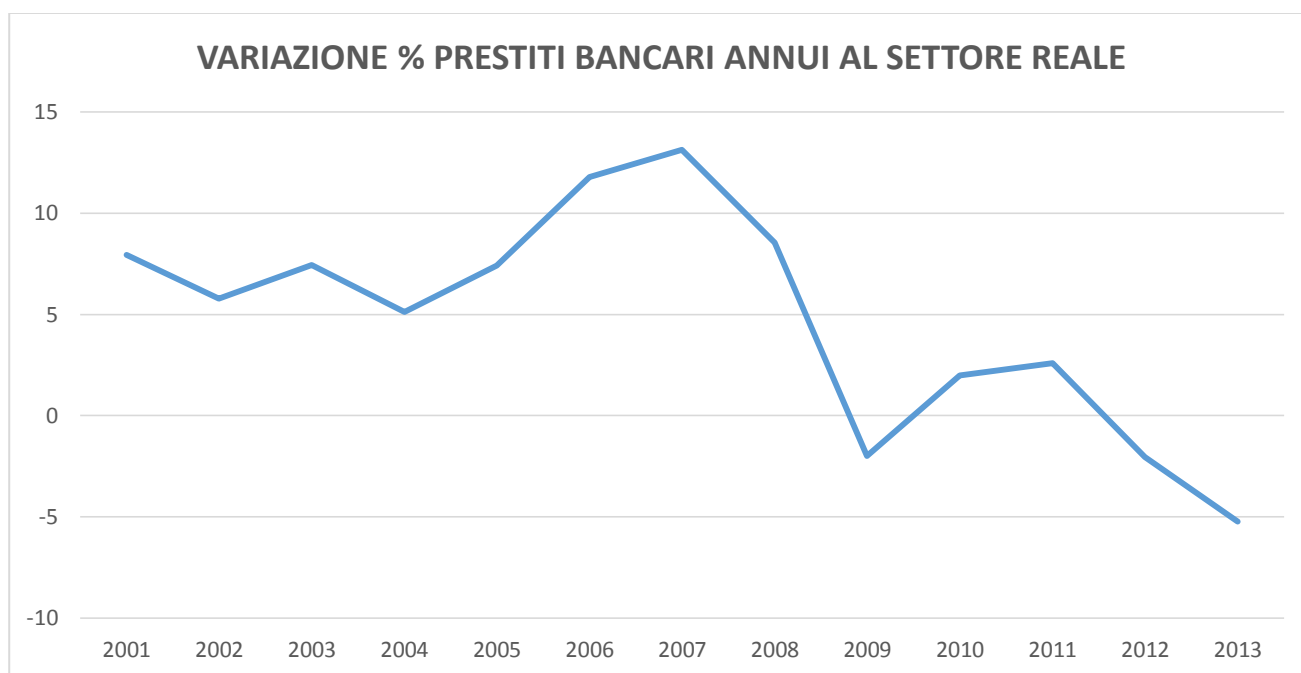
La tabella 2 mostra come la Banca Centrale Europea abbia praticato una forte riduzione dei tassi di interesse, passando da un valore del 4% per il tasso di rifinanziamento principale a gennaio 2007 all'attuale 0,15%. In aggiunta a questo intervento sui tassi di interesse, e a politiche non convenzionali consistenti in annunci riguardo la politica monetaria futura, è stato attuato il programma "Longer Term Refinancing Operations" (LTROs)²⁹. Lo scopo di tale programma era quello di stimolare i prestiti bancari e l'attività sul mercato monetario, così da garantire una ripresa del mercato del credito. Per raggiungere questo obiettivo la Banca Centrale Europea garantiva finanziamenti a 36 mesi ad un tasso dello 0,75%, con un'opzione di ripagamento anticipato dopo un anno, a fronte di vincoli poco stringenti circa il collateral "eligible" a garanzia del finanziamento. Tale programma si è esplicato in due operazioni, una a dicembre 2011 e una a febbraio 2012. Analizzando il grafico 15, che riporta l'andamento dei prestiti al settore privato in tutta l'area euro, è possibile notare come questo programma non abbia garantito una ripresa nel mercato del credito (i prestiti risultano infatti in calo sia nel 2012 che nel 2013). Ciò poiché gli istituti di credito hanno fatto ricorso a questa liquidità per migliorare i propri bilanci così da allinearsi ai requisiti normativi e ridurre i propri costi di raccolta. Questo meccanismo si è esplicato attraverso il ricorso ai finanziamenti a lungo termine da parte della BCE e il loro successivo investimento nell'acquisto di titoli di stato dei paesi periferici dei paesi della zona euro, caratterizzati di basso rischio e alto rendimento. Ciò ha dunque garantito la riduzione degli spread ed ha fortemente ridotto i costi di raccolta degli istituti. Tale dinamica ha consentito quindi di ridurre il costo di accesso ai finanziamenti bancari. Tuttavia questo fenomeno non ha generato una ripresa del mercato del credito, in quanto esso insiste soltanto sul lato della domanda. Se si considerassero infatti le due determinanti del lato offerta, si noterebbe come le sofferenze bancarie risultino in costante aumento ed i requisiti normativi diventino più stringenti. Occorre quindi considerare come, nel caso dell'Area Euro, il mercato del credito risulti fortemente limitato dal lato dell'offerta, e sarebbe opportuno procedere con l'adozione di politiche economiche volte a ridurre le negatività presenti.

3. Il caso italiano

3.1 Cause ed effetti del fenomeno

Procediamo ora con l'analisi specifica del caso italiano attraverso uno studio circa l'entità del fenomeno in atto, cui seguirà una breve trattazione riguardante alcune peculiarità dell'economia italiana che risultano interrelate al mercato del credito. Nella sezione successiva verrà quindi applicato il framework precedentemente presentato al caso italiano ed infine l'ultima sezione conterrà diverse proposte in essere circa le politiche da adottare per ridurre le negatività della stretta creditizia in atto.

Riportiamo quindi l'andamento dei prestiti al settore reale concessi sistema bancario italiano, così da definire in modo chiaro la dinamica del mercato del credito in Italia:



Graf. 22, fonte: Banca d'Italia

Il grafico 22 mostra come vi sia stata una prima riduzione del credito erogato a valle della crisi finanziaria (-1,99% nel 2009 rispetto all'anno precedente), seguita da una ripresa nel biennio 2010-2011, cui è nuovamente seguita un periodo di restrizione creditizia nel 2012 (-2,04% rispetto al 2011) e aggravatasi nell'anno 2013 (-5,22% rispetto al periodo precedente).

Al fine di comprenderne al meglio le relazioni con il sistema economico risulta opportuno esplicitare le peculiarità del sistema economico italiano che risultano più rilevanti in termini di connessioni con il mercato del credito. Tali caratteristiche specifiche consistono nella composizione del tessuto produttivo, composto prevalentemente da PMI, nella scarsa sostituibilità del sistema bancario e nella struttura del debito pubblico.

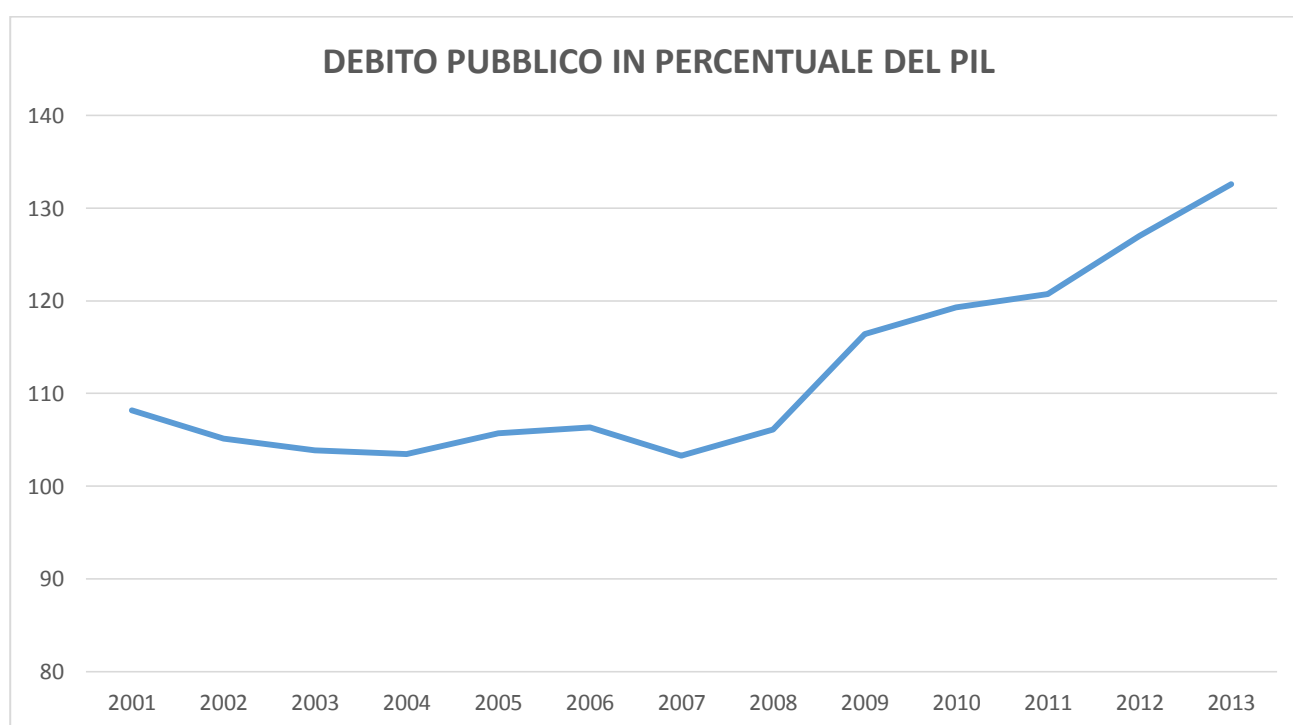
Per ciò che concerne il primo fattore, riportiamo il peso delle piccole e medie imprese nell'economia italiana relativamente all'intera Unione Europea nell'anno 2010:

	Numero di imprese			Numero di dipendenti			Valore aggiunto		
	Italia		UE27	Italia		UE27	Italia		UE27
	Numero	Percentuale	Percentuale	Numero	Percentuale	Percentuale	Miliardi €	Percentuale	Percentuale
Micro	3.491.826	94,4%	92,1%	6.930.947	46,1%	28,7%	185	29,8%	21,1%
Piccole	183.198	5,0%	6,6%	3.236.764	21,5%	20,4%	136	21,9%	18,3%
Medie	19.265	0,5%	1,1%	1.861.089	12,4%	17,3%	101	16,3%	18,3%
PMI	3.694.288	99,9%	99,8%	12.028.799	80,0%	66,5%	422	68,0%	57,6%
Grandi	3.196	0,1%	0,2%	3.013.012	20,0%	33,5%	198	32,0%	42,4%
Totale	3.697.484	100,0%	100,0%	15.041.812	100,0%	100,0%	620	100,0%	100,0%

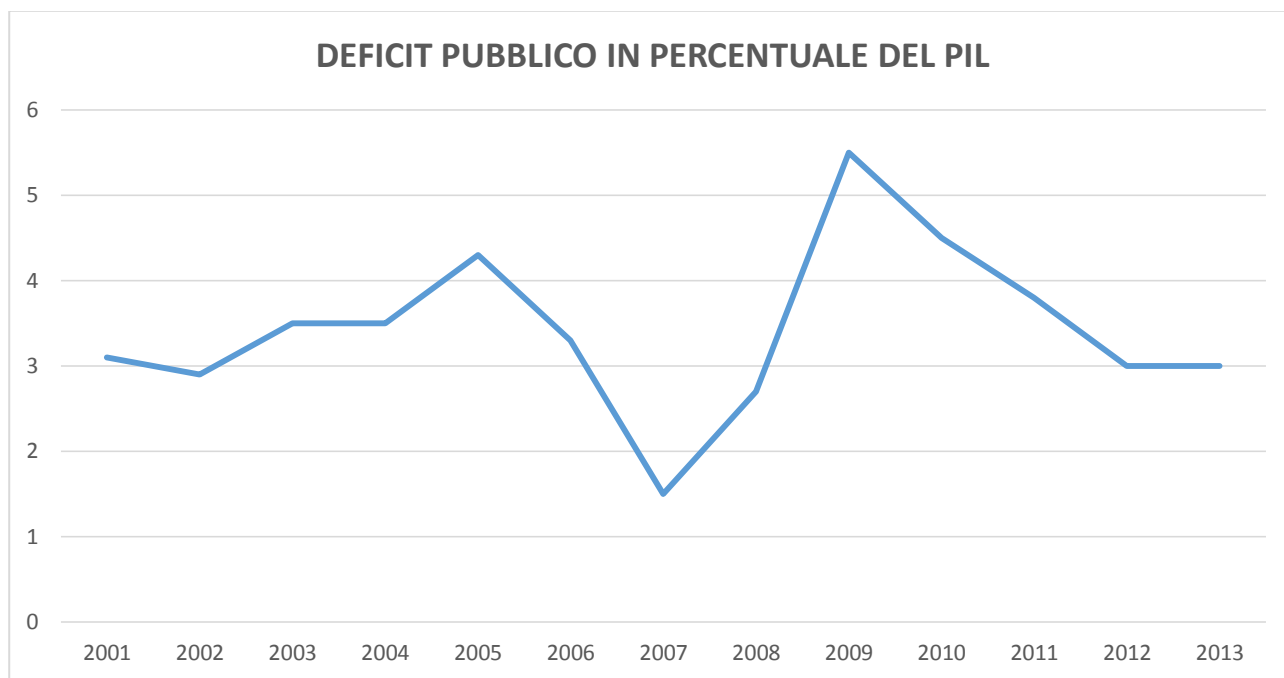
Fig. 2, fonte: Eurostat

In Italia il 99,9% del tessuto produttivo è formato da PMI, e ciò sviluppa l'80% dell'occupazione del paese. Ai fini dell'analisi è opportuno riflettere circa le connessioni esistenti in Italia tra il mercato del credito e le piccole e medie imprese. A tal proposito, l'economista Tito Boeri³⁰ commenta la situazione italiana del credito affermando che "i dati sull'accesso al credito da parte delle piccole imprese, in effetti, parlano chiaro. Negli ultimi due anni c'è stato un forte calo del credito loro indirizzato che solo in minima parte può essere attribuito a una diminuzione della domanda di prestiti legata alla riduzione dell'attività. Come documentato dalle indagini Isae, un crescente numero di piccole imprese lamenta serie forme di razionamento nell'accesso al credito. E che il problema sia di un'offerta di credito insufficiente lo testimonia anche l'aumento del costo relativo del credito. Il divario fra il costo dei prestiti superiori a un milione e quelli più piccoli (soprattutto perché erogati all'impresa minore) è più che raddoppiato dal 2007 ad oggi. Se le piccole imprese non riescono ad accedere al credito, rischiamo di assistere solo al lato distruttivo della recessione, la chiusura di imprese e la perdita di posti lavoro. Il lato creativo della recessione consiste, invece, nella nascita di nuove imprese e nella crescita di piccole imprese con buoni progetti che trovano nella disponibilità durante la crisi di macchinari e locali a più basso costo un'opportunità per fare il salto di scala. Ma per crescere queste imprese hanno bisogno di credito e sono proprio le imprese che hanno avviato importanti piani di investimento e ristrutturazioni nell'ultimo anno quelle che oggi si trovano col cappio al collo. Il problema dell'accesso al credito da parte delle piccole imprese va comunque ben al di là della congiuntura: come è noto, la nostra struttura industriale è dominata da imprese di piccole dimensioni. Le nostre unità produttive sono del 60 per cento più piccole di quelle degli altri paesi della Ue pressoché in ogni comparto. È un nanismo dovuto a una molteplicità di fattori, tra cui anche l'incapacità delle grandi banche di selezionare progetti imprenditoriali e di trattare con clienti relativamente piccoli, in cui conta molto anche la relazione informale". L'economista pone dunque l'accento sull'entità della stretta creditizia per le imprese di medie e piccole dimensioni e sull'incapacità del sistema bancario nella valutazione dei progetti di investimento delle imprese emergenti. Questo quadro ricalca quindi la presenza di un circolo vizioso tra il livello dell'attività economica ed il credito concesso al settore reale, il quale sta caratterizzando l'Italia sino ad oggi e a cui bisogna prestare molta attenzione. Va inoltre tenuta in considerazione la struttura di governance caratterizzante un'impresa di dimensioni ridotte che, soprattutto nel caso italiano, consiste in un modello di gestione familiare o comunque decisamente accentrato delle attività. Questa modalità di gestione di impresa fa sì che vi sia una

scarsa propensione della classe imprenditoriale nel condividere la proprietà dell'impresa posseduta. Ciò comporta quindi uno scarso ricorso al capitale di rischio come fonte di finanziamento delle operazioni, preferendo quindi il ricorso all'indebitamento. Su questa considerazione va ad innestarsi la seconda caratteristica specifica dell'economia italiana: la scarsa sostituibilità del sistema bancario nel processo di funding delle imprese. Secondo i dati ISTAT³¹, infatti, nel dicembre del 2013 circa l'81,25% dei finanziamenti per cassa in Italia veniva erogato dalle banche e soltanto la restante parte da altre tipologie di intermediari finanziari. A questo punto è opportuno riprendere un passaggio del già citato contributo di Panetta e Signoretti²¹ (2010): "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". Ecco dunque che nel sistema economico italiano si assiste da un lato ad una scarsa propensione imprenditoriale alla condivisione del capitale societario, il che si esplica in uno scarso ricorso al capitale di rischio, e dall'altro si assiste ad uno scarso sviluppo del mercato finanziario, incapace di fornire un mercato obbligazionario adeguato alle esigenze di indebitamento delle imprese italiane, e ciò comporta un massiccio ricorso al capitale bancario quale forma di funding dei progetti di investimento delle imprese. Ciò fa sì che qualora venga a verificarsi una stretta creditizia da parte del sistema bancario, la scarsa sostituibilità di quest'ultimo amplifica le negatività da essa indotte all'interno del sistema economico. Occorre dunque prestare ancora più attenzione al fenomeno del *credit crunch* in atto in Italia, attraverso l'adozione di misure concrete ed efficaci nel contrasto di tale fenomeno. La terza caratteristica specifica dell'economia italiana che risulta interrelata alla stretta creditizia in atto consiste nella struttura del debito pubblico del paese. Nello specifico, si riporta l'andamento dei rapporti tra il debito pubblico ed il PIL e tra il deficit pubblico ed il PIL:



Graf. 23, fonte: Istat



Graf. 24, fonte: Istat

I grafici 23 e 24 mostrano l'andamento della struttura del debito pubblico italiano dal 2001 al 2013. Ai fini dell'analisi, è utile osservare le dinamiche di queste due grandezze dallo scoppio della crisi in poi. In particolare si evince che a seguito della crisi finanziaria, e nello specifico nel biennio 2008-2009) sono state adottate delle politiche fiscali espansive, le quali però hanno dato seguito a politiche fiscali molto restrittive negli anni 2010, 2011, 2012 e 2013. Ciò è dovuto allo scoppio della crisi dei debiti sovrani, il quale ha posto l'accento sul rispetto dei parametri di Maastricht, i quali impongono dei vincoli ai rapporti debito pubblico/PIL (60%) e deficit/PIL (3%). Il grafico 24 mostra come l'Italia abbia ridotto questo secondo rapporto a partire dal 2010 ed arrivando a rispettare il vincolo negli anni 2012 e 2013. La presenza di questa struttura del debito pubblico e dei vincoli imposti dai parametri di Maastricht comporta che vi siano pochi spazi di manovra nell'esecuzione di politiche fiscali espansive. La necessità di tali politiche verrà discussa nella sezione successiva, in cui si procederà con l'applicazione del framework di riferimento al caso specifico italiano.

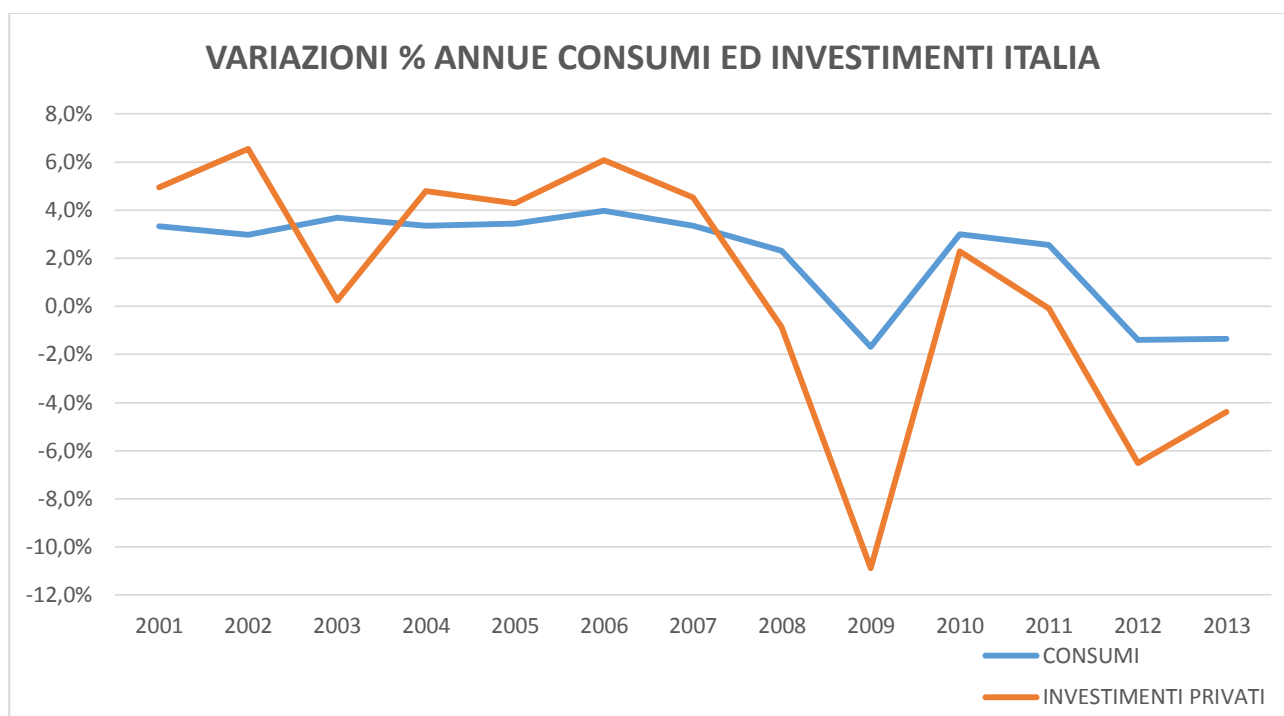
Le considerazioni effettuate mostrano come la stretta creditizia in atto in Italia risulti estremamente rilevante in termini di implicazioni sul sistema economico, a causa delle caratteristiche specifiche dell'economia. Occorre pertanto prestare una grande attenzione a tale tematica, definendone chiaramente le cause e le politiche da adottare al fine di contrastarne le negatività. A questo proposito procediamo ora con l'applicazione del framework precedentemente presentato al caso specifico italiano.

3.2 Analisi empirica

Analizziamo quindi i tre pilastri cui sono riconducibili la domanda e l'offerta di credito secondo l'approccio finora utilizzato: la domanda effettiva, le aspettative dei lenders circa il merito creditizio dei borrowers ed il grado di leverage degli istituti di credito.

- **Domanda effettiva**

Riportiamo di seguito l'andamento dei consumi e degli investimenti privati in Italia:



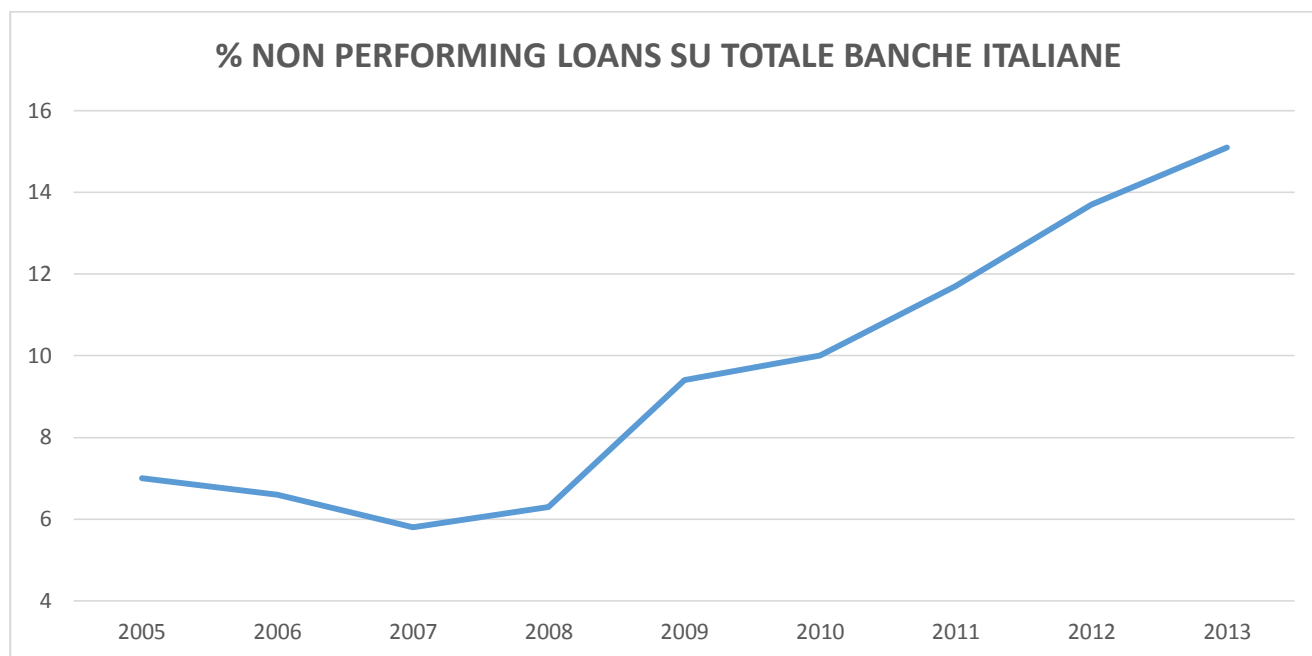
Graf. 25, fonte: Istat

Il grafico riportato mostra come, a seguito della crisi finanziaria, vi sia stata una forte contrazione degli investimenti privati (-10,9% nel 2009 rispetto all'anno precedente), cui è seguita una ripresa nel 2010 ed una sostanziale stabilità nel 2011, per poi far registrare una nuova caduta rilevante negli anni 2012 e 2013 (rispettivamente -6,5% e -4,4% rispetto al periodo precedente). Un andamento analogo, ma più contenuto, si registra per i consumi, con un -1,7% nel 2009, seguito da una ripresa nel 2010 e 2011, ed una nuova caduta negli anni 2012 e 2013 (rispettivamente -1,4% e -1,3%). Confrontando la dinamica della domanda effettiva con quella dei crediti concessi al settore reale (grafico 22) si nota come vi sia certamente un'influenza rilevante del lato domanda nell'andamento del mercato del credito. Procediamo però con l'analisi delle determinanti proprie del lato offerta, così da individuare gli eventuali ulteriori blocchi indotti nel mercato creditizio.

- **Percezione dell'affidabilità creditizia dei borrowers**

Analizziamo anzitutto l'andamento del primo parametro di riferimento riguardo la formazione delle aspettative dei datori di fondi circa il merito creditizio dei prenditori: la percentuale di non-performing loans sul totale dei prestiti presenti nei portafogli bancari.

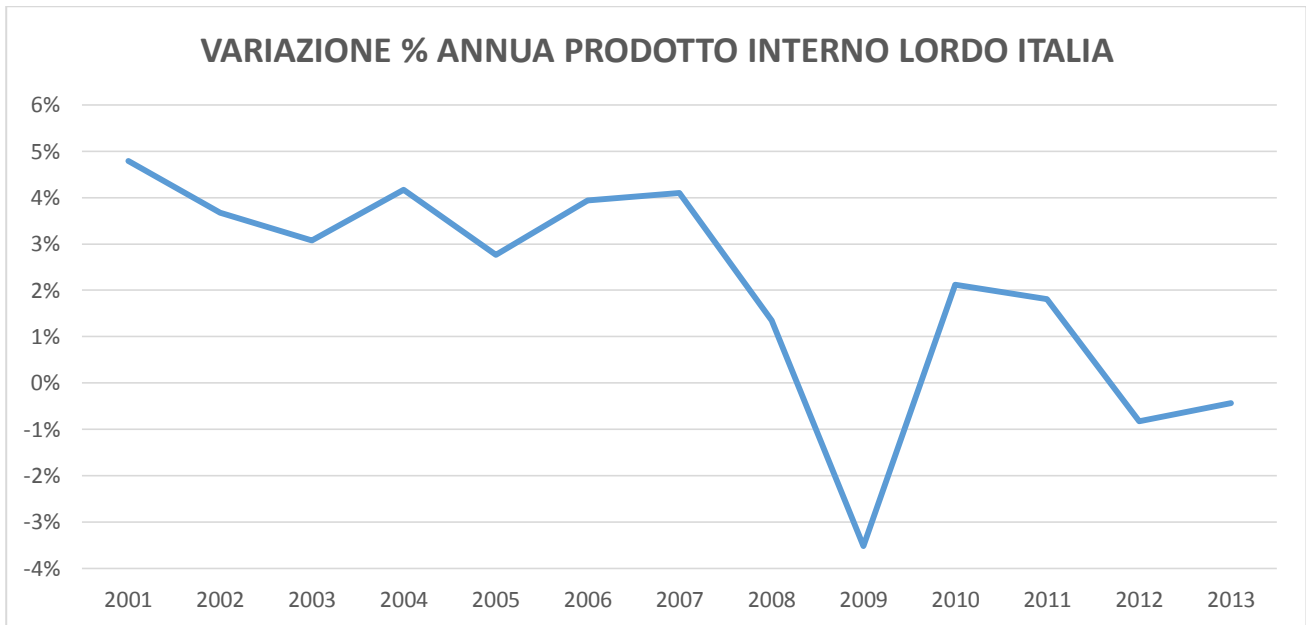
L'andamento è di seguito riportato:



Graf. 26, fonte: World Bank

Il grafico 26 indica come a seguito dello scoppio della crisi la percentuale di prestiti “non performanti” rispetto al totale sia progressivamente aumentato, sino a giungere nell’anno 2013 ad un valore più che doppio rispetto a quello del 2008. Il valore del 2013 è inoltre circa doppio rispetto a quello della media dei paesi facenti parte l’Unione Monetaria (vedi grafico 17). Ciò ha inevitabilmente influenzato il meccanismo di formazione delle aspettative dei datori di fondi circa l’affidabilità creditizia dei prenditori, andando a costituire un elemento assolutamente rilevante ai fini della comprensione della dinamica del mercato del credito. Considerando infatti la variazione annua di prestiti negli anni 2012 e 2013, si nota come questi siano diminuiti su base annua rispettivamente del -2,04% e -5,22%. La domanda effettiva ha tuttavia registrato un miglioramento nell’anno il 2013 (pur restando in diminuzione), mentre la percentuale dei non-performing loans nei portafogli bancari ha fatto registrare un aumento del +10% (passando da un valore di 13,7% nel 2012 a 15,1% del 2013). Ciò indica quindi come il lato dell’offerta stia risultando essere più rilevante di quello della domanda nella determinazione del livello del credito concesso all’economia reale, e questo impone quindi l’attuazione di misure volte a ridurre l’impatto dei non-performing loans sui bilanci delle banche italiane.

Analizziamo quindi il secondo fattore che nell'impostazione di questo lavoro contribuisce alla formazione delle aspettative dei lenders circa il merito creditizio dei borrowers, ovvero l'andamento del Prodotto Interno Lordo. La dinamica del PIL italiano è di seguito riportata:

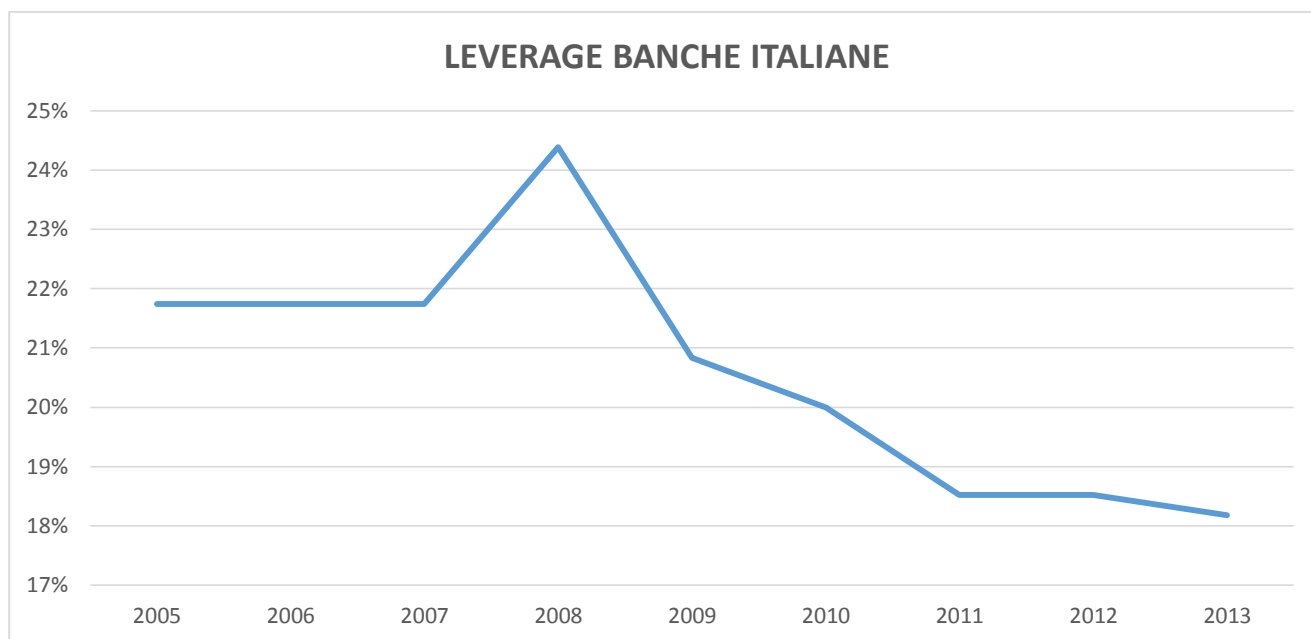


Graf. 27, fonte: Istat

Il grafico 27 mostra l'andamento del Prodotto Interno Lordo italiano dal 2001 al 2013. Ciò che risulta interessante ai fini dell'analisi è notare come i periodi di stretta creditizia maggiore (anni 2009, 2012 e 2013) siano quelli caratterizzati dalla recessione. Da un lato sicuramente ciò rappresenta una diminuzione della domanda di credito, ma dall'altro ciò agisce anche sulle aspettative circa la restituzione del credito concesso ai borrowers da parte dei lenders. Ciò poiché in un periodo di recessione la probabilità di successo dei progetti di investimento appare ridotta, e ciò viene scontato in un razionamento maggiore del credito data la presenza di asimmetrie informative. Dunque questo fattore del lato offerta appare molto rilevante nella dinamica del mercato del credito, e necessita pertanto di interventi specifici chiari ed efficaci. Tuttavia, come discusso nella sezione precedente, l'Italia non possiede ampi margini di manovra nell'adozione di politiche fiscali espansive per stimolare la crescita del Prodotto Interno Lordo e sono necessarie pertanto misure alternative di stimolo alla crescita. Nella prossima sezione approfondiremo tale questione.

- **De-leveraging**

Proseguiamo la trattazione con l'analisi dell'andamento del grado di leverage del sistema bancario in Italia:



Graf. 28, fonte: World Bank

Il grafico 28 indica come in Italia sia in atto un importante processo di de-leveraging presso gli istituti di credito avente avuto inizio nel 2008 e tutt'ora in corso, il quale ha portato ad un diminuzione del grado di leverage degli istituti del 25% (passando dal 24% del 2008 al 16% del 2013). Questo processo implica una riallocazione delle attività presenti nel bilancio verso strumenti finanziari meno rischiosi dei prestiti alle famiglie. La stessa Banca d'Italia afferma³² che il miglioramento dei coefficienti di patrimonializzazione è stato ottenuto mediante "l'introduzione di modelli interni per il calcolo dei requisiti patrimoniali da parte di alcuni grandi gruppi e la graduale estensione del loro perimetro di applicazione [...], [e con] la ricomposizione del portafoglio verso attività caratterizzate da un minore assorbimento patrimoniale". Dunque nuovamente il lato offerta sembra essere determinante nella dinamica del credito in Italia, soprattutto negli anni 2012 e 2013. Il contesto normativo emergente nell'Unione Europea risulta però essere sempre più stringente, garantendo da un lato una maggiore stabilità finanziaria ma causando dall'altro un elemento di negatività per il mercato del credito.

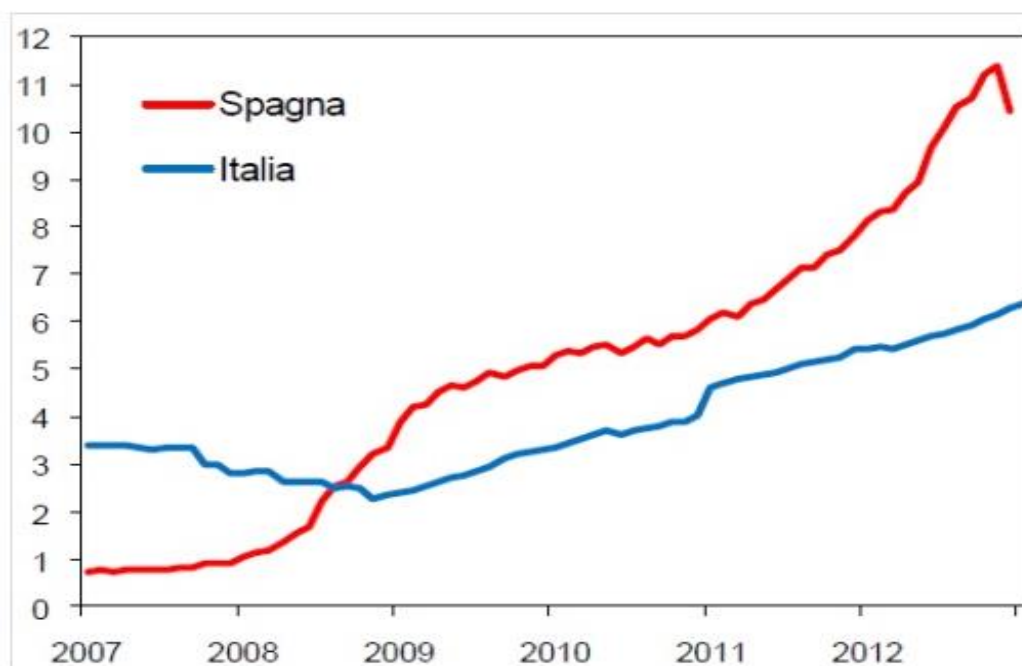
3.3 Proposte di intervento

Alla luce delle considerazioni effettuate, concludiamo la trattazione del caso italiano attraverso la discussione delle politiche finora adottate in Italia e la presentazione di diverse proposte di intervento da porre in essere per contrastare le negatività della stretta creditizia in corso. Anzitutto la non possibilità di attuazione di politiche fiscali espansive atte a far ripartire la crescita economica risulta essere un elemento di fondamentale rilevanza al fine di comprendere che vi è bisogno di trovare delle metodologie alternative di stimoli alla crescita del Prodotto Interno Lordo del paese. A tale scopo si rivolgono gli appelli effettuati a più riprese da Mario Draghi, per l'attuazione delle riforme strutturali che garantirebbero di aumentare l'output del paese senza far ricorso ad aumenti del deficit pubblico. Ci auguriamo che tali appelli non cadano nel vuoto, in quanto abbiamo mostrato come la mancanza di crescita risulti fondamentale all'interno della stretta creditizia in atto in Italia, ed il ricorso a politiche fiscali espansive appare limitato qualora non variasse l'attuale struttura del debito pubblico.

Dopo aver evidenziato l'importanza delle riforme strutturali quali meccanismo di stimolo alla crescita economica, passiamo ad esaminare la questione della riduzione del peso delle sofferenze all'interno dei bilanci bancari. La proposta di intervento che presentiamo consiste nel ricorso alla creazione di una "bad bank". L'economista Carlo Milani (2013)³³ suggerisce di utilizzare come riferimento principale quella posta in essere in Spagna nel giugno del 2012³⁴, consistente nella creazione di Sareb (una società di asset management), la cui finalità era quella di rimuovere velocemente dai bilanci delle banche che avevano già ricevuto aiuti di stato i crediti in stato di insolvenza. Il prezzo di trasferimento venne determinato dalla Banca di Spagna sulla base di una stima dei valori di mercato, cui veniva applicato un haircut. In media il valore di trasferimento è stimabile in meno del 40% del valore nominale del credito vantato. Tale società venne costituita anche grazie a risorse messe in campo dal Fondo EFSF/ESM per circa 90 miliardi di euro e presentava un periodo di operatività di 15 anni ed una redditività attesa del 14%.

Nello stesso articolo, Milani riporta gli effetti dell'istituzione di Sareb sulle sofferenze bancarie in Spagna, confrontate con quelle in Italia:

Grafico 1. Sofferenze bancarie in % degli impieghi



Fonte: Rapacciuolo (2013).

Fig. 3, fonte: LaVoce.info

E' del tutto evidente che questa diminuzione nella percentuale di sofferenze avverrebbe attraverso un costo a carico delle banche, ma in questo modo sarebbe possibile interrompere il circolo vizioso che lega la presenza delle sofferenze e le politiche di erogazione dei nuovi finanziamenti. La questione delle sofferenze è alquanto rilevante nel caso italiano, e necessita pertanto di notevole attenzione e soprattutto di misure concrete atte alla risoluzione del problema.

Un'altra questione di rilevanza fondamentale risiede nel processo di de-leveraging in atto presso gli istituti bancari italiani al fine di adempiere alle normative emergenti. Su questo fronte si è agito attraverso l'istituzione ed il potenziamento di un fondo statale a garanzia dei prestiti alle PMI. Come indicato in una nota del Centro Studi Confindustria³⁵ (2013): "Il potenziamento del Fondo Centrale di Garanzia, che presta garanzie alle banche per facilitare l'erogazione di prestiti alle PMI, è uno strumento importante per sostenere l'accesso al credito. La dotazione del Fondo, ampliata di 1,2 miliardi nel 2011, ammonta a circa 3 miliardi. Ha fornito garanzie per 8,2 miliardi di finanziamenti nel 2012, in 62mila operazioni (poco più di 2 miliardi per 15mila operazioni nel 2008). Finora ha operato con una leva di 19. Le garanzie abbassano la ponderazione dei prestiti ai fini di Basilea 3 e riducono quindi il capitale che le banche devono detenere a fronte di quei crediti". Dunque tale fondo sembra andare nella giusta direzione nel contrasto delle negatività indotte dal processo di de-leveraging delle banche sul mercato del credito. Tuttavia sarebbe

opportuno procedere attraverso un ulteriore potenziamento del Fondo, così da garantire una efficacia ancor maggiore nella risoluzione delle problematiche sul versante dell'offerta di credito.

Finora sono stati elencati i possibili interventi da porre in atto per contrastare le problematiche emerse nel mercato del credito attraverso l'applicazione del framework di riferimento.

Procediamo ora con il discutere i possibili interventi da adottare nel contrastare le negatività indotte dalle caratteristiche specifiche del sistema economico italiano nel mercato del credito.

Per ciò che concerne il tessuto produttivo, composto prevalentemente da piccole e medie imprese, risulterebbe opportuno cambiare la cultura aziendale circa lo stile di management decisamente accentrato e favorire le fusioni tra imprese attraverso, ad esempio, sgravi fiscali. Occorre inoltre focalizzare l'attenzione sulla sostituibilità del settore bancario nel processo di funding dei progetti di investimento delle imprese, sia dal punto di vista della domanda di strumenti obbligazionari/azionari che dell'offerta. A tal fine è opportuno riprendere le parole pronunciate dal presidente della Consob, Giuseppe Vegas, nell'audizione al Senato riguardante il Dl competitività³⁶ (2 luglio 2014): "Sono soprattutto le piccole e medie imprese (PMI) a presentare una forte avversione nell'accesso al mercato dei capitali: la percentuale delle PMI (con fatturato inferiore ai 300 milioni di euro) sul totale imprese non finanziarie quotate in borsa rappresenta circa il 61 per cento, che si riduce al 17 per cento se si considerano le imprese fino a 50 milioni di euro di fatturato. Si tratta di una percentuale modesta rispetto al peso delle PMI nel tessuto produttivo italiano, pari a circa il 96 per cento. La fragilità delle imprese italiane è resa ancora più acuta dalle caratteristiche della loro struttura finanziaria, fortemente sbilanciata verso l'indebitamento bancario, prevalentemente a breve termine e a tasso variabile. Una struttura poco adatta a finanziare progetti di investimento a lungo termine e soggetta a più alti rischi di inasprimento delle condizioni di credito. Una tale configurazione dell'assetto finanziario, fortemente dipendente dalle banche e privo di mercati azionari e obbligazionari sufficientemente sviluppati, risulta particolarmente penalizzante nell'attuale congiuntura, rendendo più drammatico l'impatto, soprattutto per le PMI, della stretta creditizia in corso (c.d. credit crunch). Secondo le ultime rilevazioni della Banca d'Italia, i crediti alle imprese non finanziarie sono diminuiti di circa il 5 per cento su base annua. E' diventato pertanto sempre più urgente risolvere il problema del finanziamento delle imprese, come fattore determinante per favorire la crescita economica del Paese. La crisi finanziaria, la recessione economica e il nuovo quadro regolamentare di riferimento, hanno messo in evidenza come difficilmente il nostro sistema creditizio potrà continuare a rappresentare il prevalente canale di finanziamento dell'economia. Occorre dunque agire, da un lato, per accrescere il ruolo del mercato azionario e obbligazionario e, dall'altro, per promuovere forme innovative di intermediazione non bancaria, in grado di riattivare i meccanismi di trasmissione del risparmio all'economia reale". Il presidente Consob pone dunque l'accento sulla necessità di agire sulla sostituibilità del sistema bancario quale canale di finanziamento dell'economia. Lo stesso Vegas prosegue elencando i diversi interventi posti in essere dalla CONSOB a tal proposito: "In tale direzione si è mossa la Consob già da due anni, promuovendo con gli attori del mercato finanziario una comune linea di azione per il rilancio del mercato azionario e, più in generale, per trovare una risposta concreta all'esigenza di finanziamento delle imprese, soprattutto PMI. Un obiettivo, oggi, certamente condiviso dalle principali istituzioni finanziarie e coerente con quanto sostenuto a più riprese dalla Commissione Europea. La Consob nel 2012 ha avviato il progetto "PiùBorsa" con l'obiettivo di individuare misure e azioni efficaci per rilanciare il mercato borsistico e diffondere la cultura dell'equity, riportando

l'Italia al passo con le economie più avanzate. Lo sviluppo delle quotazioni rappresenta non solo una risposta efficace al problema di finanziamento delle imprese, ma anche la via per stimolare uno sviluppo virtuoso delle attività economiche attraverso l'affermazione di imprese trasparenti e regolate. La creazione di mercati efficienti e connotati da un elevato livello di liquidità rappresenta inoltre la migliore garanzia per gli investitori che accedono al mercato dei capitali. Nell'ambito del citato progetto, sono state individuate modifiche normative dirette a: rimuovere alcuni fattori che ostacolano l'apertura delle imprese al mercato; rendere maggiormente proporzionati alla dimensione dell'azienda gli oneri collegati allo status di società quotata; incentivare, anche dal punto di vista fiscale, la quotazione delle imprese. Tutto ciò nel rispetto dei vincoli derivanti dal diritto dell'Unione Europea e fermo restando il mantenimento dei presidi di tutela per il pubblico dei risparmiatori. L'iniziativa è stata focalizzata principalmente sulle PMI, che costituiscono l'ossatura produttiva del paese e che più di altre soffrono della contrazione dei finanziamenti bancari". Dunque anche sul fronte della sostituibilità del sistema bancario nel processo di funding dei progetti di investimento si stanno iniziando ad avanzare ipotesi risolutive che vanno nella direzione giusta. Ci riserviamo tuttavia di osservare gli effetti di lungo periodo di questi interventi al fine di valutarne l'efficacia effettiva. Per ciò che concerne la struttura del debito pubblico italiano, la nostra proposta è quella di ridurlo attraverso un piano strutturato di dismissioni che consentano di liberare risorse da destinare alla crescita (principalmente attraverso la riduzione di tasse e imposte). In particolare il riferimento è al piano presentato dall'ex presidente dell'Eni Roberto Poli, di seguito trascritto dal Corriere della Sera del 16 agosto 2014³⁷: "La ricetta suggerita da Poli al Governo poggia su tre pilastri: riduzione dello stock del debito pubblico per almeno 400 mld, con contestuale destinazione di parte del risparmio ottenuto alla riduzione di imposte per imprese e cittadini, con l'obiettivo di favorire la crescita; revisione straordinaria e completa della spesa pubblica per ridurre il deficit annuale, puntando su un forte aumento della produttività e sui meccanismi avanzati di controllo; approvazione di nuove regole che, mantenendo la libertà di spesa delle amministrazioni locali e degli enti centrali, assicurino che essa avvenga secondo criteri di produttività. La necessità, sostiene infine Poli nel suo lavoro, è di 'convertire una parte significativa dello stock di debito pubblico in quote di un fondo del patrimonio pubblico immobiliare da valorizzare e rendere redditizio tramite una gestione patrimoniale con obiettivi chiari'. Una soluzione, quest'ultima, che si ispira al TagliaDebito tratteggiato da Guido Salerno Aletta e da Andrea Monorchio per Milano Finanza già nel 2012 e che ha saputo raccogliere nel tempo numerosi consensi anche attraverso il progetto "Italia c'è". In particolare, l'idea cavalcata da MF è di un fondo patrimoniale che diventi di proprietà degli italiani in cambio della restituzione dei titoli pubblici in loro possesso. Un concetto rilanciato poi qualche settimana fa da Marco Carrai - sempre sulle pagine di Milano Finanza - con il 'Fondo degli italiani'. In sostanza, l'imprenditore vicino a Matteo Renzi suggerisce di dare vita a un fondo in cui fare confluire gli asset 'morti' dello Stato per estrarne valore. L'immenso patrimonio immobiliare pubblico infatti a oggi si può considerare dal punto di vista reddituale patrimonio morto. Gli asset del fondo potrebbero a loro volta essere collocati a investitori istituzionali, fondi sovrani e anche ai cosiddetti 'Bot People', vale a dire i piccoli risparmiatori che hanno in portafoglio i titoli di Stato Italiani. Il risultato ottenibile, secondo Carrai, sarebbe quello di abbattere di circa 2-300 miliardi il debito pubblico del Paese". L'urgenza di un intervento di riduzione massiccia del debito pubblico è dettata dalla necessità di liberare risorse da conferire ad iniziative atte a stimolare la crescita del Prodotto Interno Lordo ed innescare un circolo virtuoso tra la ripresa dell'economia e la ripresa del mercato del credito.

Abbiamo dunque posto in evidenza la assoluta rilevanza del fenomeno del *credit crunch* in un contesto come quello italiano, ponendo l'attenzione sulla necessità di porre in atto delle iniziative che consentano di contrastarne in modo efficace le negatività emerse dallo studio di tale fenomeno.

4. Conclusioni

La trattazione effettuata pone il suo contributo allo studio del fenomeno del *credit crunch* attraverso la definizione di un framework specifico di analisi dello stesso. In particolare sono state riconosciute tre variabili chiave da tenere in considerazione nella valutazione di una stretta creditizia: la domanda effettiva, utilizzata come proxy della domanda di credito, e le aspettative dei datori di fondi circa il merito creditizio dei prenditori ed il processo di de-leveraging degli istituti come proxy dell'offerta di credito. Alla presentazione di tale framework è seguita una sua applicazione a tre regioni geografiche distinte: gli Stati Uniti d'America, il Regno Unito e la Zona Euro. Dall'analisi effettuata è emerso che nel caso americano le misure di politica economica poste in atto dal governo e dalla FED sono risultate pienamente efficaci sia sul lato della domanda che dell'offerta di credito, ristabilendo così il corretto funzionamento del mercato creditizio. Nel caso del Regno Unito, invece, vi è stato un forte orientamento delle politiche economiche verso la crescita della domanda di credito attraverso il ricorso a specifici di piani di politica fiscale e monetaria. Tuttavia il mercato del credito del Regno Unito risulta in fase di stagnazione e sarebbe opportuno, alla luce dei risultati delle analisi svolte, porre maggiore enfasi sull'attuazione di interventi atti ad agire sul lato dell'offerta di credito. Infine, per ciò che concerne l'Area Euro, è stato osservato come sono stati portati avanti diversi interventi di politica monetaria atti a stimolare la domanda di credito, senza tenere in debita considerazione l'attuazione di misure riguardanti l'offerta di credito. Le politiche di stimolo fiscale non sono inoltre risultate adeguate al fine di garantire una crescita sostenuta del livello dell'attività economica. Tutto questo si è esplicato nel perdurare della stretta creditizia nell'Eurozona sino ai giorni nostri.

E' stato infine esaminato il caso italiano evidenziando come, oltre alle variabili di analisi del fenomeno proposte dal framework presentato, vi sia la presenza di tre caratteristiche fondamentali che rendono decisamente rilevante il problema del *credit crunch* in Italia: il tessuto produttivo composto quasi totalmente da PMI, la scarsa sostituibilità del sistema bancario e la struttura del debito pubblico. Dopo aver applicato il framework al caso italiano, è emerso come gli interventi posti in essere finora dai policy maker risultino carenti, soprattutto sul fronte dell'offerta di credito, anche se sono di recentissima attuazione dei provvedimenti che sembrano andare nella giusta direzione ed i cui effetti saranno visibili soltanto successivamente. Sono stati inoltre indicati diversi interventi da porre in atto al fine di contrastare le negatività indotte da tale fenomeno sia riguardo le variabili considerate nel framework che quelle riconducibili alle peculiarità del sistema economico italiano.

Questo elaborato vuole quindi costituire un contributo all'analisi delle cause e degli effetti delle strette creditizie, al fine di consentire l'identificazione delle misure di intervento più adatte a minimizzarne le negatività indotte sul sistema economico, garantendo così un maggior livello di benessere agli individui.

Bibliografia

1. Bernanke, B. S. e Lown, C. S. (1991), "The Credit Crunch", *Brookings Papers on Economic Activity*
2. Udell, G.F. (2009), "How will a credit crunch affect small business in France?", *RBSF Economic Letter*, 2009-09, Federal Reserve Bank of San Francisco
3. Ferri, G. (2008), "Why cooperative banks are particularly important at a time of credit crunch", *European Association of Co-operative banks – Research*
4. Costa, S., Malgarini, M. e Margani P. (2012), "Access to credit for Italian firms: new evidence from the ISTAT confidence business surveys", *MPRA paper*
5. "The monetary policy of the ECB", *European Central Bank*, 2011
6. Pigou, A. C. (1933), "The economics of welfare", *London: Macmillan and Co.*
7. Barnanke, B. S. e Blinder, A. S. (1988), "Credit, Money and Aggregate Demand", *American Economic Review*, Vol. 78, No. 2
8. Stiglitz, J. E. e Weiss, A. (1981), "Credit rationing in markets with imperfect information", *The American Economic Review*, Vol. 71
9. Owens, R. E. e Schreft, S. L. (1993), "Identifying credit crunches", *Contemporary Economic Policy*, Vol. 13, No. 2
10. Huelsewig, O., Mayer, E. e Wollmershaeuser T. (2005), "Bank loan supply and monetary policy transmission in Germany: an assessment based on matching impulse responses", *CESifo working paper no. 1380*
11. Hristov, N., Huelsewig, O. e Wollmershäuser T. (2011), "Loan supply shocks during the financial crisis: evidence for the euro area", *CESifo working paper no. 3395*
12. Murfin, J. (2012), "The supply-side determinants of loan contract strictness", *The Journal of finance*, Vol. 67
13. Ranjan, R. e Dhal, S. C. (2003), "Non-performing loans and terms of credit of public sector banks in India: an empirical assessment", *Reserve Bank of India Occasional Papers*, Vol. 24, No. 3, Winter 2003
14. Jiménez, G. e Saurina, J. (2004), "Collateral, type of lender and relationship banking as determinants of credit risk", *Journal of banking and finance*, vol. 28
15. Elsas, R. e Krahen, J. P. (1998), "Is relationship banking special? Evidence from credit-file data in Germany", *Journal of banking and finance*, vol. 22
16. Francis, W. e Osborne M. (2009), "Bank regulation, capital and credit supply: measuring the impact of prudential standards", *UK Financial Service Authority – Occasional paper no. 36*
17. Hyun, J. S. e Rhee, B. K. (2011), "Bank capital regulation and credit supply", *Journal of banking and finance*, vol. 35
18. Watanabe, W. (2005), "Prudential regulation and the credit crunch: evidence from Japan", *Journal of money, credit and banking*, Vol. 39
19. Hirtle, B. (2007), "Credit derivatives and bank credit supply", *Journal of financial intermediation*, vol. 18
20. Artola, C. e Genre, V. (2011), "Euro Area SMEs under Financial Constraints: Belief or Reality?", *CESifo working paper no. 3650*

21. Panetta, F. e Signoretti, F.M. (2010), "Domanda e offerta di credito in Italia durante la crisi finanziaria", *Occasional paper – Banca d'Italia*
22. Claessens, S., Kose, M. A. e Terrones, M. E. (2010), "The global financial crisis: How similar? How different? How costly?", *Tusiad-Koc University Economic Research Forum Working Paper Series*
23. Jorda, O., Schularick, M. e Taylor, A., M. (2012), "When credit bites back: leverage, business cycles, and crises", *Federal Reserve Bank Of San Francisco – Working paper No. 27*
24. Peek, J., Rosengran, E. S. e Tootell (2000), "Identifying the macroeconomic effect of loan supply shocks", *Federal Reserve Bank of Boston*
25. Board of Governors of the Federal Reserve (2008), "FOMC Statement and Board Approval of Discount Rate Requests of the Federal Reserve Banks of New York, Cleveland, Richmond, Atlanta, Minneapolis, and San Francisco", *press release, December 16*
26. Churm, R., Radia, A., Leake, J., Srinivasan, S. and Whisker, R. (2012), "The Funding for Lending Scheme", *Bank Of England – Quartely Bulletin – 2012 Q4*
27. Cadman, E. (2014), "Lending to UK businesses drops sharply", *Financial Times – 29 maggio 2014*
28. European Central Bank (2012), "Speech by Mario Draghi, President of the European Central Bank at the Global Investment Conference in London, 26 July 2012"
29. European Central Bank (2011), "ECB announces measures to support bank lending and money market activity", *press release – 8th December 2011*
30. Boeri, T. (2009), "Il credito senza cultura", *La Repubblica – 14 luglio 2009*
31. Banca d'Italia (2014), "Bollettino Statistico", Secondo trimestre 2014
32. Banca d'Italia (2012), "Relazione Annuale"
33. Milani, C. (2013), "Bad bank, un bell'esempio", *LaVoce.info – 22 marzo 2013*
34. Frob – Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (2012) "Asset Management Company for Assets Arising from Bank Restructuring"
35. Rapacciuolo, C. (2013), "Credit crunch & recessione: il circolo vizioso di spezza solo con una politica economica che rilancia la crescita", *Nota dal CSC – 8 marzo 2013*
36. Vegas, G. (2014), "Audizione del presidente della CONSOB Giuseppe Vegas", *Senato della Repubblica – 2 luglio 2014*
37. "TagliaDebito: la ricetta Poli sulla scia di Italia c'è di Milano Finanza", *Corriere della Sera – 16 agosto 2014*