



Università
Ca' Foscari
Venezia

Corso di Laurea magistrale
in Economia e Finanza

Tesi di Laurea

—
Ca' Foscari
Dorsoduro 3246
30123 Venezia

Analisi dei finanziamenti alle piccole e medie imprese del Nord Est nel periodo pre e post crisi economica

Relatore

Ch. Prof. Lorian Pelizzon

Correlatore

Ch. Prof. Domenico Sartore

Laureando

Beatrice Perissinotto
Matricola 816797

Anno Accademico
2011 / 2012

Alla mia famiglia.

INDICE

1	LA LETTERATURA SUL CREDIT CRUNCH	13
1.1	Dalla crisi finanziaria e bancaria alla crisi economica	13
1.2	Identificazione e definizione del credit crunch	16
1.2.1	Credit Slowdown	18
1.3	Il balance sheet channel e il bank lending channel	19
1.3.1	L'aumento del costo del finanziamento	20
1.4	Razionamento del credito (credit rationing)	22
1.5	La trasmissione degli effetti	23
1.6	Credit crunch o capital crunch?	25
2	LA SITUAZIONE MACROECONOMICA ITALIANA	27
2.1	Lo scenario globale ed europeo	27
2.2	Il PIL: un confronto europeo	28
2.3	Le componenti del PIL	31
2.3.1	I Consumi totali	32
2.3.2	Gli investimenti	35
2.3.3	Le esportazioni	38
2.3.4	Le importazioni	40
2.3.5	La Bilancia Commerciale	42
2.4	Le scorte	46
2.5	la domanda interna	46
2.6	Disoccupazione	50
2.7	Occupati	52
2.8	Indice di produzione industriale	54
2.9	I tassi di rendimento	57
3	LE PICCOLE E MEDIE IMPRESE ITALIANE	63
3.1	La definizione di PMI	63
3.1.1	Raccomandazione n.96/208/CE	64
3.1.2	Raccomandazione 2003/361/CE	66
3.1.3	Le politiche comunitarie	69
3.2	Analisi delle Piccole e Medie Imprese	70
3.3	Focus sulla situazione italiana	72
3.3.1	Analisi per macroarea italiana	77
3.4	Il finanziamento all'economia italiana	78
4	ANALISI SUL CAMPIONE DI IMPRESE ITALIANE	81
4.1	Il campione di analisi	81
4.2	Analisi strutturale	82

4.3	Analisi per indici	85
4.3.1	La solidità aziendale	85
4.3.2	La liquidità aziendale	88
4.4	La redditività aziendale	92
4.4.1	Il ROE	92
4.4.2	Il ROI	94
4.4.3	Il ROA	96
4.4.4	Il ROS	97
4.5	Il costo del denaro	99
4.6	Il rendimento dei dipendenti	101
4.7	Debiti bancari su fatturato	102
5	CRITERI DI FINANZIAMENTO PER LE IMPRESE ITALIANE	105
5.0.1	Probabilità di essere razionati	106
5.1	Criteri guida per la concessione dei finanziamenti bancari	110
5.1.1	Descrizione del campione e delle variabili del modello	111
5.2	Risultati	113
5.2.1	Le piccole imprese	114
5.2.2	Le medie imprese	117
5.2.3	Le Grandi imprese	120
5.3	Analisi per settore di attività	122
5.4	Il NORD EST - risultati delle stime	124
5.4.1	Le piccole imprese del Nord Est	124
5.4.2	Le medie imprese del Nord-Est	126
5.4.3	Le grandi imprese	128
	Conclusioni	131
	APPENDIX	135
A	APPENDICE AL CAPITOLO 5	137
B	STATISTICHE SULLE VARIABILI	141
	BIBLIOGRAFIA	143

ELENCO DELLE FIGURE

Figura 1	Andamento tassi.	24
Figura 2	Dinamica del debito pubblico italiano.	27
Figura 3	PIL italiano.	28
Figura 4	Variazione percentuale PIL.	29
Figura 5	Andamento del GDP per alcuni Stati dell'area euro.	30
Figura 6	Confronto GDP Stati UE.	31
Figura 7	Andamento consumi totali italiani.	32
Figura 8	Variazione percentuale consumi italiani.	32
Figura 9	Consumo delle famiglie italiane.	33
Figura 10	Confronto consumi totali Stati UE.	34
Figura 11	Andamento dei consumi per alcuni Stati dell'area euro.	34
Figura 12	Andamento degli investimenti italiani.	35
Figura 13	Andamento degli investimenti come percentuale del PIL.	36
Figura 14	Andamento degli investimenti per alcuni Stati dell'area euro.	37
Figura 15	Confronto degli investimenti Stati UE.	38
Figura 16	Andamento delle esportazioni italiane.	39
Figura 17	Confronto dell'export Stati UE.	39
Figura 18	Andamento delle esportazione Stati UE.	40
Figura 19	Andamento delle importazioni italiane.	41
Figura 20	Andamento import per Stati UE.	41
Figura 21	Confronto andamento import Stati UE.	42
Figura 22	Andamento bilancia commerciale italiana.	43
Figura 23	Andamento bilancia commerciali Stati UE.	44
Figura 24	Confronto bilancia commerciale Stati UE.	45
Figura 25	Andamento delle scorte italiane.	46
Figura 26	Andamento domanda interna italiana.	47
Figura 27	Variazione percentuale domanda interna.	47
Figura 28	Componenti della domanda interna.	48
Figura 29	Pressione fiscale in Italia (in % del PIL).	49
Figura 30	Indice armonizzato dei prezzi al consumo delle spese frequenti.	49

Figura 31	Andamento del tasso di disoccupazione italiano. 50
Figura 32	Composizione disoccupazione per fasce d'età. 51
Figura 33	Andamento disoccupazione per sesso. 51
Figura 34	Confronto disoccupazione per Stati UE. 52
Figura 35	Tipologie contratti di lavoro. 53
Figura 36	Andamento dell'indice di produzione industriale italiano. 54
Figura 37	Variazione percentuale dell'indice di produzione industriale. 55
Figura 38	Indice della produzione industriale italiana per principali gruppi di industrie. 56
Figura 39	Confronto dell'indice di produzione industriale Stati UE. 57
Figura 40	Andamento dello Spread BUND-BTP a 10 anni. 57
Figura 41	Contributi delle diverse componenti alla crescita della raccolta bancaria. 59
Figura 42	Dinamica di alcune voci dei bilanci bancari. 60
Figura 43	Banche italiane: titoli di stato italiani in portafoglio. 60
Figura 44	Formazione del funding gap delle banche italiane. 61
Figura 45	Classificazione PMI. 67
Figura 46	Problemi più rilevanti per le PMI. 70
Figura 47	Diffusione delle PMI nei paesi UE. 71
Figura 48	Composizione dimensionale delle imprese in Europa. 73
Figura 49	Confronto regionale. 77
Figura 50	Imprese industriali con utile di bilancio. 78
Figura 51	Indice di diffusione relativo al grado di restrizione del credito alle piccole e medie imprese. 79
Figura 52	Dinamica dei prestiti bancari vivi per le imprese non finanziarie. 79
Figura 53	Dinamica dei prestiti bancari alle imprese, suddivisione per aree geografiche. 80
Figura 54	Andamento del numero d'impresе vive per il campione di riferimento. 81

Figura 55	Numero d'impresе vive per classe dimensionale.	82
Figura 56	Margine di struttura suddiviso per classe dimensionale.	83
Figura 57	Margine di tesoreria suddiviso per classe dimensionale.	84
Figura 58	Indice d'indipendenza finanziaria per classe dimensionale.	86
Figura 59	Indice d'indipendenza finanziaria suddiviso per classi d'attività Ateco2007.	86
Figura 60	Grado d'indipendenza da terzi per classe dimensionale.	87
Figura 61	Grado d'indipendenza finanziaria per classi di attività Ateco2007.	88
Figura 62	Indice di disponibilità per classe dimensionale.	89
Figura 63	Indice di disponibilità per classe di attività Ateco2007.	90
Figura 64	Indice di liquidità per classe dimensionale.	91
Figura 65	Indice di liquidità per classe di attività Ateco2007.	91
Figura 66	ROE per classe dimensionale.	93
Figura 67	ROE per settori di attività Ateco2007.	94
Figura 68	Andamento ROI per classe dimensionale.	95
Figura 69	Andamento ROI per classe di attività Ateco2007.	95
Figura 70	Andamento ROA per classe dimensionale.	96
Figura 71	Andamento ROA per settori di Attività2007.	97
Figura 72	Andamento ROS per classe dimensionale.	98
Figura 73	Andamento ROS per settori di attività Ateco2007.	98
Figura 74	Costo del denaro preso a prestito per classe dimensionale.	99
Figura 75	Costo del denaro preso a prestito per classe di attività Ateco2007.	100
Figura 76	Rendimento dei dipendenti per classe dimensionale.	101
Figura 77	Rendimento dei dipendenti per classe di Attività2007.	101
Figura 78	Andamento debiti bancari su fatturato per classe dimensionale.	102
Figura 79	Andamento debiti bancari su fatturato per classe di Attività2007.	103

Figura 80	Debiti bancari sul totale attivo suddivisi per classe dimensionale.	113
-----------	---	-----

ELENCO DELLE TABELLE

Tabella 1	Distribuzione percentuale dell'occupazione italiana.	53
Tabella 2	Percentuali di PMI.	71
Tabella 3	Numero di occupati nelle PMI.	71
Tabella 4	Italia: numero di imprese per classe dimensionale.	72
Tabella 5	Dati sulla composizione dimensionale delle imprese in Europa.	74
Tabella 6	Italia: Reddito lordo da attività operative.	74
Tabella 7	Italia: Suddivisione microimprese in base ai settori di attività.	75
Tabella 8	Italia: Numero di addetti per classe dimensionale.	76
Tabella 9	Italia: Numero di addetti nelle microimprese per settori di attività.	76
Tabella 10	Variabili determinanti la probabilità per le imprese di essere razionate.	107
Tabella 11	Variabili determinanti la probabilità per le imprese del Nord-Est Italia di essere razionate.	109
Tabella 12	Piccole imprese (2001-2006).	114
Tabella 13	Piccole imprese (2007-2010).	116
Tabella 14	Medie Imprese (2001-2006).	118
Tabella 15	Medie Imprese (2007-2010).	119
Tabella 16	Grandi Imprese (2001-2006).	120
Tabella 17	Grandi Imprese (2007-2010).	121
Tabella 18	Settore ATECO con coefficienti significativi al 5 per cento.	123
Tabella 19	Coefficienti significativi al 5 per cento per settore.	124
Tabella 20	Piccole imprese del Nord-Est Italia (2001-2006).	137
Tabella 21	Piccole imprese del Nord-Est Italia (2007-2010).	138
Tabella 22	Medie imprese del Nord-Est Italia (2001-2006).	138

Tabella 23	Medie imprese del Nord-Est Italia (2007-2010).	139
Tabella 24	Grandi imprese del Nord-Est Italia (2001-2006).	139
Tabella 25	Grandi imprese del Nord-Est Italia (2007-2010).	140
Tabella 26	Principali statistiche per le variabili utilizzate.	141
Tabella 27	Correlazione tra le variabili della regressione.	141

INTRODUZIONE

La crisi finanziaria scoppiata nel 2007 all'interno del mercato finanziario americano a causa decollo dei mutui subprime ha raggiunto il suo apice nel fallimento della Lehmann Brothers nell'autunno 2008. Le ripercussioni si sono subito fatte sentire sul mercato interbancario globale causando numerosi problemi alla liquidità bancaria, che si è subito tramutata in una riduzione di credito all'economia reale.

Gli effetti di questa contrazione del credito hanno raggiunto il culmine nel 2009, quando anche nell'economia italiana si cominciavano a registrare i primi fenomeni di credit crunch. Nel presente lavoro di tesi si cerca d'individuare tramite un'analisi econometrica se la presenza della contrazione del credito a cui si è assistito con maggior vigore nel 2009, sia da definire realmente come credit crunch o se può essere invece riconducibile ad un razionamento operato dalle banche alle sole imprese giudicate non più solide e profittabili d'investimento.

Si cercherà inoltre d'individuare quali variabili aziendali risultino determinanti nella valutazione bancaria di concessione del credito, al fine di analizzare eventuali mutamenti verificatisi nel periodo precedente la crisi e quello coincidente con la crisi stessa. A questo scopo sono state prese in riferimento variabili rappresentative della capitalizzazione, della solidità, della redditività e dell'efficienza aziendale. Nell'analisi si è inoltre considerato il tasso d'interesse applicato sui prestiti e il tasso di crescita dell'utile.

Nel primo capitolo si sono valutate le modalità con cui shock economici avversi possano influenzare la relazione banca-impresa e come questo possa di conseguenza portare al fenomeno del credit crunch. Si è cercata una definizione precisa affinché questo fenomeno possa essere individuato con sicurezza al verificarsi di determinate condizioni.

Nel secondo capitolo è stata effettuata un'analisi macroeconomica della situazione italiana per valutare l'andamento delle principali variabili; è stato inoltre proposto un confronto con i principali Stati membri dell'UE per eseguire un'analisi comparata.

Nel terzo capitolo si è focalizzata l'attenzione sullo studio delle piccole e medie imprese italiane, valutando quali sono stati gli effetti della

crisi sullo sviluppo delle PMI italiane.

E' stata prestata particolare attenzione anche alla specifica area del Nord-Est Italia.

Nel quarto e nel quinto capitolo si è analizzato il campione sul quale sono state compiute le analisi. Il panel di dati composto da 30402 imprese italiane viene suddiviso in piccole, medie e grandi imprese secondo la Raccomandazione 2003/361/CE. Il periodo di riferimento per le analisi va dal 2001 al 2010.

Nel quarto capitolo in particolare si è svolta un'analisi per le imprese del campione analizzandone solidità, liquidità, redditività ed efficienza aziendali.

Nel quinto capitolo sono state analizzate le stime ottenute, individuando segnali di un'eventuale credit crunch per le imprese italiane e successivamente i criteri di concessione del credito da parte degli istituti bancari. Dall'analisi è stato inoltre possibile definire le principali problematiche aziendali che spingono l'impresa a fare ricorso al finanziamento bancario. Tutte le analisi sono state svolte prima per il campione d'imprese in generale e poi per le sole imprese con sede nel Nord-Est Italia.

LA LETTERATURA SUL CREDIT CRUNCH

1.1 DALLA CRISI FINANZIARIA E BANCARIA ALLA CRISI ECONOMICA

Gli avvenimenti che si sono susseguiti nel mercato finanziario dal 2007 hanno portato alla crisi finanziaria mondiale più severa che si sia verificata dalla Grande Depressione e hanno messo in luce tutta la fragilità e la debolezza del settore bancario.[6]

Il fatto che le ripercussioni e gli effetti negativi si siano diffusi anche all'economia reale, pone in evidenza il ruolo sempre più centrale del sistema bancario nelle attività economiche e quindi la sua importanza per lo sviluppo e la crescita dei Paesi. La fragilità riscontrata nel settore bancario durante la crisi finanziaria, è stata accentuata anche dal passaggio dal tradizionale modello di concessione del credito¹ al modello *originate and distribute*², nel quale i crediti emessi sono poi ricompattati insieme, suddivisi in segmenti e quindi rivenduti come nuovi titoli. La creazione di questi nuovi assets e la loro cartolarizzazione permettono alle banche di ottenere nuovi flussi in entrata, da cui derivano disponibilità liquide per la concessione di nuovi finanziamenti. Il problema di questo nuovo "modello bancario" è stata la mancata capacità di definire la rischiosità di questi titoli prima della loro immissione nel mercato. Le banche e i singoli investitori non sono stati messi nella condizione di valutare il rischio che stavano correndo sottoscrivendo, rispettivamente la creazione e l'acquisto di questi strumenti. Queste operazioni, infatti, non solo hanno accentuato una situazione di crisi finanziaria già molto negativa, bensì ne sono state una delle cause scatenanti.

La crisi finanziaria parte dal sistema finanziario e bancario per poi spostare ed ampliare i suoi effetti negativi anche a tutta l'economia reale. Come si è visto, quando le banche entrano in una situazione di crisi, anche l'economia reale ne risente e subisce dei rallentamenti.

Studi empirici effettuati da Kaminsky and Reinhart, 1999 [39] e Demirgüç-Kunt et al., 2006 [11] danno supporto all'affermazione di

1 che si concretizzava nell'emissione di credito che veniva ripagato alla stessa società emittente.

2 trasformazione avvenuta negli anni precedenti al 2007.[6]

connessione tra sistema bancario ed economia reale, ed in particolare mostrano come il credito al settore privato decelera durante un periodo di crisi bancaria. Ovviamente questa non è la prova univoca che tutti problemi bancari siano strettamente connessi ad un rallentamento della produttività. Dobbiamo infatti considerare come un eventuale shock esogeno avverso che ha interessato il settore bancario, può anche aver causato un periodo di rallentamento e di temporanea incertezza nel contesto economico spingendo le imprese a cancellare o ridurre gli investimenti e le decisioni di finanziarsi con fonti esterne, causando quindi un rallentamento nella domanda di credito nei confronti delle banche.

Dall'altro lato uno shock avverso può portare anche a un peggioramento dei bilanci delle società; questo aumenta gli effetti delle asimmetrie informative esistenti tra banca e impresa limitandone la trattabilità, spingendo le banche a spostare i prestiti concessi verso imprese più salde e investitori meno rischiosi, oppure aumentando i tassi d'interesse nei prestiti. Questo fenomeno è identificato in letteratura come *flight to quality*.

Anche nel caso di una situazione in assenza di problemi d'illiquidità o di particolare insolvenza del credito, durante una crisi del sistema bancario sia il credito concesso sia l'indice di produttività sembrano decelerare. [10]

Questo ci porta a dire che per identificare l'effetto reale di una crisi bancaria è necessario analizzare il problema anche dal punto di vista del fenomeno endogeno da cui questo può essere scaturito, soprattutto con il fine d'individuare un eventuale credit crunch.

Il problema derivante dall'individuazione di questo elemento endogeno è da sempre presente negli studi riguardanti il binomio situazione finanziaria ed economia reale [47] ed in particolare in tutta la letteratura del *credit/lending channel*, cioè sull'analisi delle relazioni esistenti tra imperfezioni del mercato finanziario e crisi economica. Lo studio condotto da Dell'Ariccia, Detragiache, Rajan supporta l'ipotesi che le crisi bancarie hanno effetti reali e che almeno in parte questi effetti si propagano attraverso il *lending channel*. I risultati del loro studio mostrano come i settori finanziariamente più dipendenti da finanziamenti esterni all'impresa hanno performance peggiori durante una crisi bancaria.

La critica portata da Braun and Larrain, 2005 [5] mette in luce come durante una crisi del sistema bancario, non sia solo il *credit channel* a essere influenzato, ma anche il *balance sheet channel*. Ne deriva che settori maggiormente dipendenti da finanziamenti esterni potrebbero

crescere più lentamente nei periodi di rallentamento economico, sia a causa del peggioramento della situazione del bilancio sia per altre imperfezioni del mercato finanziario. Paolo Del Giovane, Ginette Eramo, Andrea Nobili [45], focalizzano le loro analisi sul *lending channel* e notano come gli effetti di riduzione dell'offerta di credito connessi alla crisi sono maggiori di quelli derivanti dal deterioramento della qualità dei bilanci delle imprese, maggiori quindi rispetto al *balance sheet channel*.

Quando si studiano le cause e gli effetti di una crisi bancaria, bisogna prestare attenzione a tutte le connessioni tra le variabili presenti nel contesto economico; ad esempio una crisi della valuta³ potrebbe influenzare ed accentuare le asimmetrie informative attraverso il *balance sheet channel* a causa del peggioramento dei bilanci per quelle imprese che hanno debiti in valuta estera. Cercando di separare i differenti effetti che si susseguono durante una recessione o durante una crisi della valuta, i risultati mostrano come gli effetti che emergono durante una crisi bancaria rimangono significativi, suggerendo come gli effetti non dipendono solo dal *balance sheet channel*. [10]

Altra causa di difficoltà nell'individuazione dell'elemento di crisi endogeno deriva dalla dipendenza banca-imprese. Per cui se i settori maggiormente dipendenti dai finanziamenti bancari sono anche quelli più rappresentati nel portafoglio della banca, allora gli shock negativi che affliggono questi ultimi dovrebbero causare sia un rallentamento in termini di performance, sia condurre ad una crisi bancaria. Ci sono inoltre una serie di altri fattori che possono essere rilevanti quando si studiano gli effetti di uno shock negativo, ad esempio le piccole e medie imprese sono quelle che risentono maggiormente degli effetti della crisi bancaria, e questo è un risultato consistente sotto l'ipotesi del *lending channel* [10]

In aggiunta Tornell and Westermann (2002) [50] evidenziano come le asimmetrie in risposta ad una crisi finanziaria, non sono soltanto evidenti tra grandi e piccole imprese, ma anche tra imprese che commerciano con l'estero e imprese che non commerciano con l'estero. Questo perchè le imprese che hanno la possibilità di commerciare con l'estero possono finanziarsi anche con risorse estere quando il credito domestico risente di rallentamenti. Le imprese che operano all'interno di un contesto in cui il mercato finanziario è ben sviluppato hanno un vantaggio ad essere finanziariamente dipendenti da fonti esterne, ma questo si traduce in uno svantaggio in tempi di crisi

³ che spesso è seguita e accompagnata da una crisi bancaria.

del credito. [40]

Shock negativi causano sia un rallentamento dell'economia che difficoltà bancarie, le quali come visto in precedenza si presentano come un effetto addizionale in quanto rallentano crescita economica riducendo i prestiti a privati e imprese. Gli effetti non sono solo una ripercussione dovuta al peggioramento dei bilanci delle imprese durante periodi di recessione economica o di crisi della moneta, poiché gli effetti sono evidenti anche nelle fasi in cui le banche si trovano in situazioni di difficoltà per shock endogeni, quali ad esempio condizioni di illiquidità.

Bernanke and Lown (1992) [4] nei loro studi relativi al credit crunch, condotti negli Stati Uniti nel 1990, prestano attenzione agli effetti derivanti dal lato della domanda, con particolare attenzione alla connessione che si è creata in quegli anni tra bank capital ratio e crescita dell'occupazione e come non solo il credito bancario, bensì anche tutte le tipologie di credito, abbiano subito un rallentamento in quegli anni. Per questo motivo risulta inappropriato parlare di credit crunch. La questione relativa alla connessione tra crisi bancaria e credit crunch si è ripresentata nel periodo 1997-1998 con la crisi dell'Asia. Molti studi hanno provato a dare una risposta e ad intravedere una correlazione, ottenendo però risultati differenti, vedi Domac e Ferri, 1999 e Dollar e Hallward-Driemeir, 2000. Questo pone l'accento sulle difficoltà in campo economico nell'individuazione di un'univoca sequenza causa-effetto nei casi di crisi bancarie.

1.2 IDENTIFICAZIONE E DEFINIZIONE DEL CREDIT CRUNCH

Dal paragrafo precedente è evidente come ci sia una grande letteratura che presta attenzione e cerca di studiare gli effetti delle crisi bancarie. Lindgren et al. (1999) riassumono dicendo che "episodi di fragilità nel sistema bancario sono dannosi per la crescita economica nei paesi dove si sono verificati" (p.58). Strettamente connesso alle crisi bancarie è anche il fenomeno del *credit crunch*. Soprattutto negli ultimi anni, quando si parla di crisi bancarie o crisi del settore bancario, si fa sempre più spesso riferimento al fenomeno credit crunch, ma c'è spesso confusione nell'utilizzo e nel vero significato di questo termine. Il credit crunch è un concetto che è spesso definito in modo inappropriato e utilizzato in modo poco "analitico". Molti autori utilizzano questo termine in modo interscambiabile con altri e per spiegare una grande varietà di fenomeni, come ad esempio una stret-

ta finanziaria causata da un cambiamento nella politica monetaria, una diminuzione dell'offerta di fondi o razionamento del credito da parte delle banche.

Anche nella specifica letteratura del credit crunch non sembra esserci un consenso generale sul quale sia la definizione univoca da attribuirgli.

Troviamo diverse e varie definizioni che gli autori attribuiscono a questo termine, per esempio, Raul Minetti definisce il credit crunch come una "contrazione dell'offerta di credito indotta da una caduta della patrimonializzazione delle banche (*capital crunch*), da riduzioni nella liquidità del sistema bancario, o talvolta da una più marcata avversione al rischio delle banche nel concedere prestiti." (Raul Minetti, 2012)

Per Albertazzi et al. [53] invece, il credit crunch è definito come la situazione dove le banche sono riluttanti nel concedere finanziamenti all'economia, in modo particolare alle imprese. Le banche devono infatti mantenere adeguati livelli di capitale per essere connessi con le regole prudenziali della disciplina di mercato.

Per gli autori E. Borenszteina e J. Leeb, [24] "Il termine credit crunch denota tipicamente una situazione in cui un inusuale declino dell'offerta di credito genera un eccesso di domanda non soddisfatta, al tasso d'interesse di mercato

Ding (1988), Domac e Ferri(1998) individuano il credit crunch quando si assiste ad un forte aumento dello spread degli interessi tra bank overdraft lending rate e corporate bond yield.

Per R. Syron [49], il modo migliore per definire il credit crunch può essere determinato confrontando gli attuali modelli di prestito con le prassi standard degli stessi nelle fasi dei cicli economici precedenti. Il comportamento dei creditori infatti cambia in relazione al ciclo economico e la valutazione del credito dipende molto dalle aspettative sull'andamento dell'economia. Possiamo vedere come se confrontiamo la condizione del credito durante una recessione con la condizione del credito durante un'espansione arriveremo alla conclusione che tutte le recessioni portano credit crunch. Una più utile definizione di credit crunch chiede che la reperibilità del credito sia in qualche modo inusuale rispetto all'attuale situazione economica.

Il termine credit crunch è usato in modo appropriato quando viene opportunamente associato al fenomeno delle disintermediazione

e cioè al calo nei depositi bancari.

Seguendo le linee di pensiero di R. Syron possiamo dire che è normale assistere ad una diminuzione della domanda di credito durante una fase recessiva, riflette il declino della domanda per nuovi investimenti.

Parallelamente, se la linea di credito delle banche viene meno, ci aspettiamo di veder aumentare alcune forme di finanziamento alternative. Quando avviene un rallentamento dell'offerta di credito da parte delle banche è importante capire se dipende dal peggioramento del merito creditizio dei debitori o se c'è un problema nel settore bancario.

Solo in quest'ultimo caso per Bernanke et al. [4] si può parlare davvero di credit crunch.

Per questa grande varietà di definizioni attribuite al credit crunch risulta necessario analizzare con più attenzione il concetto per poterlo differenziale da termini che descrivono altre situazioni e condizioni del credito. In particolare è importante la differenza tra credit crunch (stretta creditizia) e credit slowdown (rallentamento del credito).

1.2.1 *Credit Slowdown*

Possiamo definire *credit slowdown* o rallentamento del credito un generale declino nella crescita del credito che può essere generato sia dal lato della domanda, sia da quello dell'offerta, oppure da entrambi.

I cambiamenti nella domanda di credito possono essere dovuti a ciclicità, derivate dall'attività economica, oppure strutturali, quando ci sono introduzioni di nuove tassazioni o altre variazioni.

L'offerta di credito può essere influenzata da cambiamenti a livello di regolazione finanziaria, strutture e istituzioni. Alcuni spostamenti possono essere inoltre influenzati dalla politica monetaria e dai cambiamenti nella psicologia di creditori e debitori.

Da questa prima definizioni possiamo vedere come il termine credit slowdown è un termine molto generale che racchiude una serie di possibili cause e motivazioni. Il termine credit crunch invece si riferisce solamente a una variazione nel lato dell'offerta di credito.

Durante un periodo di credit crunch, gli istituti di credito diventano riluttanti a concedere prestiti e questo può essere conseguente a problemi di finanziamento derivanti dalla disintermediazione o perchè

le autorità di regolamentazione hanno sollecitato la restrizione del credito.

L'avversione a concedere credito può derivare anche da un peggioramento del bilancio che ha come conseguenza il peggioramento del merito creditizio dei richiedenti.

Il credit crunch è un problema derivante dal lato dell'offerta del credito, bisogna però sempre tener presente come sia difficile considerare separatamente gli effetti derivanti dal lato dell'offerta o della domanda di credito dal momento che gli stessi fattori che riducono la disponibilità a concedere prestiti sono gli stessi che possono frenare la domanda di prestiti.

Il credit crunch implica un cambiamento anche nella relazione tra la disponibilità del credito e tassi d'interesse:

- Meno credito potrebbe essere disponibile ad una più ampia varietà di tassi d'interesse;
- La riduzione nella disponibilità del credito può essere non connessa o avere solo poca correlazione con il livello dei tassi d'interesse. Quest'ultimo punto avviene quando l'offerta di credito è assegnata con meccanismi diversi dal prezzo. (*non-price mechanisms*)

1.3 IL BALANCE SHEET CHANNEL E IL BANK LENDING CHANNEL

Il Council of Economic Advisors nel 1991 definisce il credit crunch come "una situazione nella quale l'offerta di credito è ristretta sotto il livello generalmente identificato con il tasso d'interesse prevalente nel mercato per una certa redditività di un progetto d'investimento."⁴

Per analizzare e valutare l'andamento e la situazione della politica monetaria, in circostanze normali è sufficiente analizzare l'andamento delle variabili macroeconomiche chiave. Ma in una situazione di crisi con quella in cui siamo entrati negli ultimi cinque anni valutare la situazione della politica monetaria è diventato molto complicato dato che le relazioni tra le variabili macroeconomiche sono cambiate drasticamente. [55] Risulterebbe quindi inappropriato analizzare solo indicatori di politica monetaria per l'individuazione di un fenomeno complesso come il *credit crunch*.

⁴ Cfr. *a situation in which the supply of credit is restricted below the range usually identified with prevailing market interest rates and the profitability of investment projects.*

Identificare il credit crunch nella pratica significa analizzare i canali attraverso i quali imprese, banche e attività economica sono mutualmente influenzati dalle variazioni e dai cambiamenti nella politica monetaria.

Per esempio, l'aumento del costo dei prestiti e il razionamento del credito portano le imprese e i privati ad accantonare alcuni progetti d'investimento perché diventano troppo costosi o per cui non riesco a trovare i fondi.

Bernanke and Gertler (1995) [7] dimostrano nella loro analisi che quando l'economia è toccata da uno shock negativo, è impossibile distinguere se la decelerazione dell'offerta di credito da parte delle banche sia derivante da un rallentamento dell'offerta oppure della domanda di credito.

Il settore corporate potrebbe chiedere meno credito poiché ci sono meno investimenti che possono essere intrapresi, ma allo stesso tempo anche le banche potrebbero essere meno intenzionate a concedere credito oppure potrebbero avere modificato al rialzo i tassi d'interesse facendo diminuire la domanda.

1.3.1 *L'aumento del costo del finanziamento*

In una situazione di stretta monetaria e/o di credit crunch, il premio derivante dal finanziamento esterno, la differenza tra il costo dei fondi raccolti esternamente e i fondi generati internamente all'impresa, è destinato ad aumentare. Questo di conseguenza aumenta il costo del finanziamento.

L'aumento del costo del finanziamento influenza congiuntamente 2 canali:

- the balance sheet channel (il canale del bilancio);
- the bank lending channel (il canale del credito). [7]

Il canale del bilancio (Balance sheet channel) pone l'attenzione sul potenziale effetto depressivo che la stretta monetaria potrebbe avere sugli assets e sui profitti del debitore, si considerano anche variabili quali il fatturato e la liquidità, tutti fattori che incidono sul rischio del debitore.

L'aumento nei tassi d'interesse innescato dalla stretta monetaria, aumenta i rischi del settore imprese perché riduce sia i profitti sia i valori degli assets che posseggono le imprese e che hanno posto come garanzia dei prestiti, questo aumenta il divario tra i tassi d'interesse ai quali le imprese possono prendere a prestito e il guadagno degli assets free risk. (questo spread è risultato essere empiricamente rilevante dallo studio di Friedman and Kuttner, 1993)

Il canale del credito (Lending channel) pone la sua attenzione in modo specifico sul ridimensionamento nell'offerta di prestiti da parte delle istituzioni che può essere dipendente da una restrizione monetaria.

Seguendo la letteratura sottostante il canale del credito, la concatenazione d'eventi dovrebbe essere la seguente: una stretta monetaria porta ad un aumento nei tassi d'interesse, anche degli assets risk free come i titoli di stato (in questa considerazione non si prendono in analisi i rischi degli stati sovrani che possono modificare i tassi d'interesse). In genere le banche non possono aumentare i tassi sui depositi perché fanno parte della riserva obbligatoria che devono costituire. Questo comporta che il loro rendimento possa essere inferiore o poco superiore a quello di mercato. A causa di questo le banche possono soffrire della fuga di depositi che si verifica quando gli investitori portano i loro risparmi lontano dai depositi verso attività con rendimenti considerati più sicuri e interessanti.

Inoltre, le banche non sono indifferenti tra emettere crediti al settore privato oppure detenere titoli governativi (questi ultimi possono essere considerati come una seconda fonte di liquidità, e spesso le banche sono riluttanti a scendere sotto una certa soglia di titoli detenuti) e a seguito della diminuzione dei depositi è probabile che le banche mettano in atto una restrizione dei prestiti per rispettare i vincoli ai coefficienti imposti dalla normativa.

Le imprese, inoltre, non sono indifferenti tra il chiedere prestiti al settore bancario o emettere propri debiti sul mercato, questo perché per la maggioranza delle imprese non è conveniente emettere proprio debito sul mercato.

Come risultato, dopo una stretta economica ci aspettiamo che la differenza tra i tassi d'interesse bancari e i tassi d'interesse delle obbligazioni corporate aumenti.

Un impatto simile può essere portato anche da un cambiamento nella regolazione bancaria che imponga norme più restrittive per le banche come ad esempio dei nuovi livelli, più elevati, per i coefficienti

patrimoniali.

Dobbiamo considerare un fattore aggiuntivo al canale del credito e al canale del bilancio. Le banche non solo riducono il credito in modo generale, ma anche adottano criteri più stringenti per la concessione del credito a determinati clienti considerati più rischiosi dal punto di vista del merito creditizio, questo fenomeno definito *flight to quality* avviene quando i depositi bancari diminuiscono, e quindi si riducono le risorse bancarie. Per risolvere questa situazione le banche cercano di mantenere nel loro portafoglio clienti solo le controparti considerate meno rischiose o che hanno le migliori garanzie a protezione del debito.

1.4 RAZIONAMENTO DEL CREDITO (CREDIT RATIONING)

Mentre una modifica nel costo del finanziamento può essere ragionevolmente calcolata, il razionamento del credito è molto difficile da identificare e misurare nella pratica. Possiamo distinguere tre diverse forme di credit rationing:

1. Pure rationing, avviene quando il credito è negato solo ad alcuni debitori mentre altri soggetti con le medesime caratteristiche ricevono il credito. In questo caso, l'ente creditizio ha imposto un tasso d'interesse al quale la domanda per finanziamento è superiore all'offerta.
2. Divergent views rationing, avviene quando i debitori vorrebbero prendere a prestito al tasso di mercato prevalente giudicando il loro investimento come non un serio rischio di credito. Ma le istituzioni creditizie hanno una visione divergente e rifiutano di concedere il finanziamento. In questa circostanza i debitori che non hanno ottenuto il finanziamento ai tassi di mercato prevalenti possono concludere che sono stati soggetti al razionamento del credito da parte dell'istituto creditizio. Anche quando debitori e creditori trovano un accordo sui criteri appropriati, possono avere differenti visioni sul futuro relativo ai prezzi delle attività e sui flussi di cassa futuri.
3. Sectoral rationing, si riferisce alla chiusura della concessione del credito ad un intero settore, così come ad alcune classi di debitori o alcune tipologie di debitori. Per alcuni settori, gli istituti di credito si possono trovare in difficoltà nel valutare quale siano i buoni o i cattivi finanziamenti da intraprendere e scelgono

quindi di non emettere credito in generale. Questo tipo di razionamento del credito può essere legato al Divergent views rationing quando i debitori hanno informazioni private o differenti punti di vista riguardo al proprio merito creditizio.

Il razionamento del credito è un aspetto molto rilevante nel credit crunch, viene infatti considerato un suo sottoinsieme. Un esempio di contrazione del credito potrebbe essere connesso con il fenomeno del *flight to quality* che ho nominato sopra. Oppure, un'altra forma potrebbe essere una riallocazione degli assets bancari che si concentra prevalentemente sui titoli governativi o su strumenti in valuta esterna e limita il credito al settore corporate.

1.5 LA TRASMISSIONE DEGLI EFFETTI

Parallelo allo studio sui canali di trasmissione degli effetti di una stretta monetaria sull'economia, è necessario analizzare come questi effetti hanno impatti asimmetrici in riferimento ai diversi soggetti interessati e ai canali d'influenza.

Questi aspetti sono molto importanti perché spiegano come interpretare il credit crunch e possono essere d'aiuto per le politiche d'adottare per mitigare il problema e le indesiderate conseguenze.

Il canale del bilancio ha inizialmente un impatto simmetrico sull'economia, infatti aumentano il premio al rischio, essendo il debitore più rischioso aumenta anche il costo del debito per l'impresa a prescindere dalla struttura finanziaria. Questo in pratica penalizza maggiormente le piccole e medie imprese (PMI) che tipicamente non hanno accesso al mercato delle obbligazioni corporate.

Il *credit channel* e il razionamento del credito influenzano specialmente i debitori dipendenti dal settore bancario, in modo particolare le piccole e medie imprese, che non possono emettere obbligazioni sul mercato dato la bassa liquidità del loro debito.

L'emissione di obbligazioni corporate sarebbe inoltre sconveniente economicamente per le piccole e medie imprese perché gli investitori chiederebbero un rendimento molto elevato.

Gli istituti di credito percepiscono le piccole e medie imprese come generalmente più rischiose perché hanno meno informazioni a riguardo e un orizzonte temporale di analisi più ridotto. Per questo problema le piccole e medie imprese sono specialmente penalizzate dal fenomeno del *flight to quality* da parte delle banche verso controparti più sicure.

I tassi d'interesse pagati dalle imprese che emettono debito sul mercato può essere espresso come:

$$\text{CMDR} = \text{RF} + \text{GRP} \quad (1)$$

Dove RF è il tasso risk free dei titoli di stato del governo, GRP è il premio al rischio per il settore corporate (misurato con la differenza tra i rendimenti delle obbligazioni corporate e i titoli di stato).

Il tasso a cui le banche concedono credito (lending rate=LR) è composto da 3 componenti:

$$\text{LR} = \text{RF} + \text{GRP} + \text{BDBSS} = \text{CMDR} + \text{BDBSS} \quad (2)$$

Dove RF, GRP, CMDR sono definiti come sopra e BDBSS è lo spread specifico per ciascun debitore stabilito dalla banca.

Il grafico di fig. 1 descrive in modo schematico cosa risulta dalle variazioni che si verificano tramite il *bank lending channel* e lo confronta con l'impatto del *flight to quality*. Nell'asse delle ordinate è riportato il tasso (r) al quale è concesso il credito. Nell'asse delle ascisse è invece riportata la quantità di credito concessa (L).

Si consideri la domanda per il credito, LDo come un valore fisso dato, si ipotizza infatti che solo l'offerta di credito si muova. L'effetto derivante dal *bank lending channel* è rappresentato dallo spostamento parallelo da LSo a LS1. Invece l'effetto prodotto dal *flight to quality* è dato dallo spostamento non parallelo che si verifica con il passaggio da LSo a LS2.

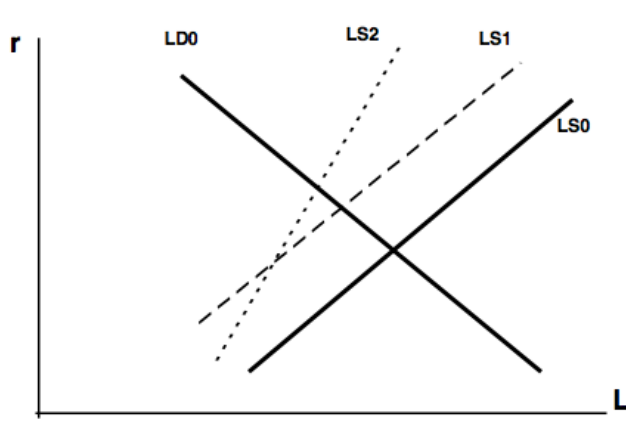


Figura 1: Andamento tassi.

Un altro fattore che può influenzare negativamente le piccole e medie imprese in termini di disponibilità e costo del finanziamento deriva dallo spostamento dei depositi bancari da parte dai risparmiatori. Questo avviene quando i soggetti possessori dei depositi, coscienti della fragilità delle banche, preferiscono spostare i loro risparmi verso altri intermediari considerati più sicuri e meno vicini al fallimento. Quindi per esempio, le banche estere possono essere considerate più sicure di quelle nazionali, le piccole banche sono viste come più rischiose in quanto è meno probabile che il governo venga in loro soccorso in caso di difficoltà. In più, una contrazione del credito danneggia i debitori che si sono affidati maggiormente alle piccole banche o alle banche nazionali dato che sono quelle che maggiormente risentono della riduzione nei depositi. Per la natura e per le caratteristiche del loro business, sono le piccole e medie imprese che tipicamente dipendono maggiormente dalle banche nazionali e territoriali. (Berger, Kashayap and Scalise 1995).

1.6 CREDIT CRUNCH O CAPITAL CRUNCH?

Si è visto come il termine credit crunch viene usato per indicare una grande varietà di condizioni del credito. Proprio per questa grande varietà di definizioni, spesso si parla di credit crunch in modo inopportuno anche quando in realtà non c'è alcuna evidenza del fenomeno ma si tratta solo delle normali asimmetrie informative e incertezze presente nei mercati. Storicamente, il fenomeno del credit crunch è associato alla disintermediazione, e cioè la perdita di depositi bancari quando sono presenti alti tassi di rendimento su assets esterni al settore bancario. (R. Syron, 1991)

Per mediare alla perdita di fondi le banche si trovano costrette a ridurre l'offerta di credito.

Per individuare se realmente stiamo assistendo ad un credit crunch operato dalle banche dobbiamo prestare particolare attenzione all'andamento dei depositi bancari. Questo è importante per valutare se stiamo entrando nel credit crunch derivante da una riduzione dei depositi bancari oppure se stiamo assistendo ad un capital crunch, cioè ad una riduzione del capitale della banca più che dei depositi.

La stretta creditizia derivante dal credit crunch o dal capital crunch, produce in ogni caso gli stessi effetti nell'economia reale. Influenza per prima i debitori dipendenti dal settore bancario e situati nei settori che hanno già subito le maggiori perdite di capitali a causa dallo

shock negativo.

La categoria che maggiormente risente negativamente dalla stretta creditizia è quella delle piccole e medie imprese in quanto più dipendenti dal credito bancario per finanziare le loro operazioni e investimenti. Hanno inoltre un ulteriore elemento di criticità è cioè la difficoltà nel costruire un rapporto di fiducia con l'istituto creditizio. Quindi quando un canale del credito viene meno, molte aziende passano un periodo di straordinaria difficoltà nello sviluppare un nuovo canale di accesso al credito.

La ragione principale deriva innanzitutto da un motivo economico, cioè il costo della raccolta d'informazioni e la loro valutazione spesso sono maggiori del guadagno che le banche ricavano da crediti di piccola quantità concessi alle piccole e medie imprese.

LA SITUAZIONE MACROECONOMICA ITALIANA

2.1 LO SCENARIO GLOBALE ED EUROPEO

In questo capitolo si vuole analizzare la situazione macroeconomica italiana alla luce dei recenti tumulti nel campo economico e finanziario avvenuti dalla fine del 2007 e si cercherà inoltre di valutare l'andamento delle variabili più rappresentative.

La crisi economica mondiale avvenuta nel 2008, che ha trascinato e amplificato i suoi effetti anche nel 2009 ha generato un crollo delle attività produttive e parallelamente ha causato notevoli difficoltà per il sistema bancario. Per tentare di ridurre gli effetti che la crisi stava generando i governi delle principali economie, si sono visti costretti ad adottare misure anticicliche. Queste politiche hanno però avuto effetti negativi immediati portati ad un incremento del deficit e di conseguenza anche ad un aumento della crescita dei debiti pubblici. La recessione vissuta in quegli anni ha dunque accresciuto la crescita del debito in rapporto al PIL¹.

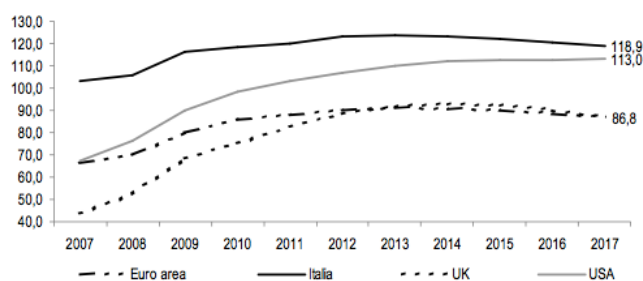


Figura 2: Dinamica del debito pubblico italiano.

La fase di recupero a questo periodo di crisi ha posto in evidenza la fragilità fiscale degli Stati che ne sono stati maggiormente colpiti e in particolare per quelli con un alto tasso di debito pubblico. Gli effetti sono maggiormente evidenti in un contesto europeo caratterizzato da effetti sistemici causati dalla mancata convergenza delle politiche fiscali.)

¹ Il peso del debito pubblico sul PIL è influenzato dalla dinamica del saldo di bilancio pubblico, dalla spesa per interessi e dal tasso di crescita. [37]

Nel 2011 si assiste ad un'ulteriore peggioramento nel sistema economico italiano causato dalla crisi del debito sovrano. Dalla seconda metà del 2011 i mercati hanno evidenziato un calo di fiducia sulla capacità dello Stato Italiano di sopportare il suo debito. Nel corso del 2012 dopo un inizio che sembrava aver diminuito la tensione, si assiste da marzo ad un nuovo calo della fiducia che vede come causa principale l'elevato debito pubblico e il suo alto costo, associato inoltre ad una bassa crescita economica.

In quest'ultimo anno i governi delle maggiori economie europee per dare maggiore fiducia ai mercati riguardo alla situazione dei loro debiti e alle tensioni che si sono sviluppate intorno alla sostenibilità degli stessi, congiuntamente al superamento della fase più acuta delle recessioni, hanno adottato politiche fiscali restrittive con l'obiettivo di riduzione del debito pubblico.²

2.2 IL PIL: UN CONFRONTO EUROPEO

Riporto ora i dati trimestrali del PIL Italiano nel periodo di riferimento 2000q1 al 2012q3 per un totale di 51 osservazioni, il grafico N1 riporta l'andamento del PIL Italiano a valori correnti in milioni di euro, i dati hanno come fonte il database dell'Eurostat. Il grafico N2 riporta invece la variazione percentuale del PIL italiano sul periodo precedente, il periodo di riferimento va dal 2000 al 2012.

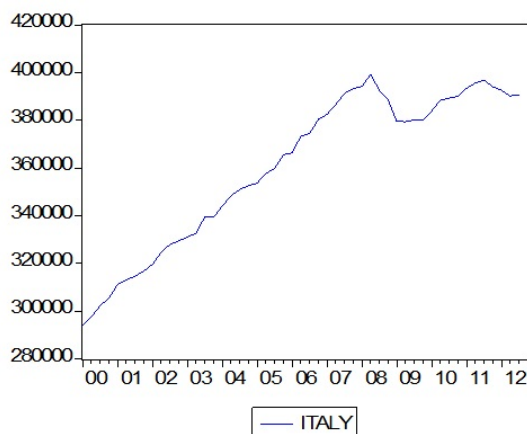


Figura 3: PIL italiano.

² La dinamica dei debiti pubblici della zona Euro, è condizionata dalle decisioni restrittive di politica di bilancio dei paesi dell'area europea.[37]

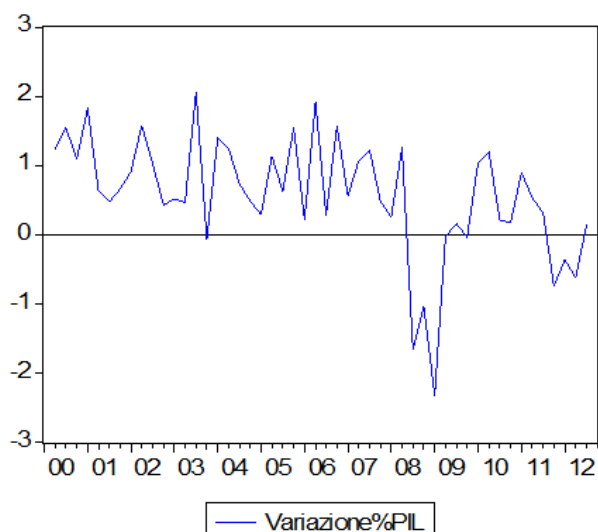


Figura 4: Variazione percentuale PIL.

Come si può vedere dai grafici, l'andamento del PIL italiano è in una fase di trend crescente fino alla fine del 2007. Possiamo però osservare come già a partire dal 2001, l'economia Italiana entra in una fase di stallo, guardando il grafico n2 possiamo infatti vedere come ci sia un rallentamento molto evidente nella crescita per tutto il 2001. Si hanno successivamente valori di crescita molto contenuti, con una punta di massimo nel 2003q2 pari ad una crescita del 2% ma per assistere nel trimestresuccessivo ad una repentina discesa, crollando ad una crescita pari allo 0%.

Il trend positivo di crescita si conclude nel 2007. Nel 2008, giungono anche in Italia i riflessi della crisi finanziaria che si sono espansi dall'America dopo il fallimento della Lehman Brothers e che portano le loro ripercussioni anche nell'economia reale. Nel primo trimestre del 2009 il PIL Italiano tocca quota negativa pari a più del -2%, nel corso del biennio 2009-2010 il Pil italiano torna timidamente a crescere anche se con valori sempre molto contenuti. Una nuova discesa nei valori, che fa registrare variazioni percentuali negative si ha nel 2011 e nella prima metà del 2012.

Le previsioni di crescita per la fine del 2012 e per il 2013 sono state riviste al ribasso dalle valutazioni censite dagli analisi di Consensus Economics e dalle recenti proiezioni del Fondo Monetario Internazionale (Fmi); nella *Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2012* diffusa dal Governo, la dinamica del prodotto, pari a -2,4 per cento nel 2012, rimarrebbe negativa anche nel 2013 (-0,2 per cento).

[16]

Nei grafici sottostanti riporto l'andamento del PIL degli Stati più significativi dell'area Euro, possiamo vedere come tutti gli andamenti abbiano risentito tra il 2008 e il 2009 della crisi finanziaria ed economica, si vede infatti per tutti gli Stati presi ad esame un'interruzione del trend positivo e un rallentamento in quegli anni, interessante è vedere come i diversi Stati hanno reagito alla recessione verificatasi. Si può vedere come Grecia, Spagna e Italia siano gli Stati che hanno avuto la crescita più lenta dopo il punto di minimo raggiunto nel 2008.

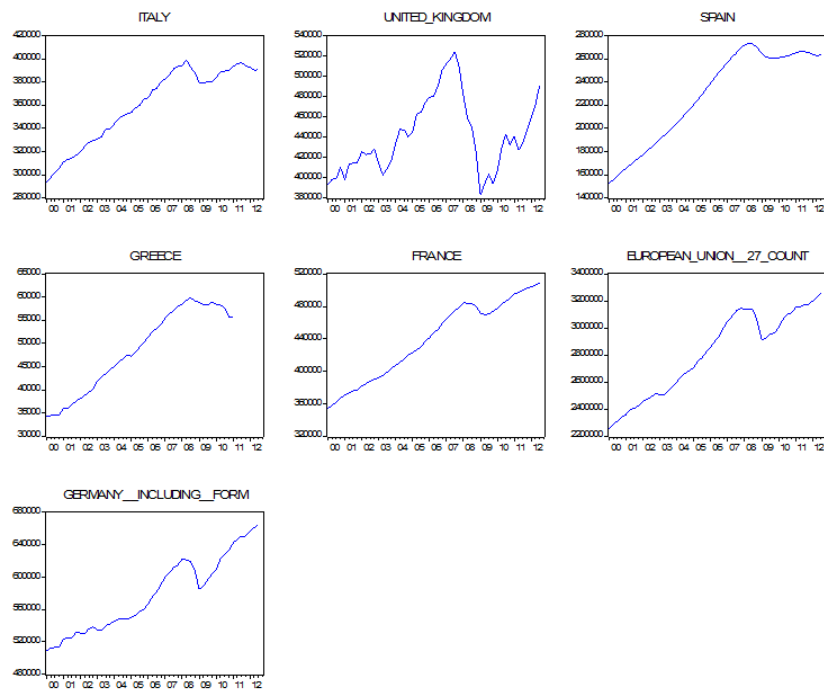


Figura 5: Andamento del GDP per alcuni Stati dell'area euro.

Riporto ora in un unico grafico tutti gli andamenti del PIL delle economie che ho preso a riferimento per meglio riuscire ad individuare gli elementi comuni e per meglio valutare la quantità della ripresa che si è verificata in alcuni Stati.

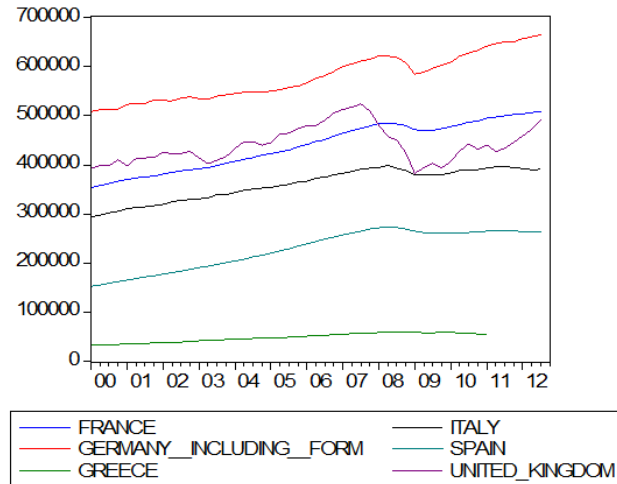


Figura 6: Confronto GDP Stati UE.

Come possiamo vedere da questo grafico Germania e Gran Bretagna sono gli Stati dell'area Euro che hanno maggiormente risentito nel 2008 della crisi finanziaria ed economica, questo è da associarsi principalmente alla grande interazione che queste due economie hanno con le aree extra europee, sono infatti gli Stati che hanno risentito maggiormente del rallentamento economico dell'America a causa dei loro più stretti rapporti economici e finanziari. Questo è particolarmente evidente soprattutto per quanto riguarda la Gran Bretagna, che nel 2009 vede il suo Prodotto Interno Lordo precipitare a livelli di quello Italiano. Molto interessante è però vedere come questi due stati sono quelli che hanno anche saputo meglio reagire e dal 2010 hanno registrato un trend in continua crescita. Segue la Francia che registra un debole trend positivo.

La situazione di Spagna e Italia resta molto incerta, si alternano periodi di crescita a periodi di recessione sempre però molto prossimi allo zero.

2.3 LE COMPONENTI DEL PIL

Risulta interessante a questo punto scomporre il PIL nelle sue componenti principali per valutare da quali variabili ne è stato principalmente influenzato e in che misura.

2.3.1 *I Consumi totali*

La prima variabile che si intende analizzare è quella dei consumi totali.

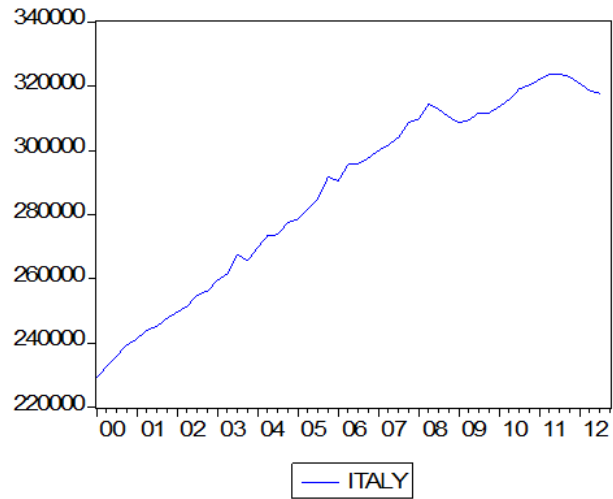


Figura 7: Andamento consumi totali italiani.

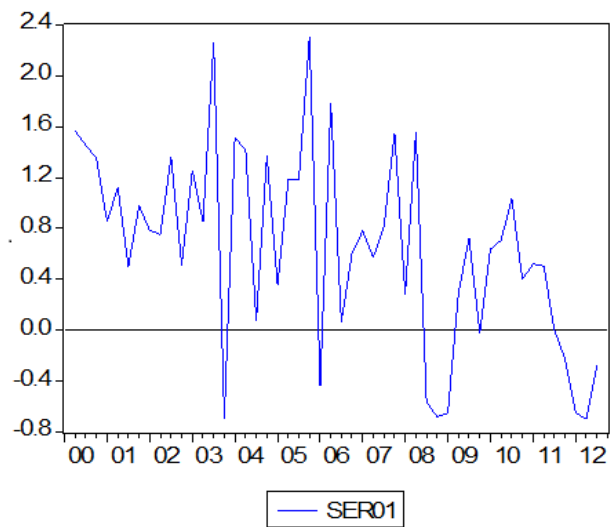


Figura 8: Variazione percentuale consumi italiani.

Come si vede, i consumi italiani, in continua crescita dal 2000 al 2007, registrano una brusca frenata nel 2008, con un calo quasi pari al $-0,8\%$, si assiste ad una ripresa molto tenue con un picco di $+1\%$ nei consumi nel secondo trimestre del 2010. Però per tutto il 2011 la variazione percentuale dei consumi rispetto al periodo precedente crolla e dalle metà del 2011 e per tutto il 2012 i valori che si registrano restano negativi.

Interessante è ora valutare e confrontare questa variabile con i consumi delle sole famiglie, riporto quindi sotto la variabile corrispondente.

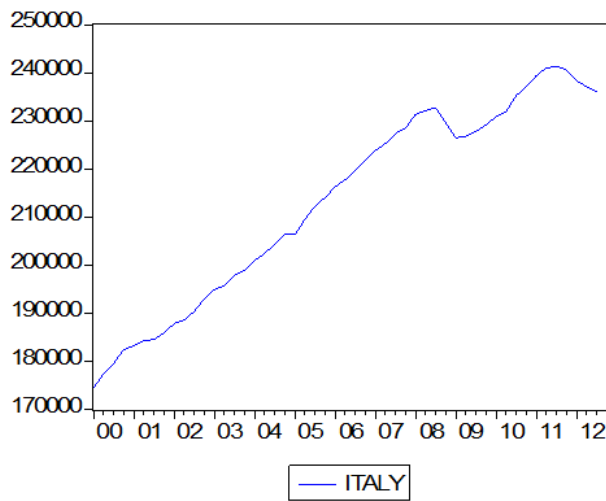


Figura 9: Consumo delle famiglie italiane.

Come si vede dal grafico i consumi delle famiglie risentono maggiormente degli effetti della crisi finanziaria ed economica, hanno infatti variazioni negative molto più severe.

Per meglio avere una panoramica della situazione relativa ai consumi totali, riporto ora l'andamento della variabile anche per gli altri Stati Europei che ho preso a riferimento nella mia analisi:

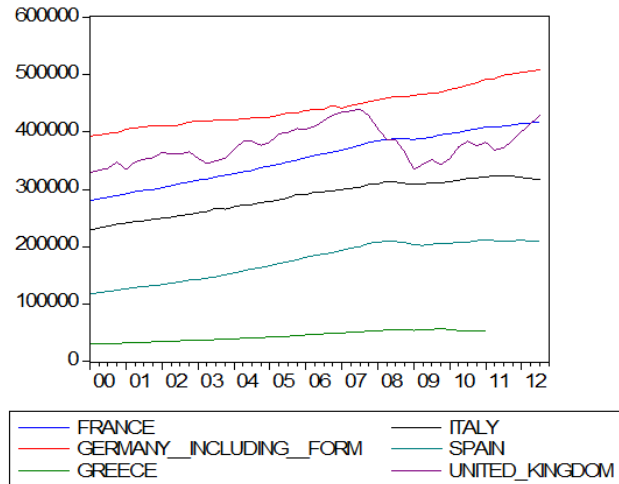


Figura 10: Confronto consumi totali Stati UE.

Come si può vedere dai grafici che ho riportato la Gran Bretagna ha risentito maggiormente della crisi finanziaria ed economica, si assiste infatti da metà del 2007 alla fine del 2008 ad una brusca caduta dei consumi. Si registra una ripresa decisamente più significativa dalla metà del 2011 e la ripresa continua anche per la prima metà del 2012. Come si vede dai grafici riportati sottostante, nel 2012 non si è verificata ancora la ripresa nei consumi in Italia e Spagna, la Grecia presenta ancora un andamento molto negativo, mentre Francia, Inghilterra e Germania sembrano essere riuscite a dare nuovo vigore ai consumi.

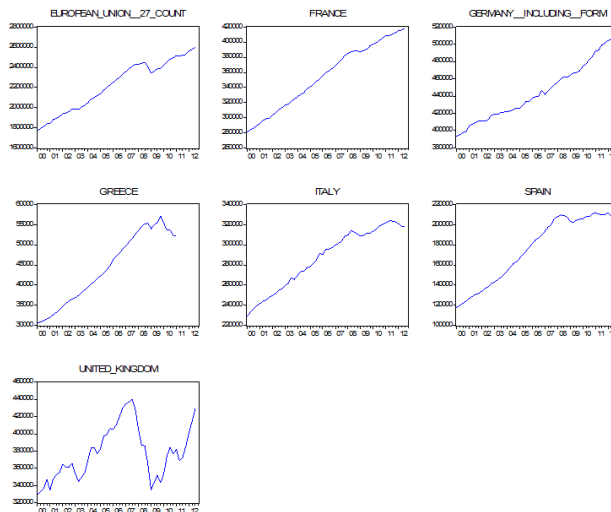


Figura 11: Andamento dei consumi per alcuni Stati dell'area euro.

2.3.2 *Gli investimenti*

La variabile relativa agli Investimenti è di notevole importanza per capire il grado di fiducia degli operatori del mercato e per valutare l'andamento dell'economia, essendo una delle componenti primarie nel calcolo del PIL. Per meglio analizzare la situazione dell'economia italiana viene sotto riportato il grafico rappresentante gli investimenti italiani.

Il primo grafico (Fig. 12) rappresenta gli investimenti espressi in milioni di euro, mentre quello di Fig. 13 rappresenta gli investimenti espressi come percentuale del PIL.

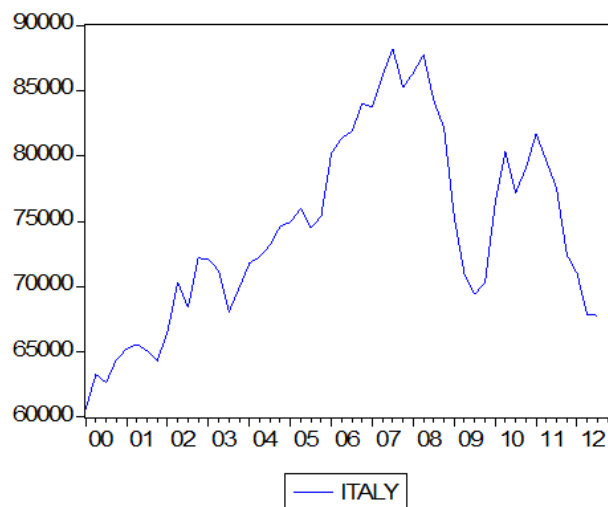


Figura 12: Andamento degli investimenti italiani.

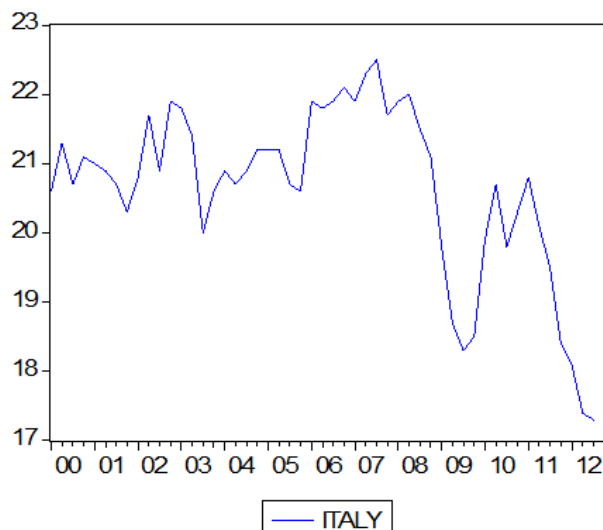


Figura 13: Andamento degli investimenti come percentuale del PIL.

Come possiamo vedere, anche per quanto riguarda la variabile Investimenti si assiste ad un calo nel quarto trimestre del 2001 in concomitanza con la situazione di stallo che si era verificata in quel periodo nell'economia italiana, seguito da un successivo calo nel secondo trimestre del 2003, si assiste poi ad un continuo e rapido aumento degli investimenti italiani fino al terzo trimestre del 2008 che registra un vertiginoso calo degli investimenti, nel 2010 si assiste ad una timida ripresa, ma il valore crolla nel 2011 e la discesa continua anche nel 2012. Interessante è notare anche il grafico n.2 dove si vede chiaramente come gli investimenti calcolati come percentuale del PIL siano davvero ad un livello molto basso e la discesa sembra continuare anche nel 2012.

Per quanto riguarda la situazione e il confronto con gli altri stati europei presi a riferimento, riporto ora i grafici corrispondenti:

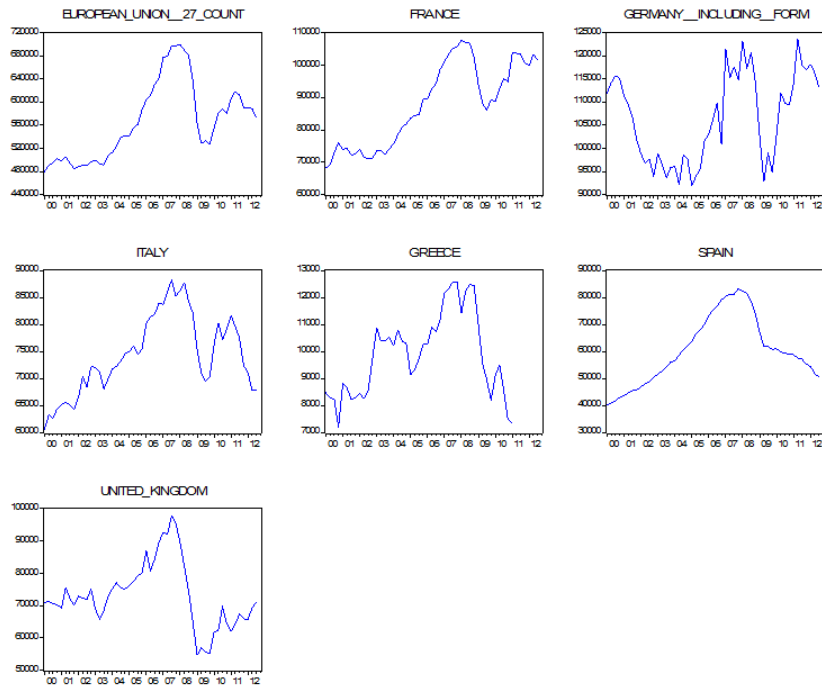


Figura 14: Andamento degli investimenti per alcuni Stati dell'area euro.

Come si vede, tutti gli stati presi a riferimento hanno registrato un netto calo nel volume degli investimenti nel 2008, in particolare si vede come gli stati che maggiormente hanno risentito degli shock derivanti dalla crisi finanziaria ed economica sono Gran Bretagna e Germania. Lo stato che per quanto riguarda gli investimenti sembra aver meglio reagito agli shock negativi è la Francia, che nonostante abbia registrato un calo significativo nel 2008 già nel 2009 si assiste ad una rapida ripresa. Da considerare con attenzione è la situazione spagnola, si può chiaramente vedere come infatti la Spagna dopo la caduta del 2008 non sia più riuscita a rilanciare l'economia e gli investimenti, il valore è tutt'ora in continua discesa. Come possiamo vedere più chiaramente dal grafico sottostante, i primi 2 trimestri del 2012 registrano un valore negativo per gli investimenti per tutti gli stati presi come riferimento, l'unica eccezione è la Gran Bretagna che vede un progressivo miglioramento degli investimenti anche in questo ultimo periodo.

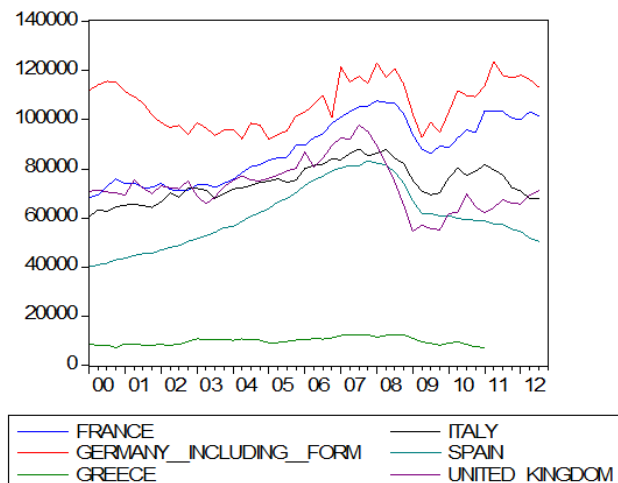


Figura 15: Confronto degli investimenti Stati UE.

2.3.3 Le esportazioni

La variabile che s'intende analizzare ora è quella delle esportazioni.

Il grafico sottostante rappresenta le esportazioni italiane, come si vede, dopo un periodo di stallo dal 2000 al 2002, a partire dal secondo trimestre del 2003 si assiste ad una rapida crescita delle esportazioni che raggiunge il suo picco nel quarto trimestre del 2007. Nel 2008 gli shock negativi derivanti dalle ripercussioni della crisi finanziaria porta la domanda estera ad un vertiginoso calo che si ripercuote sulle esportazioni italiane per tutto il 2008 e fino a metà del 2009. Dal secondo trimestre del 2009 sembra infatti che le esportazioni italiane abbiano trovato nuovo vigore. Nonostante sia da registrare un periodo d'incertezza alla fine del 2011.

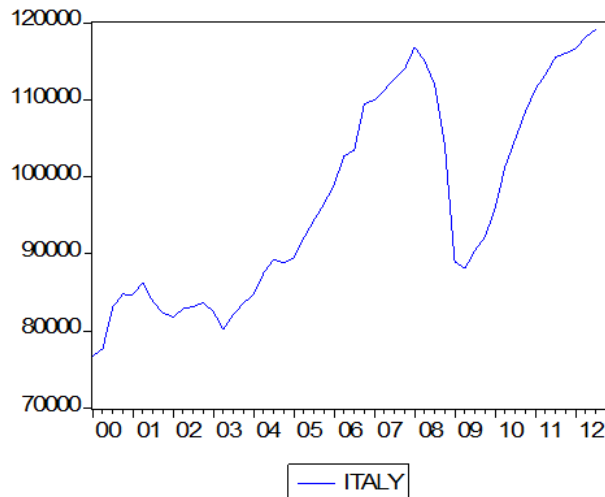


Figura 16: Andamento delle esportazioni italiane.

Risulta interessante confrontare la situazione delle esportazioni italiane anche con quella che si verifica in Europa con particolare riferimento agli stati presi in analisi. Riporto sotto il grafico rappresentate l'andamento delle esportazioni in alcuni stati europei per poter effettuare un'analisi comparata con la situazione italiana.

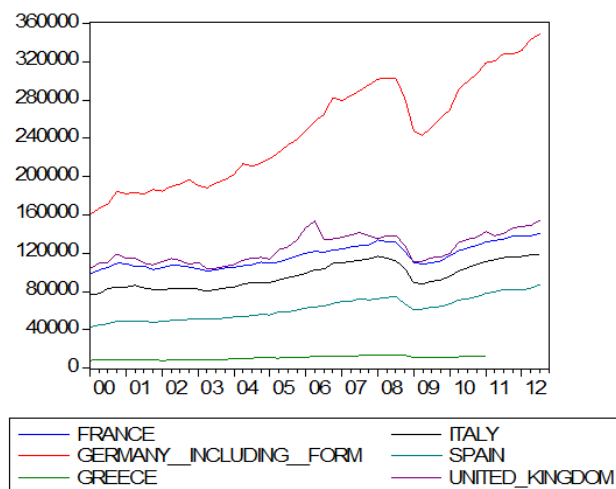


Figura 17: Confronto dell'export Stati UE.

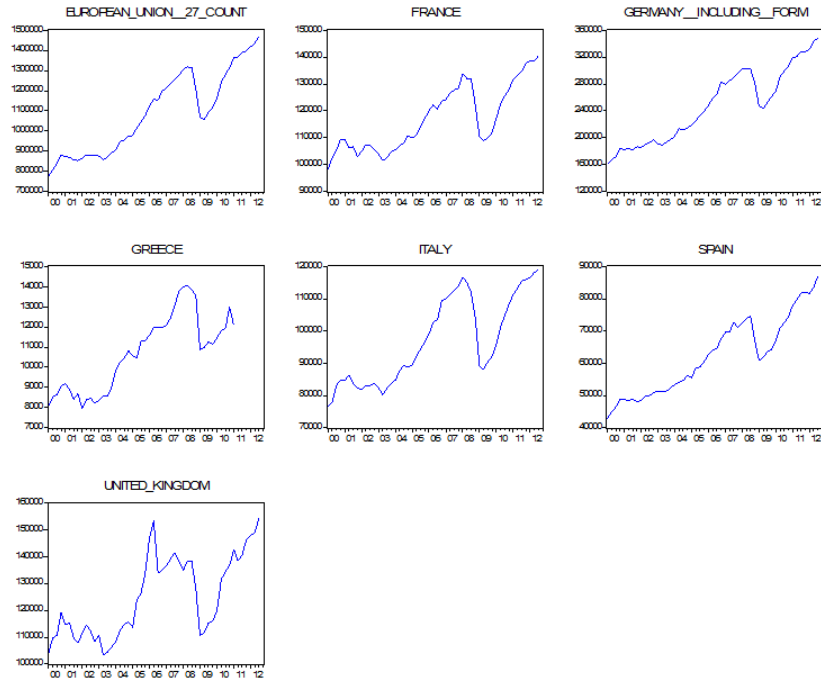


Figura 18: Andamento delle esportazione Stati UE.

Come si vede dai grafici sottostanti dal 2009 per tutti gli stati presi ad esame, con la sola eccezione della Grecia, le esportazione hanno ripreso il loro trend positivo che era cominciato dall'inizio del 2003. Dal grafico di Fig. 18 si vede chiaramente come la Germania sia lo Stato che maggiormente sia stato colpito dal calo delle esportazioni, essendo anche il Paese con il volume maggiore di esportazioni.

2.3.4 Le importazioni

Dopo aver analizzato le esportazioni, per poter calcolare la bilancia necessaria al calcolo del PIL è necessario analizzare anche l'andamento delle importazioni.

Viene riportato il grafico rappresentante le importazioni italiane. Come risulta dal grafico, anche le importazioni presentano un calo per tutto il 2008 e per il primo trimestre del 2009, nel corso del 2010 si assiste ad una risalita delle importazioni che subisce però un rallentamento dal 2011, discesa del valore che prosegue anche per i primi trimestri del 2012.

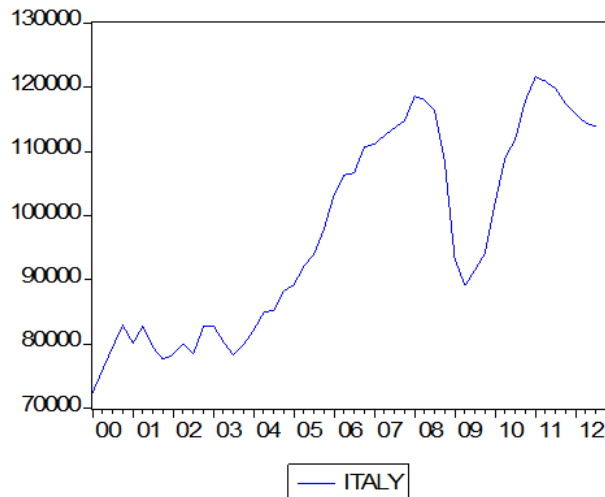


Figura 19: Andamento delle importazioni italiane.

Si riportano ora i valori delle importazioni degli altri stati europei presi a riferimento per poter effettuare un'analisi comparata con la situazione italiana.

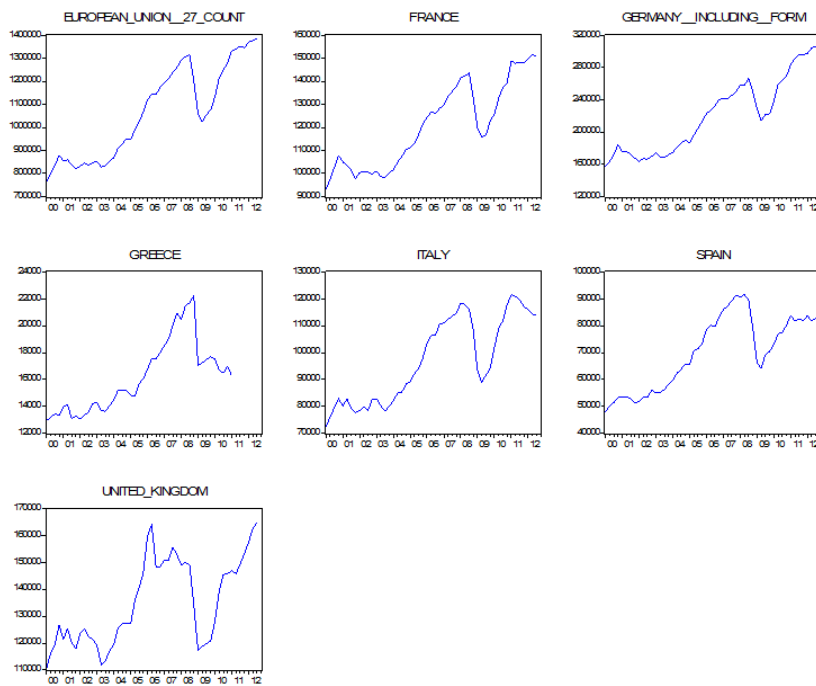


Figura 20: Andamento import per Stati UE.

Dall'andamento dei grafici riportati sopra si vede come, dopo il calo delle importazioni verificatosi nel 2008, il valore è ripreso a crescere

per tutto il 2009 in tutti i Paesi presi ad esame.

Nel periodo tra la metà del 2010 e la metà del 2011 si assiste in Gran Bretagna ad una stagnazione delle importazioni, si verifica cioè un anno senza crescita nel valore delle importazioni, che riprendono però con una crescita molto sostenuta dal terzo trimestre del 2011 e anche per la prima metà del 2012. Una situazione di stallo si verifica anche in Francia nel corso del 2011, ma la ripresa è molto lenta anche durante la prima metà del 2012. La situazione in Spagna è differente perché la ripresa delle importazioni che si è verificata nel corso del 2009 e del 2010 non è riuscita a riportare il valore delle importazioni al livello precedente la crisi finanziaria, come si è verificato per gli altri stati europei presi a campione, inoltre in Spagna si assiste dalla fine del 2010 ad una situazione di crescita delle importazioni prossima allo zero.

Interessante risulta anche valutare come l'andamento negativo delle importazioni in Italia nel 2012 sia in controtendenza con l'andamento che si verifica nel grafico rappresentante l'Unione Europea a 27 Stati.

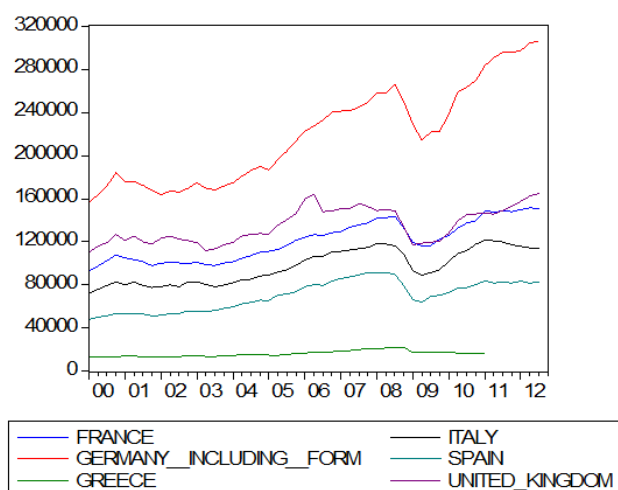


Figura 21: Confronto andamento import Stati UE.

Dal grafico di Fig. 21 si riesce a cogliere con più chiarezza come la Germania sia riuscita a far ripartire le importazioni a livelli anche di molto superiori a quelle pre-crisi del 2007.

2.3.5 La Bilancia Commerciale

Dopo aver analizzato separatamente esportazioni e importazioni, riporto ora il grafico rappresentante la bilancia commerciale per l'Italia

e cioè il valore di esportazioni meno il valore delle importazioni.

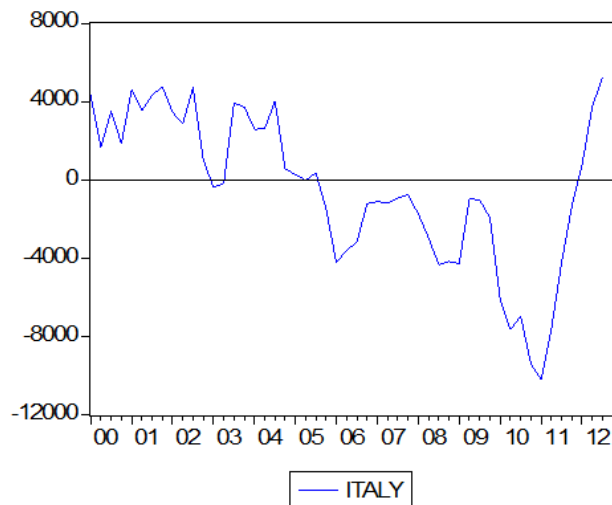


Figura 22: Andamento bilancia commerciale italiana.

Dalla sua analisi possiamo vedere come la bilancia commerciale italiana registra valori positivi fino alla metà del 2005, si vede un'eccezione con un valore sotto lo zero nel secondo trimestre del 2003, causato da un calo contemporaneo di importazioni ed esportazioni. Dalla seconda metà del 2005, la bilancia commerciale risulta essere sempre negativa, si hanno quindi importazioni maggiori delle esportazioni per 5 anni, fino alla fine del 2011. Gli effetti della crisi finanziaria nella riduzione e nel peggioramento delle condizioni della bilancia commerciale sono evidenti dal primo trimestre del 2009, quando il valore della bilancia crolla drasticamente rappresentando un rallentamento molto serio nelle relazioni commerciali con i Paesi partner dell'Italia. Nel corso del 2011 la situazione sembra migliorare, grazie alla spinta fornita dalle esportazioni, che registra una forte crescita, e alla contrazione delle importazioni, soprattutto nel corso della prima parte del 2012.

Dal grafico sottostante si può vedere come dall'inizio del 2012 la bilancia commerciale sia tornata ad assumere un valore positivo.

Per meglio comprendere il contesto europeo in cui si trova l'Italia, riporto ora anche i grafici rappresentanti il valore della bilancia commerciale delle economie europee che ho preso a riferimento.

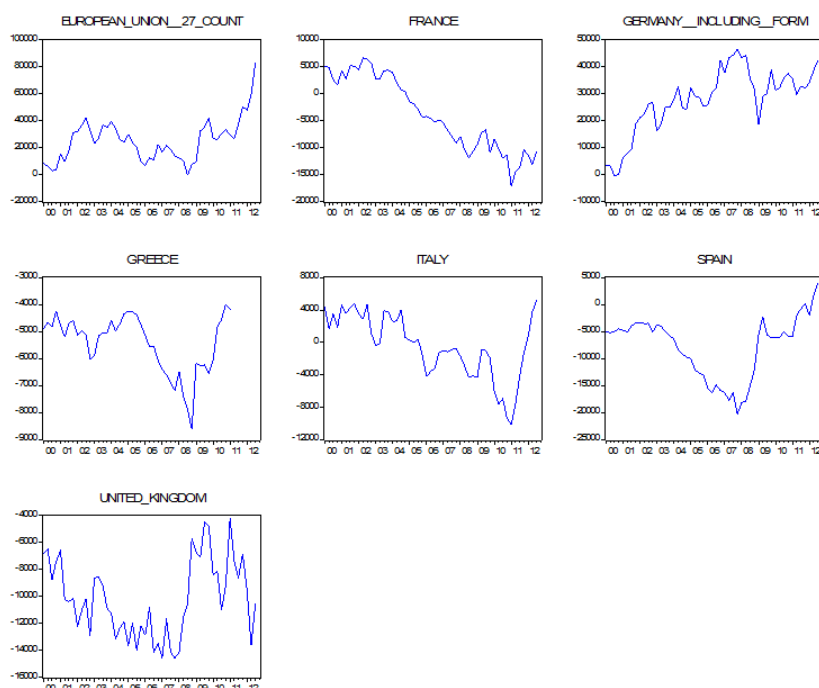


Figura 23: Andamento bilancia commerciali Stati UE.

Si consideri il grafico rappresentante la media della bilancia commerciale per l'Unione Europea a 27 stati; come si può osservare, dopo un valore registrato pari a zero nella metà del 2008, la bilancia commerciale torna ad avere valori sempre positivi e un trend di progressiva crescita che continua anche nella prima metà del 2012.

Le situazioni di difficoltà nelle esportazioni si registrano per Francia e Gran Bretagna che mantengono una bilancia commerciale in deficit, dal grafico si vede soprattutto nel caso delle Francia un trend molto negativo, segno di politiche commerciali che sono state poco adatte al risanamento della bilancia commerciale. La stessa valutazione può essere fatta anche per la Gran Bretagna, anche se tra il 2008 e il 2011 ha registrato notevoli valori di recupero del deficit. Dato che crolla però agli inizi del 2012. La Germania presenta una bilancia commerciale sempre in surplus, una diminuzione del surplus si è verificata nella prima parte del 2009, sintomo della crisi finanziaria e delle difficoltà economiche dei Paesi con cui la Germania intrattiene relazioni economiche. L'andamento della bilancia commerciale della Germania è sintomo di come l'economia tedesca sia molto legata alle esportazioni, e quindi alle relazioni con gli Stati partner economici. Questo è molto importante e deve essere considerato attentamente nel caso in cui i Paesi con cui la Germania intrattiene relazioni economiche si trovia-

no in situazioni di difficoltà e siano obbligati a ridurre le importazioni. Interessante è anche vedere come il surplus della bilancia commerciale tedesca stia aumentando notevolmente a partire dalla fine del 2000 e cioè in concomitanza con l'introduzione della moneta unica europea. Confrontando la situazione di Spagna e Italia, si può notare come, nonostante l'Italia abbia da sempre una bilancia commerciale migliore, negli ultimi anni, soprattutto a partire dal 2009, le politiche spagnole siano riuscite nell'intento di riportare la bilancia commerciale ad una situazione di surplus, a differenza di quanto verificatosi in Italia, dove la situazione sembra ancora altalenante, nonostante dagli inizi del 2011 ci sia una crescita molto sostenuta guidata da un forte aumento delle esportazioni e da una diminuzione delle importazioni.

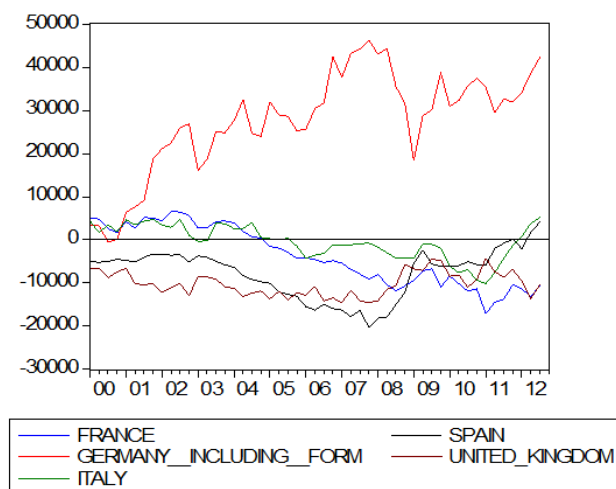


Figura 24: Confronto bilancia commerciale Stati UE.

Il grafico di Fig. 24 mette in evidenza con più chiarezza quanto detto precedentemente, da questo grafico infatti appare ancora più evidente il ruolo centrale che rivestono le esportazioni per l'economia della Germania, si vede dal grafico che il valore più basso registrato per la bilancia commerciale tedesca si verifica nel momento di miglioramento delle altre bilance commerciale europee, sintomo di come quando diminuiscono le importazioni per gli altri stati membri dell'Unione Europea, la Germania ne risente pesantemente. La rapida ripresa della bilancia commerciale tedesca evidenzia come la Germania è riuscita a spostare le sue relazioni commerciali e le sue esportazioni verso Stati extra-UE, che non sono interessati dalla crisi del debito sovrano che dal 2011 sta interessando tutta la zona Euro. Sempre dal grafico sopra è evidente anche l'andamento della bilancia commerciale di Spagna e Italia, con la Spagna che è riuscita a riporta-

re la sua bilancia in una situazione di surplus per la prima volta dopo l'introduzione della moneta unica.

2.4 LE SCORTE

Viene riportato ora il grafico rappresentante l'andamento delle scorte in Italia, come possiamo vedere, c'è un andamento ciclico nella dinamica delle scorte, si registrano infatti punte di massimo in concomitanza del primo e del terzo trimestri di ogni anno, per poi assistere ad un calo delle scorte nel secondo nel quarto trimestre, si può chiaramente vedere nel 2009 l'effetto della crisi finanziaria che ha portato il valore delle scorte a crollare per tutto l'anno. Una situazione simile si sta verificando dal terzo trimestre del 2011 all'inizio del 2012. Questo dato è rilevante ai fini della definizione della Domanda Intera di un Paese.

Il calo delle scorte è dovuto principalmente alla riduzione dei consumi che ha anche ridimensionato il livello degli investimenti e ha spinto le imprese a svuotare i magazzini (le scorte).

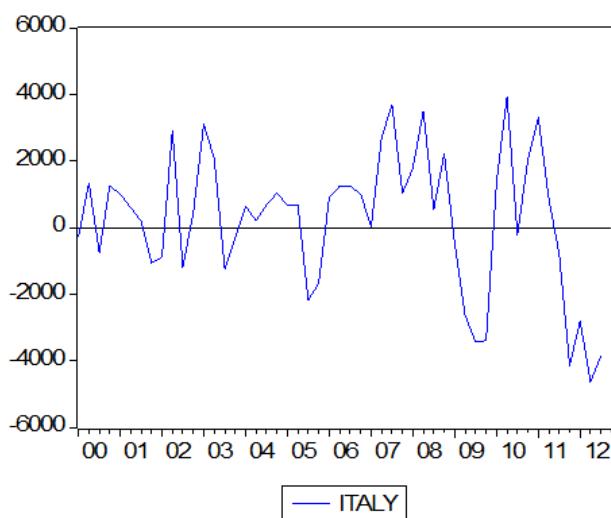


Figura 25: Andamento delle scorte italiane.

2.5 LA DOMANDA INTERNA

La domanda interna composta dalla combinazione di consumi, investimenti e variazione delle scorte, presenta nel periodo considerato un andamento crescente fino al primo trimestre del 2012, successi-

vamente si assiste ad un repentino calo della domanda interna che crolla per tutto il 2008, il 2009 non si vedono segni di ripresa e la domanda interna resta pressoché costante, per poi risalire debolmente nella prima metà del 2010. Come si può osservare dal grafico sotto riportato, dall'inizio del 2011 l'andamento della domanda interna è in continua diminuzione, anche nella prima metà del 2012 si assiste ad un continuo calo della domanda.

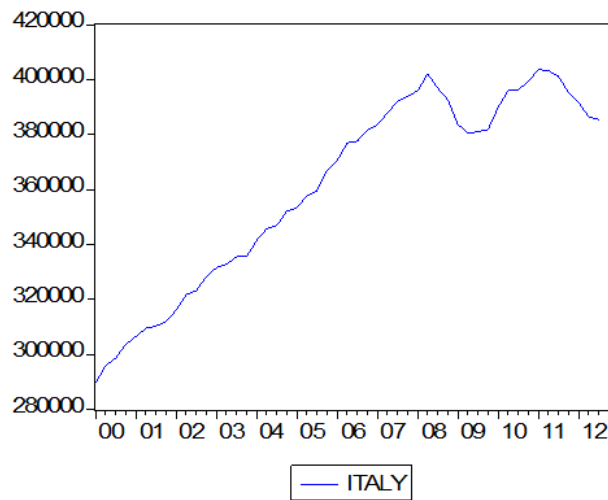


Figura 26: Andamento domanda interna italiana.

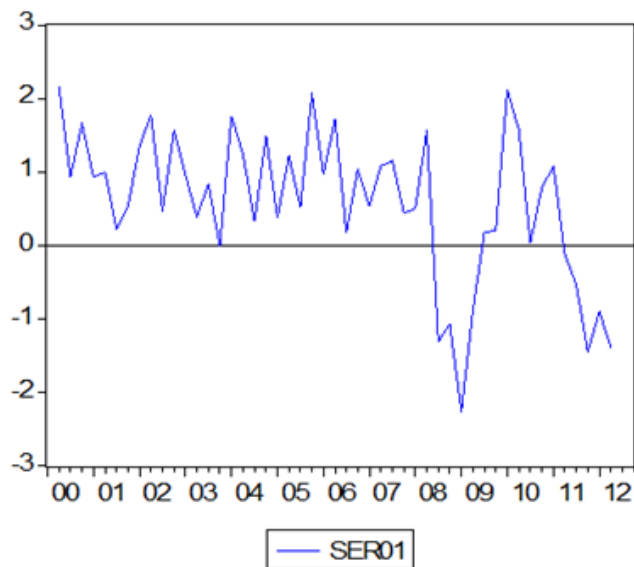


Figura 27: Variazione percentuale domanda interna.

Dal grafico di Fig. 27 possiamo vedere le variazioni percentuali della domanda interna rispetto al periodo precedente, come vediamo

anche in questo grafico, da metà del 2011 alla prima metà del 2012 la domanda interna resta largamente negativa facendo registrare una contrazione del valore superiore al -1%, resta ad ogni modo lontana dal picco negativo registrato all'inizio del 2009 con un valore superiore al -2%.

La domanda interna ha rappresentato la spinta principale alla crescita nel periodo pre-crisi finanziaria internazionale e anche nella prima fase di uscita. Nel 2011 come è possibile vedere dai grafici riportati precedentemente è stata la domanda estera a sostenere la crescita del Pil, a fronte di un contributo negativo fornito dalla domanda interna. Questa inversione di tendenza può essere interpretata come un segnale di cambiamento nello scenario delle opportunità di crescita per l'economia italiana. Da tenere in ogni caso sempre presente è il contesto di continua internazionalizzazione che sta sperimentando il sistema produttivo italiano.

Come si può vedere dal grafico sottostante, la caduta del PIL nel 2009 è stata in larga misura portata dal crollo dei consumi che si è registrato in quell'anno, seguito anche dalla diminuzione delle esportazioni e dalla riduzione delle scorte. Tra il 2008 e il 2009 si è assistito in Italia ad una recessione causata principalmente dalla crisi finanziaria internazionale che ha colpito anche l'economia reale.

Nel 2011 il PIL ha registrato valori positivi perché trainato dal valore delle esportazioni nette che ha dato nuovo vigore alla bilancia commerciale italiana. Restano sempre negativi invece i valori relativi ai consumi, come visto anche nel paragrafo precedente.

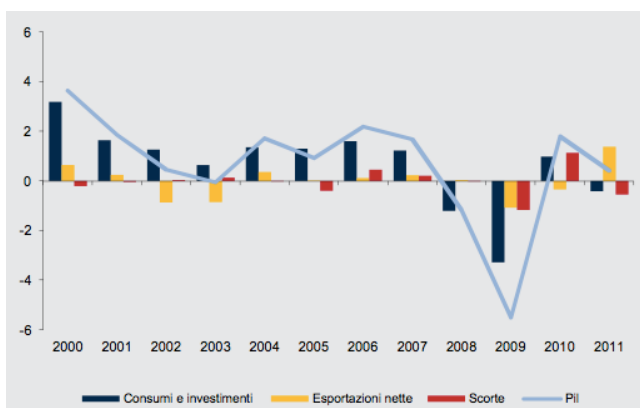


Figura 28: Componenti della domanda interna.

Dall'andamento della domanda interna si può intuire come l'economia per l'area Euro sia caratterizzata da un nuovo periodo di de-

bolezza, sono presenti andamenti difformi tra i diversi Paesi, questo in particolare perché la domanda interna è condizionata dalla continua situazione d'incertezza che i mercati dimostrano nei confronti dell'evoluzione della crisi del debito sovrano, che non sembra ancora risolta. Ulteriore elemento che condiziona la domanda interna sono le misure restrittive di finanza pubblica adottate dai governi . Per quanto concerne la situazione italiana, l'elemento più rappresentativo nella finanza pubblica è il raggiungimento di un punto di massimo storico nella pressione fiscale ³.

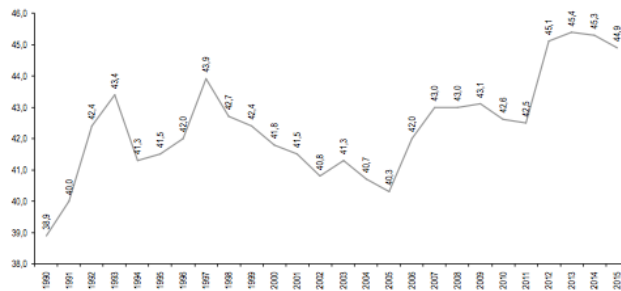


Figura 29: Pressione fiscale in Italia (in % del PIL).

Nel 2012 la situazione economica italiana è appesantita anche da una più elevata inflazione ⁴ , questo si è verificato nonostante il basso livello della domanda a causa della pressione fiscale più elevata che ha contribuito a mantenere elevato il tasso dell'inflazione. La percezione dei consumatori riguardo alla dinamica dei prezzi risulta anche più elevata rispetto alla reale variazione dell'indice dei prezzi al consumo.

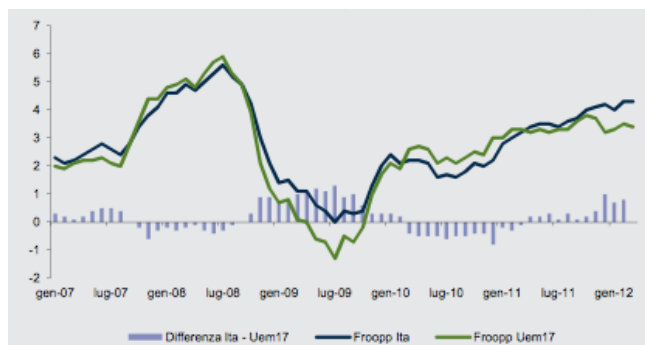


Figura 30: Indice armonizzato dei prezzi al consumo delle spese frequenti.

- ³ La pressione fiscale è calcolata come la somma di imposte dirette, imposte indirette, contributi sociali e imposte in conto capitale e il prodotto interno lordo, le imprese in conto capitale includono il gettito di condoni e sanatorie.
- ⁴ Si tratta di un'anomalia in quanto nei Paesi in recessione si assiste solitamente ad un rallentamento nella dinamica dei prezzi prodotto da una minor domanda. [37]

2.6 DISOCCUPAZIONE

Si riporta ora il grafico che prende in esame il tasso di disoccupazione italiano nel periodo dal 2000 alla prima metà del 2012.

Come si può notare il livello di disoccupazione italiano dal 2000 all'inizio del 2007 risultava costantemente in fase di diminuzione raggiungendo valori molto bassi pari al 6%. L'unico momento d'incertezza si è registrato nel 2002, quando l'economia italiana registrava un momento di stallo.

Con la crisi finanziaria internazionale, dal 2007 il tasso di disoccupazione italiano ha invertito la sua tendenza raggiungendo valori molto elevati, pari all'8,5%, si assiste alla fine del 2010 ad una ripresa dell'economia e quindi ad una leggera diminuzione del tasso di disoccupazione, ma la crisi dell'area Euro e la crisi del debito italiano del 2011 ha riportato nuovamente il tasso a valori molto elevati, ritornando ai livelli di disoccupazione del 2000, superiori al 10%.

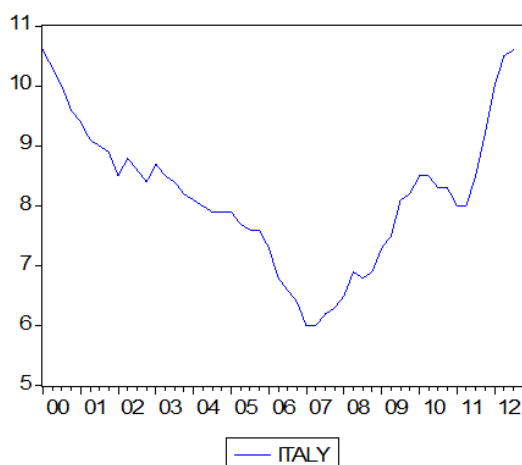


Figura 31: Andamento del tasso di disoccupazione italiano.

Il grafico di Fig. 32 riporta la suddivisione del tasso di disoccupazione differenziato per età dal 2003 al 2011, come vediamo dalla tabella sottostante, il tasso di disoccupazione del 2011 ha raggiunto lo stesso livello di quello registrato nel 2000, come possiamo vedere però rispetto al 2000 sono maggiormente colpite le fasce d'età più elevate, e quindi i 40-49enni e in particolare il tasso di disoccupazione è notevolmente aumentato per i soggetti con più di 50 anni d'età. Interessante è anche notare come rispetto al 2007 il tasso di disoccupazione tra i giovani (18-29 anni) siano aumentato, sintomo di un offerta di lavoro sempre meno aperta all'assunzione di nuova forza

lavoro da formare, questo può essere in parte anche condizionato dalle riforme pensionistiche che hanno spostato in avanti i livelli minimi per poter andare in pensione.

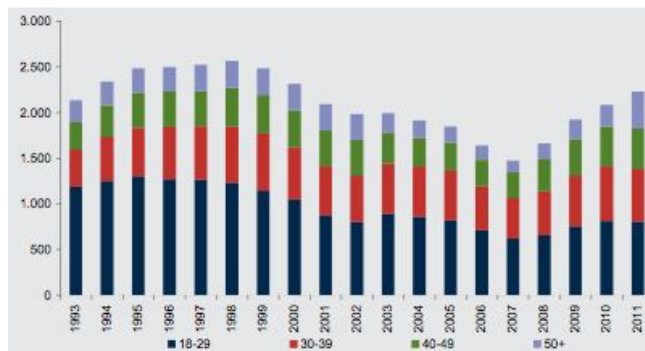


Figura 32: Composizione disoccupazione per fasce d'età.

Si riporta ora il grafico del tasso di disoccupazione suddiviso tra maschi e femmine, come possiamo vedere dal grafico sotto riportato, nonostante l'andamento sia simile, il tasso di disoccupazione per le femmine risulta di quasi 2 punti percentuali maggiore.

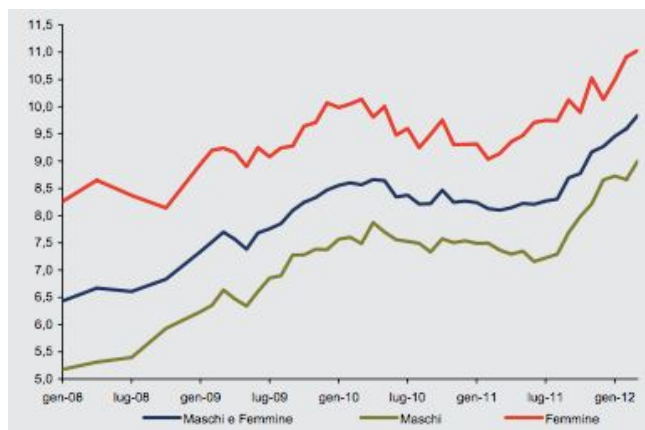


Figura 33: Andamento disoccupazione per sesso.

Interessante è ora confrontare la situazione italiana con il tasso di disoccupazione europeo e delle altre economie prese a riferimento.

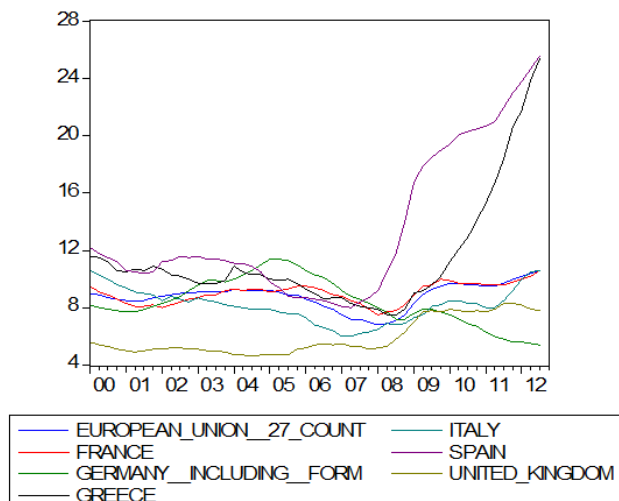


Figura 34: Confronto disoccupazione per Stati UE.

Come si può vedere la Spagna registra il tasso di disoccupazione più elevato, insieme alla Grecia dal 2008, non sono più riuscite a contenere l'aumento della disoccupazione con politiche adeguate. Possiamo invece vedere come la situazione Italiana sia in linea o addirittura sotto la media Europea a 27 Stati. Dalla metà del 2009 la situazione migliore è registrata per la Germania, con un tasso di disoccupazione intorno al 5%.

2.7 OCCUPATI

Analizzando parallelamente anche l'occupazione italiana possiamo vedere come sia cresciuta dello 0,1 per cento nel 2011. L'incremento del volume di lavoro è derivato dalla contrazione dello 0,7 per cento della componente indipendente, mentre quella alle dipendenze ha segnato una crescita dello 0,4%. In base ai valori riportati sotto, dopo due anni di discesa, nel 2011 l'occupazione ha segnato un incremento (+0,4 per cento, pari a 95mila unità in più). In particolare, si è confermata la marcata crescita degli occupati con almeno 50 anni (+254 mila persone), tendenza che può essere ricondotta alla modifica dei requisiti, sempre più stringenti, per accedere alla pensione. La quale, ha avuto effetti particolarmente rilevanti sull'occupazione femminile. Sono invece diminuiti gli occupati appartenenti alle classi di età più giovani (-93 mila tra 15 e 29 anni e -66 mila tra 30 e 49 anni).

OCCUPATI	2011			Trimestri							
	Valori	Variazioni		Variazioni assolute				Variazioni percentuali			
		Assolute	%	I	II	III	IV	I	II	III	IV
Maschi	13.619	-15	-0,1	-62	-1	74	-73	-0,5	0,0	0,5	-0,5
Femmine	9.349	110	1,2	178	87	85	91	1,9	0,9	0,9	1,0
CLASSI DI ETÀ											
15-29 anni	3.202	-93	-2,8	-83	-130	-52	-108	-2,5	-3,9	-1,6	-3,3
30-49 anni	13.611	-66	-0,5	-11	-14	-60	-176	-0,1	-0,1	-0,4	-1,3
50 anni e più	6.155	254	4,3	210	231	271	302	3,6	3,9	4,6	5,1
CITTADINANZA											
Italiana	20.716	-75	-0,4	-160	-81	39	-98	-0,8	-0,4	0,2	-0,5
Straniera	2.251	170	8,2	276	168	120	116	14,3	8,0	5,6	5,4
RIPARTIZIONI GEOGRAFICHE											
Nord	11.925	87	0,7	87	53	120	88	0,7	0,4	1,0	0,7
Centro	4.826	-7	-0,1	12	2	6	-47	0,2	0,0	0,1	-1,0
Mezzogiorno	6.216	15	0,2	17	32	34	-24	0,3	0,5	0,5	-0,4
SETTORI DI ATTIVITÀ											
Agricoltura	850	-16	-1,9	10	-40	11	-46	1,2	-4,6	1,3	-5,0
Industria	6.538	-40	-0,6	-34	-6	-59	-61	-0,5	-0,1	-0,9	-0,9
Industrie in senso stretto	4.692	63	1,4	70	50	36	92	1,5	1,1	0,8	2,0
Costruzioni	1.647	-102	-5,3	-103	-56	-97	-154	-5,3	-2,8	-5,0	-8,0
Servizi	15.579	151	1,0	140	133	207	125	0,9	0,9	1,4	0,8
Commercio	3.300	-52	-1,5	-69	-42	-19	-77	-2,1	-1,2	-0,6	-2,3
Servizi alle famiglie	649	106	19,4	104	60	138	120	19,3	10,7	26,9	21,2
Totale	22.967	95	0,4	116	87	159	18	0,5	0,4	0,7	0,1

Tabella 1: Distribuzione percentuale dell'occupazione italiana.

L'occupazione femminile, dopo essere rimasta stabile nel 2010, ha presentato una dinamica positiva (+110 mila unità), sulla quale ha influito il progressivo innalzamento dell'età pensionabile delle donne nel settore pubblico per equipararla a quella degli uomini. Questo ha portato ad uno spostamento in avanti delle uscite dall'occupazione delle donne: nel 2011, infatti, nella classe di età 55-59 anni le occupate italiane sono cresciute di 60 mila unità (8,3 per cento), con il relativo tasso di occupazione salito in un anno di oltre tre punti percentuali (42,9 per cento dal 39,6 per cento del 2010). E' proseguita la crescita dell'occupazione straniera (+170 mila unità).L'aumento dell'occupazione maschile straniera non è riuscito a compensare il calo occupazionale degli uomini italiani, che è proseguito nel 2011, anche se a ritmi meno intensi rispetto al biennio 2008-2010. Oltre metà della crescita dell'occupazione straniera nel 2011 si può ricondurre al lavoro domestico e di cura.

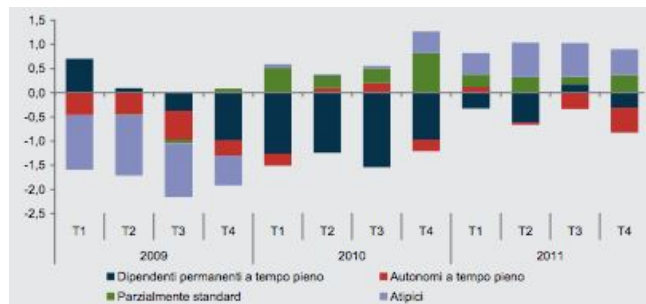


Figura 35: Tipologie contratti di lavoro.

Il grafico di Fig. 35 rappresenta il dato occupazionale suddiviso per tipologia di contratto di lavoro, come possiamo vedere dal 2009 al 2011 c'è una notevole differenza per quanto riguarda soprattutto i contratti di lavoro atipici che trovano sempre più consenso a discapito dei contratti dipendenti permanenti a tempo pieno e i contratti autonomi a tempo pieno.

2.8 INDICE DI PRODUZIONE INDUSTRIALE

Per effettuare un'analisi macroeconomica della situazione italiana, oltre all'analisi e alla scomposizione del PIL nelle sue componenti è interessante analizzare anche altre variabili che sono strettamente connesse all'economia e allo sviluppo economico. L'analisi effettuata sopra ha preso in esame la situazione dell'occupazione e del tasso di disoccupazione.

Risulta ora interessante guardare l'andamento dell'indice della produzione industriale, che dovrebbe essere connesso anche all'andamento del PIL.

Viene ora riportato sotto il grafico di riferimento della produzione industriale italiana.

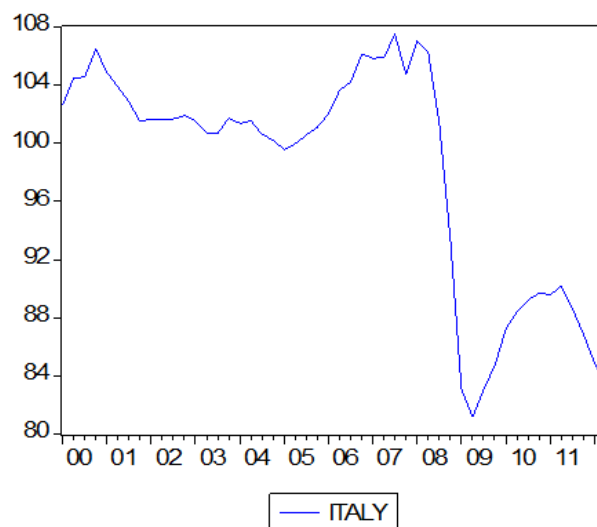


Figura 36: Andamento dell'indice di produzione industriale italiano.

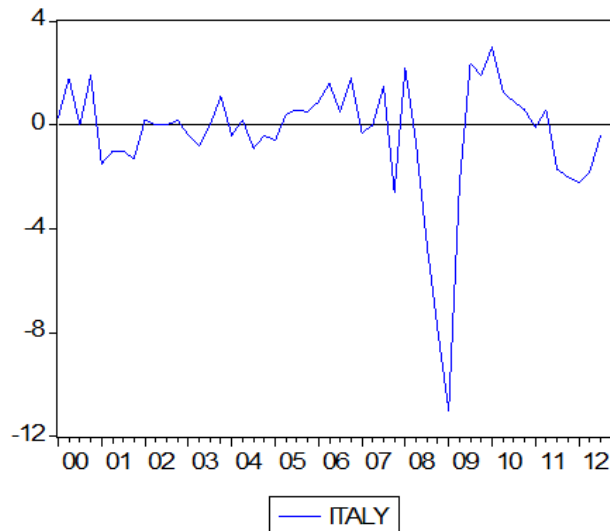


Figura 37: Variazione percentuale dell'indice di produzione industriale.

Come si può vedere l'indice di produzione industriale per l'Italia per volumi di attività Fig. 36 denota una situazione molto critica iniziata con un brusco calo della produzione nell'ultimo trimestre del 2008 ed ha registrato un ulteriore picco negativo nella prima metà del 2009.

Analizzando congiuntamente anche il grafico di Fig. 37 che rappresenta la variazione percentuale dell'indice di produzione industriale, possiamo vedere come anche prima del crollo verificatosi alla fine del 2008 l'indice ha sempre avuto un andamento oscillante molto prossimo allo zero, registrando valori positivi in particolare nel 2001. Sempre analizzando le variazioni percentuali si vede come tra il 2009 e il 2010 si è visto una risalita e una ripresa nel valore dell'indice, che però resta molto basso se confrontato con i volumi del periodo pre crisi finanziaria del 2007. Dalla seconda metà del 2011, a causa della crisi della zona euro e in particolare anche per la situazione critica del debito pubblico italiano, si registra un ulteriore calo del valore registrando variazioni negative anche per la prima metà del 2012. Si nota infatti come l'indice sia ancora in discesa.

Considerando la produzione industriale per raggruppamenti di industrie, si osserva come le imprese che producono beni di consumo abbiano presentato l'andamento più sfavorevole. Il perdurare della crisi ha riguardato, in particolare, la componente dei beni durevoli, scesa tra aprile 2011 e febbraio 2012. La produzione di beni intermedi ha registrato una caduta a partire dalla primavera, mentre per i beni

strumentali si è mantenuta una tendenza positiva sino all'estate, con l'emergere di una moderata contrazione solo nel periodo più recente.

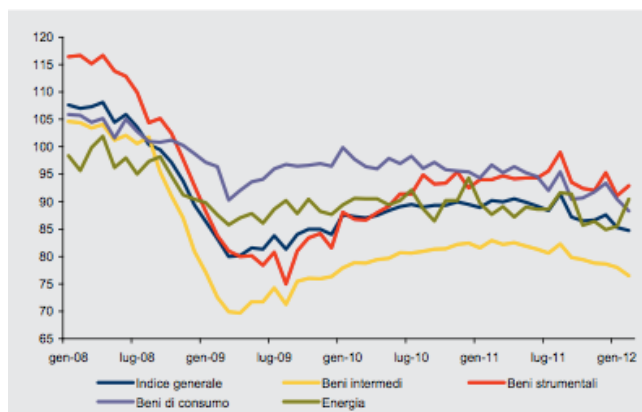


Figura 38: Indice della produzione industriale italiana per principali gruppi di industrie.

Volendo confrontare la produzione industriale italiana con quella delle principali economie europee è interessante prestare attenzione al grafico sottostante dove si può vedere come l'Italia all'inizio del 2009 si è trovata ad essere fanalino di coda rispetto agli stati presi a riferimento, seguita da Spagna e Francia.

Le politiche approvate per il superamento della crisi sembravano aver dato nuovo slancio alla produzione industriale italiana, che vediamo però scendere e tornare a livelli molto bassi già da metà del 2011 a causa della situazione critica del debito dello stato e della crisi che sta ancora attraversando tutta l'area Euro.

Interessante in questo grafico è anche vedere la discesa in cui si trova la Grecia, che dall'inizio della crisi finanziaria, aggravata dalla situazione critica del debito pubblico non è più riuscita a far ripartire la produzione industriale, che anche nel 2012 sembra mantenere un andamento negativo.

Altro stato è la Spagna che vediamo aver subito una brusca frenata a casa una della crisi del 2008 e che non è più riuscita a far risalire la produzione industriale, e se pur mantenendo una situazione di crescita tendente allo zero dal 2009 al 2010, nel 2011 ha visto un peggioramento causato dalla crisi del debito sovrano che sta vivendo anche la Spagna, si sta assistendo anche per questo Stato ad una rapida caduta nel valore dell'indice.

Gli Stati che sono riusciti a risollevare e dare nuovo vigore alla produzione industriale sono Germania, con valori di molto superiori alla media Europea a 27 Stati, e la Francia che pur registrando una crescita

inferiore alle media Europea è ad ogni modo lo Stato più performante, dopo la Germania, del panel di Stati presi a riferimento dell'analisi.

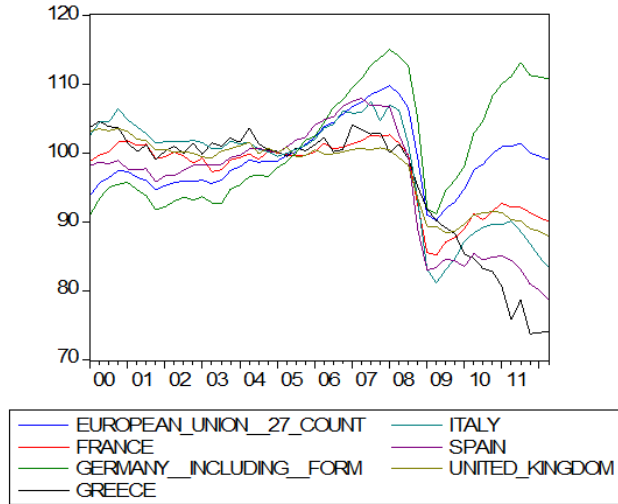


Figura 39: Confronto dell'indice di produzione industriale Stati UE.

2.9 I TASSI DI RENDIMENTO

La struttura dei tassi d'interesse è stata fortemente influenzata dagli shock derivanti dalla crisi dei debiti sovrani, questo è particolarmente evidente dalla dinamica degli spread.

Per meglio individuare da quando e in che modo si sta sviluppando questa crisi interna all'area Euro riporto gli Spread tra i titoli di stato decennali italiani e quelli tedeschi.

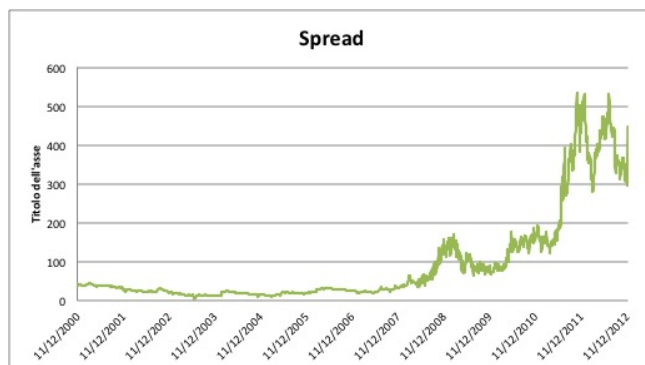


Figura 40: Andamento dello Spread BUND-BTP a 10 anni.

Come si vede dal grafico, il valore dello spread cresce in maniera molto rapida a partire dalla metà del 2011 raggiungendo i suoi valori

di massimo nel 2012.

Il mercato inizialmente coinvolto era solo quello dei titoli di stato, ma le ripercussioni anche nell'economia interna ai singoli stati si sono rapidamente susseguite, è stato infatti contagiato il mercato del credito al sistema produttivo che registra tassi crescenti. Questo si è verificato perchè un aumento del rischio del debito sovrano si ripercuote negativamente sulle disponibilità di finanziamenti alle banche e sul loro costo. Queste ripercussioni avvengono attraverso diverse vie. Ad esempio, una diminuzione dei prezzi dei titoli di stato indebolisce i bilanci e quindi aumenta la rischiosità del portafoglio degli intermediari⁵. La perdita di valore dei titoli di stato riduce anche il valore di quelli utilizzati come collaterali per la raccolta bancaria o verso la banca centrale. Questo riducendo il valore delle garanzie disponibili può portare alla necessità di ricostruzione dei margini o di richieste di aumento per le garanzie. Viene ridotto anche il valore delle garanzie statali, sia esplicite che implicite, sulle passività bancarie. Un ulteriore canale di trasmissione è connesso anche al legame tra i rating degli emittenti pubblici e privati. Infatti una riduzione del rating aumenta il costo della raccolta bancaria e quando si verifica un drastico calo del rating si possono verificare anche casi di esclusione delle passività bancarie dai portafogli di titolo acquistabili da particolari categorie d'investitori.

Ci possono anche essere situazioni in cui la crisi sul debito sovrano di un paese si trasmette alle banche essere attraverso i legami interbancari internazionali o perchè i debitori privati di alcuni Stati sono esposti verso i paesi oggetti di tensioni.

Per ridurre la tensione interna ai singoli stati membri quelle sue mercati finanziari e interbancari la Bce ha definito un programma di operazione di rifinanziamento a lungo termine (LTRO, Long Term Refinancing Operation) per immettere liquidità nel sistema e sostenere gli attivi delle banche, alle quali è stato concesso un finanziamento da parte della Bce ad un tasso di policy pari all'1,0% con scadenza a tre anni.

Il 22 dicembre 2011 è stata indetta la prima asta, le banche italiane hanno ottenuto finanziamenti per 116 miliardi⁶. Le successive ripercussioni sui mercati finanziari sono state positive, lo spread con i

⁵ Questo è particolarmente significativo per quanto riguarda il deprezzamento dei titoli di stato, che in genere hanno una significativa presenza sul capitale delle banche.

⁶ In totale le banche europee che hanno partecipato all'asta sono state 523 e hanno ottenuto finanziamenti per 489 miliardi di euro.

Bund tedeschi è diminuito grazie alla diminuzione dei tassi dei titoli di stato italiani a 10 anni, sono inoltre scesi anche i tassi delle obbligazioni italiane. Questa immissione di liquidità extra e a basso costo ha consentito una riduzione delle difficoltà di finanziamento del sistema bancario mettendo a disposizione fondi per famiglie ed imprese oltre che per investimenti finanziari interni alle banche, tra cui anche titoli di stato.

La seconda asta della Bce è avvenuta il 29 febbraio 2012, in quest'occasione hanno partecipato 800 banche europee, e la quota totale di finanziamenti richieste è stata a 529,5 miliardi di euro.

Le sole banche italiane come totale delle due aste hanno acquisito fondi per un totale di oltre 250 miliardi di euro.

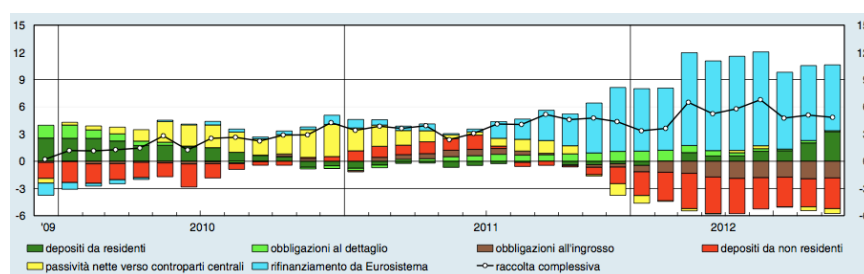


Figura 41: Contributi delle diverse componenti alla crescita della raccolta bancaria.

Dopo queste operazioni di immissione di liquidità da parte della Bce che avevano lo scopo di ridurre le tensioni e ridare liquidità anche ai singoli mercati interni agli stati membri, vediamo come le banche italiane hanno invece continuato nella riduzione di finanziamenti verso famiglie e imprese optando per investimenti nei titoli di stato italiani. Questa situazione è evidente anche dai grafici sottostanti.

La legge del 22 dicembre 2011, n.214 prevede la garanzia statale fino al 30 giugno 2012 su passività delle banche italiane di nuova emissione. Con l'approvazione di questa legge le banche italiane hanno proceduto ad emissioni di obbligazioni, garantite dallo Stato, date in garanzia a fronte del rifinanziamento presso la Bce.

Dalla fig. 42 vediamo come nel 2011 sia i prestiti alle imprese sia i prestiti alle famiglie siano diminuiti, i primi in misura molto rilevante. Con le immissioni di liquidità ricevute dalla BCE le banche italiane hanno preferito acquisire titoli di Stato Italiani.

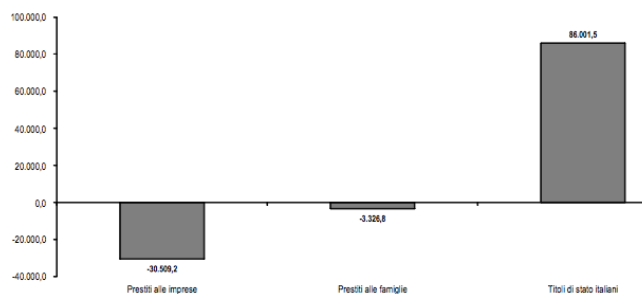


Figura 42: Dinamica di alcune voci dei bilanci bancari.

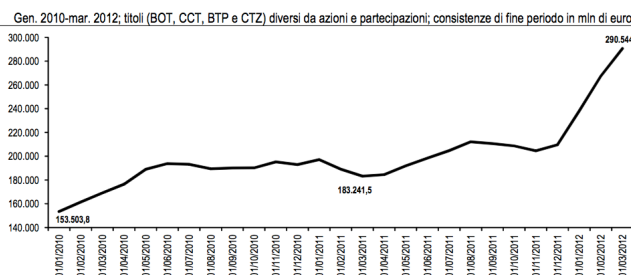


Figura 43: Banche italiane: titoli di stato italiani in portafoglio.

Un elemento a cui gli operatori di mercato prestano sempre più attenzione da quando è cominciata la crisi economica e finanziaria è il funding gap ⁷. In questi ultimi anni di instabilità infatti le banche hanno dovuto ricorrere alla raccolta all'ingrosso ⁸ per finanziare i loro prestiti, esponendosi a rischi di liquidità.

Dalla seconda metà del 2008 il funding gap delle banche italiane si è ridotto scendendo al 16% per poi avere una nuova salita intorno alla metà del 2011 a causa delle tensioni sul debito sovrano italiano. Grazie ad una favorevole situazione della raccolta al dettaglio, in una fase in cui gli impieghi sono stati notevolmente ridotti, il funding gap è stato recuperato e portato a livelli di inizio 2010.

⁷ Il funding gap è la quota di prestiti non finanziata dalla raccolta al dettaglio (calcolata in valore assoluto o in rapporto ai prestiti stessi). Questo indicatore è molto difficile da usare nella pratica, nonostante la sua semplicità concettuale poiché nel mercato internazionale le diverse scelte metodologiche possono influenzare il risultato finale e non sempre i dati richiesti sono disponibili per il calcolo dell'indicatore.

⁸ Quando si parla di raccolta all'ingrosso si fa riferimento al mercato interbancario, certificati di deposito, carta commerciale e obbligazioni emesse sui mercati dei capitali.

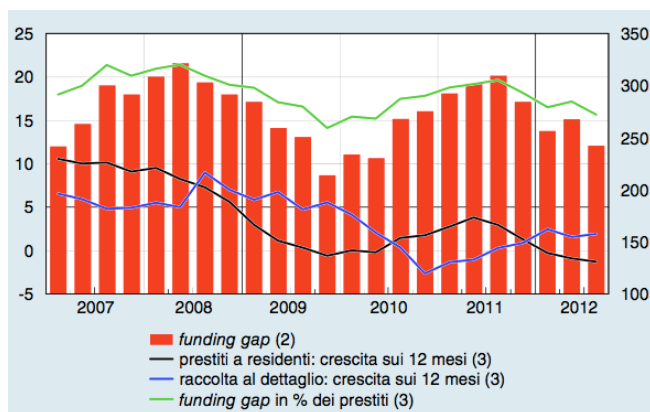


Figura 44: Formazione del funding gap delle banche italiane.

LE PICCOLE E MEDIE IMPRESE ITALIANE

3.1 LA DEFINIZIONE DI PMI

Il ruolo centrale delle Piccole e Medie Imprese nell'economia e nello sviluppo di uno Stato e ormai riconosciuto globalmente, le PMI sono diventate dagli anni '80 uno strumento diffuso in tutte le economie avanzate in virtù delle loro caratteristiche e della loro abilità a sfruttare le sinergie che si creano nel contesto nazionale. Le politiche e le prime forme di tutela per le PMI possiamo già trovarle negli Stati Uniti d'America del 1956, con il "Small Business Investment Company" che prevedeva la possibilità di fornire capitale alle PMI. Sempre in America, questo metodo di finanziamento venne sostituito con il Small Business Innovation Research, un documento che obbligava tutte le agenzie governative americane a riservare parte del loro bilancio e delle loro gare d'appalto alle PMI.

Troviamo un riferimento alle piccole e medie imprese e alla loro importanza nel tessuto economico europeo anche nell'atto costitutivo della Comunità Economica Europea, e cioè con il Trattato di Roma del 1957¹ in cui viene messa in risalto la loro debolezza nei confronti delle imprese di maggiori dimensioni² e il ruolo centrale che esse ricoprono nello sviluppo dell'economia europea³.

Quest'ultimo punto viene successivamente rafforzato nell'art.163⁴

¹ Trattato che istituisce la Comunità Europea

² Cfr. Art. 137, comma 2, lett. b/2: "Tali direttive evitano di imporre vincoli amministrativi, finanziari e giuridici di natura tale da ostacolare la creazione e lo sviluppo di piccole e medie imprese." Questo articolo fa riferimento agli obiettivi generali che devono essere perseguiti dalle politiche sociali emanate dalla Comunità e dagli Stati membri.

³ Cfr. Art. 157, comma 1: "La Comunità e gli Stati membri provvedono affinché siano assicurate le condizioni necessarie alla competitività dell'industria della Comunità. A tal fine, nell'ambito di un sistema di mercati aperti e concorrenziali, la loro azione è intesa: ... a promuovere un ambiente favorevole all'iniziativa ed allo sviluppo delle imprese di tutta la Comunità, segnatamente delle piccole e medie imprese."

⁴ Cfr Art. 163, comma 1: "La Comunità si propone l'obiettivo di rafforzare le basi scientifiche e tecnologiche dell'industria della Comunità, di favorire lo sviluppo della sua competitività internazionale e di promuovere le azioni di ricerca ritenute necessarie ai sensi di altri capi del presente trattato."

in cui si sottolinea come la Comunità si pone come obiettivo il “rafforzamento delle basi scientifiche e tecnologiche”, facendo specifico riferimento, nel comma 2 del medesimo articolo, alle piccole e medie imprese.

Ulteriori considerazioni della Comunità Europea in relazione al ruolo e al peso che le piccole e medie imprese rivestono per il tessuto economico della Comunità sono presenti nel Libro Bianco del 1993, della Commissione Europea “Competitività, concorrenza e occupazione” in cui viene ribadito il ruolo delle PMI come modello di flessibilità, ma viene sottolineato come debbano essere oggetto di politiche interne nazionali che ne favoriscono la nascita e lo sviluppo, e in questo contesto la Comunità può intervenire per aumentare la loro integrazione all’interno del progetto di mercato unico aumentando la semplificazione e migliorando il sistema informativo. In questo documento si pone in risalto come una grande difficoltà per le PMI sia quella di interagire con la globalizzazione economica, in quanto, rispetto ad una grande impresa, le PMI hanno costi molto elevati per poter accedere al capitale tecnologico, alle sofisticate tecniche manageriale e ai servizi bancari. L’obiettivo della Comunità deve essere quello di sostenere lo sviluppo delle PMI perché così facendo si rende anche il mercato nazionale più efficiente.

3.1.1 *Raccomandazione n.96/208/CE*

Nel 1992 la Commissione Europea, porta in Consiglio una mozione per limitare la grande confusione che stava nascendo in quel periodo riguardo alla definizione di piccole e medie imprese, sia a livello comunitario che a livello nazionale. Si stavano infatti creando incoerenze che avrebbero potuto portare a dei seri problemi di concorrenza tra le imprese. Per cercare di ridurre questo problema la Commissione Europea emana nel 1996 una prima Raccomandazione con l’obiettivo di semplificare e chiarire la definizione di PMI.

La definizione che in questo testo viene elaborata viene estesa oltre che agli Stati membri anche alla Banca Europea degli Investimenti

Art 163, comma 2: “A tal fine essa incoraggia nell’insieme della Comunità le imprese, comprese le piccole e le medie imprese, i centri di ricerca e le università nei loro sforzi di ricerca e di sviluppo tecnologico di alta qualità; essa sostiene i loro sforzi di cooperazione, mirando soprattutto a permettere alle imprese di sfruttare appieno le potenzialità del mercato interno grazie, in particolare, all’apertura degli appalti pubblici nazionali, alla definizione di norme comuni ed all’eliminazione degli ostacoli giuridici e fiscali a detta cooperazione.”

(BEI) ed al Fondo Europeo per gli investimenti (FEI) ⁵ . Affermando nell'Art.4 ⁶ la finalità nel voler dare una definizione unica per le PMI e gli enti che devono adeguarsi alle norme della raccomandazione.

Nell'art 1, comma 1 dell'allegato alla Raccomandazione, si definiscono piccole e medie imprese quelle aventi meno di 250 dipendenti, un fatturato annuo non superiore a 40 milioni di euro, o un totale di bilancio annuo non superiore a 27 milioni di euro, devono essere inoltre in possesso del requisito d'indipendenza.

Vengono considerate imprese indipendenti quelle il cui capitale o i diritti di voto non sono detenuti da altra impresa o congiuntamente da più imprese, per una soglia pari o superiore al 25%. (Art. 1, comma 3, Raccomandazione 96/208/CE.) ⁷ Il comma 7 dell'Art.1 specifica che per numero di persone occupate si deve far riferimento al numero di unità-lavorative-anno (ULA),cioè al numero di dipendenti occupati a tempo pieno durante un anno, mentre i dipendenti a tempo parziale e quelli stagionali rappresentano frazioni di ULA".

Viene inoltre fornita nel comma 2 dell'articolo 1 la definizione di piccola impresa, mantenendo inalterato il requisito dell'indipendenza, si definisce "piccola impresa" quella avente meno di 50 dipendenti e un fatturato di bilancio non superiore a 7 milioni di euro oppure un totale di bilancio annuo non superiore a 5 milioni di euro.

Il comma 5 dell'Art 1 pone anche un'ulteriore definizione, quella di microimprese, che vengono identificate come quelle che occupano meno di 10 dipendenti.

Come emerge dall'analisi della Raccomandazione n.96/208/CE del 1996, la prima definizione comune prendeva come riferimento il numero dei dipendenti, variabile che è strettamente connessa con il grado di complessità organizzativa con cui si trova a far fronte un'impresa. È stato incluso anche il fatturato, cioè la connessione dell'impresa

⁵ Cfr. Art.1 della Raccomandazione n. 96/208/CE

⁶ Cfr. Art. 4: "La presente raccomandazione riguarda la definizione di PMI utilizzata nelle politiche comunitarie applicate all'interno della Comunità e dello Spazio economico europeo, e ne sono destinatari gli Stati membri, la Banca europea per gli investimenti e il Fondo europeo per gli investimenti"

⁷ Vengono inoltre definite 2 eccezioni alla norma. L'Art 1, comma 3/2: "Questa soglia può esser superata nelle due fattispecie seguenti: se l'impresa è detenuta da società di investimenti pubblici, società di capitali di rischio o investitori istituzionali, a condizione che questi non esercito alcun controllo, individuale o congiunto, sull'impresa; se il capitale è disperso in modo tale che sia impossibile determinare da chi è detenuto e se l'impresa dichiara di poter legittimamente presumere che non è detenuto per il 25% o più da una sola impresa, oppure, congiuntamente, da più imprese non conformi alle definizioni di PMI o di piccola impresa, secondo il caso.

nel mercato e la sua importanza nel contesto economico in cui si trova ad operare. Questi dati sono facilmente reperibili dal bilancio delle imprese.

3.1.2 *Raccomandazione 2003/361/CE*

La raccomandazione 96/280/CE ha trovato numeroso consenso ed è stata ampiamente recepita da tutti gli Stati membri, la definizione contenuta nell'allegato è stata ripresa anche nel regolamento (CE) n.70/2001, riguardante gli aiuti di Stato a favore delle piccole e medie imprese.

Dal 1996 si è assistito ad una rapida evoluzione delle dinamiche socio-economiche e anche a seguito di alcune difficoltà interpretative emerse nel corso dell'attuazione della raccomandazione e dalle osservazioni prevenienti dalle imprese, la Commissione ha ritenuto opportuno utilizzare una nozione più precisa e chiara e si è quindi provveduto a sostituire e aggiornare tale raccomandazione. Il criterio del numero degli occupati resta il criterio principale e il più significativo, ma con la nuova raccomandazione si valuta anche l'introduzione di un criterio finanziario, che viene definito come il "complemento necessario per apprezzare la vera importanza di un'impresa, i suoi risultati e la sua situazione rispetto ai concorrenti"⁸. Viene dunque introdotto il criterio del fatturato considerato unitamente a quello del totale del bilancio⁹. I due criteri sono tra loro alternativi.

La Raccomandazione n.96/208/CE sostituisce la raccomandazione 98/280/CE ed è entrata in vigore dal 1 gennaio 2005. Come la precedente deve essere adottata come riferimento normativo da tutti gli Stati membri, la Banca europea per gli investimenti (BEI) e il Fondo europeo per gli investimenti (FEI).

L'articolo 1 dell'Allegato alla Raccomandazione specifica la definizione d'impresa, definendola come "ogni entità, a prescindere dalla forma giuridica rivestita, che eserciti un'attività economica. In particolare sono considerate tali le entità che esercitano un'attività artigianale o altre attività a titolo individuale o familiare, le società di persone o le associazioni che esercitino un'attività economica". È quindi posta

⁸ Considerazione n.(4) della raccomandazione.

⁹ Considerare il solo fatturato come indice di distinzione tra le varie categorie d'impresе non viene ritenuto appropriato poiché viene valutato come il fatturato delle imprese nel settore del commercio e della distribuzione sia normalmente più elevato di quello di riferimento per il settore manifatturiero. Il totale del bilancio riflette l'insieme degli averi di un'impresa.

l'attenzione non sulla forma giuridica ma sull'attività esercitata dall'ente.

La nuova definizione di PMI prevede quindi nuovi criteri che devono essere rispettati, l'elemento imprescindibile resta il numero dei dipendenti, l'articolo 2, comma 1 specifica che "la categoria delle microimprese, delle piccole imprese e delle medie imprese deve essere costituita da imprese che occupano meno di 250 persone". Vengono inoltre specificati i limiti di fatturato, non deve superare i 50 milioni di euro l'anno, e il limite riferito al totale di bilancio annuo che non deve superare i 43 milioni di euro.

Rientra nella categoria delle microimprese un'impresa con meno di 10 persone e che realizza un fatturato annuo o un totale di bilancio annuo non superiore a 2 milioni di euro¹⁰.

Viene definita piccola impresa un'impresa che occupano di meno di 50 persone e che realizza una fatturato annuo o un totale di bilancio annuo non superiore ai 10 milioni di euro¹¹.

Categoria d'impresa	Effettivi: unità lavorative-anno (ULA)	Fatturato annuo	Totale di bilancio annuo
Medie	< 250	≤ 50 milioni di EUR <small>(nel 1996: 40 milioni di EUR)</small>	≤ 43 milioni di EUR <small>(nel 1996: 27 milioni di EUR)</small>
Piccole	< 50	≤ 10 milioni di EUR <small>(nel 1996: 7 milioni di EUR)</small>	≤ 10 milioni di EUR <small>(nel 1996: 5 milioni di EUR)</small>
Micro	< 10	≤ 2 milioni di EUR <small>(precedentemente non definito)</small>	≤ 2 milioni di EUR <small>(precedentemente non definito)</small>

Figura 45: Classificazione PMI.

Un obiettivo che la Commissione intendeva perseguire era il miglioramento dell'accesso al capitale, spesso difficoltoso per la ridotta dimensione delle PMI e per l'incapacità di fornire le garanzie richieste. Con l'Art 3, comma 2, lett. a della Raccomandazione 2003/361/CE si

¹⁰ Allegato alla Raccomandazione 2003/361/CE Art. 2, comma 3.

¹¹ Allegato alla Raccomandazione 2003/361/CE Art. 2, comma 2.

concedono trattamenti di favorevoli ai soggetti che svolgono regolare attività d'investimento in capitali di rischio, i "business angels". Si cerca in questo modo di incentivare l'innovazione migliorando l'accesso alla Ricerca e Sviluppo.

La novità della Raccomandazione del 2003 è stata l'eliminazione del criterio di indipendenza, sostituito dalla definizione di imprese autonome, associate e collegate. Si è cercato in questo modo di tenere in considerazione i diversi rapporti esistenti e che si possono creare tra le imprese.

Un'impresa è definita "autonoma" quando non è identificabile come impresa "associata" o "collegata". Si definiscono "imprese associate" tutte le imprese non identificabili come imprese collegate tra le quali esiste la seguente relazione "un'impresa (impresa a monte) detiene, da sola o insieme a una o più imprese collegate, almeno il 25% del capitale o dei diritti di voto di un'altra impresa (impresa a valle)"¹². Un'impresa può tuttavia essere definita autonoma, dunque priva di imprese associate, anche se viene raggiunta o superata la soglia del 25%, qualora siano presenti particolari categorie di investitori¹³, a condizione che tali investitori non siano individualmente o congiuntamente collegati con l'impresa in questione.

Si definiscono "imprese collegate" le imprese in cui una detiene la maggioranza dei diritti di voto degli azionisti o dei soci di un'altra impresa; ha il diritto di nominare o revocare la maggioranza dei membri del consiglio d'amministrazione, di direzione o di sorveglianza di un'altra impresa; in virtù di un contratto concluso o di una clausola dello stato è in grado di esercitare da sola il controllo sulla maggioranza dei diritti di voto degli azionisti o soci di un'altra impresa; in virtù un contratto o di una clausola dello statuto viene conferito ad una di esse il diritto di esercitare un'influenza dominante su un'altra.

¹² Allegato alla Raccomandazione 2003/361/CE Art. 3, comma 2.

¹³ "a) società pubbliche di partecipazione, società di capitale di rischio, persone fisiche o gruppi di persone fisiche, esercitanti regolare attività di investimento in capitali di rischio ("business angels") che investono fondi propri in imprese non quotate, a condizione che il totale investito da suddetti "business angels" in una stessa impresa non superi 1 250 000 EUR; b) università o centri di ricerca senza scopo di lucro; c) investitori istituzionali, compresi i fondi di sviluppo regionale; d) autorità locali autonome aventi un budget annuale inferiore a 10 milioni di EUR e meno di 5 000 abitanti."

3.1.3 *Le politiche comunitarie*

Le politiche comunitarie a sostegno della crescita e della maggiore produttività hanno come obiettivo il rilancio della competitività delle PMI nel tessuto imprenditoriale, questo anche con l'obiettivo dello sviluppo della produttività in relazione alle altre regioni del mondo. Nel dettaglio le politiche comunitarie si basano sulla semplificazione amministrativa e sulla *better regulation* per ridurre i costi e gli oneri che le PMI e in particolare le microimprese devono sostenere. Rientrano in questo contesto di sviluppo normativo a favore delle PMI lo *Small Business Act*¹⁴ e il principio *think small first* affinché le nuove proposte legislative vengano valutate anche in relazione agli effetti che produrranno sulle PMI prima di procedere all'approvazione. Importanti sono le più recenti politiche per favorire l'accesso al credito e al capitale di rischio e alle altre misure di sostegno per fronteggiare l'attuale crisi economica.

Lo *Small Business Act* ha l'obiettivo di aiutare gli imprenditori sviluppando politiche che siano in linea con le necessità delle PMI. Questo documento si compone di dieci principi comuni che dovrebbero guidare le nuove politiche a livello comunitario e a livello nazionale. Da un'indagine effettuata dalla Commissione Europea nell'aprile 2008, risulta come le PMI, nonostante comprendano una grande varietà di aziende, scontano problemi comuni, dalla tabella sottostante si vede come il problema più rilevante per le PMI sia inerente agli Oneri amministrativi e normativi, seguito dall'accesso ai finanziamenti.

¹⁴ Documento adottato dalla Commissione europea nel 2008, in linea con la strategia di Lisbona, per la crescita e l'occupazione. Questo documento non è un atto legislativo vincolato, ma contiene le linee guida per la promozione e la competitività delle PMI europee. Lo *Small Business Act* è stato creato con lo scopo d'informare l'azione dell'Unione Europea nei confronti delle PMI.

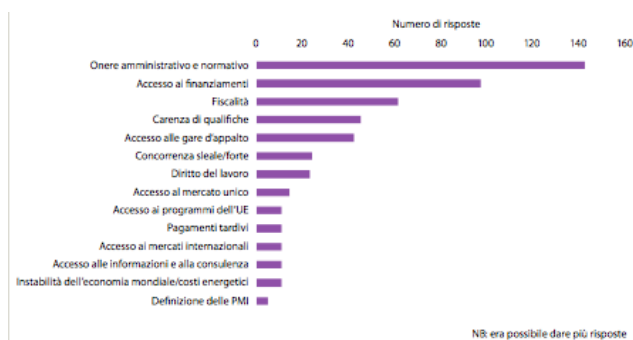


Figura 46: Problemi più rilevanti per le PMI.

Gli oneri amministrativi sono il problema principale per le piccole e medie imprese, i costi delle procedure amministrative possono essere anche dieci volte superiori a quelli per una grande impresa. Il secondo problema che viene maggiormente sentito dalle piccole e medie imprese riguarda l'accesso ai finanziamenti. Le banche e gli investitori sono spesso riluttanti a finanziare le PMI a causa dei rischi che questo implica. La Commissione europea ha sviluppato e sovvenzionato strumenti finanziari, come le garanzie, per agevolare i prestiti bancari alle PMI, dato che i mercati finanziari non sono riusciti a fornire i finanziamenti necessari alle PMI. Tra il 1998 e il 2006 sono stati stanziati più di 744 milioni di euro a favore di oltre 360 000 PMI.

3.2 ANALISI DELLE PICCOLE E MEDIE IMPRESE

Come già riportato nei paragrafi precedenti, la Comunità Europea già dalla sua costituzione ha sempre dimostrato particolare attenzione nei confronti delle imprese di medie e piccole dimensioni. L'OCSE ha stimato che negli anni '90 un quarto di tutte le risorse stanziato attraverso programmi di sostegno all'economia erano destinate alle PMI. Viene quindi riconosciuto il ruolo delle imprese di minore dimensioni come vero motore dell'economia e spina dorsale del sistema produttivo europeo.

Il ruolo centrale delle PMI è ben comprensibile anche guardando alla distribuzione e alla diffusione che hanno nell'Unione Europea. Da dati Eurostat, si vede come le Piccole e Medie Imprese rappresentano il 99,8% delle imprese europee, e di queste il 92% è rappresentato dalle microimprese. Le grandi imprese rappresentano solo lo 0,2% delle imprese presenti nell'area euro. Questo giustifica il forte interesse che le politiche europee hanno nei confronti delle PMI.

	Number of enterprises	Persons employed	Value added	Apparent labour productivity
	Share in total (%)			Relative to total (%)
All enterprises	100.0	100.0	100.0	100.0
All SMEs	99.8	66.7	58.6	87.8
Micro	92.0	29.0	21.8	75.3
Small	6.7	20.5	18.6	90.5
Medium-sized	1.1	17.2	18.2	105.3
Large	0.2	33.3	41.4	124.5

Tabella 2: Percentuali di PMI.

Le PMI sono 20,9 milioni. IL ruolo di queste imprese appare determinante anche se facciamo riferimento ai dati relativi all'occupazione e alla crescita economica. Il 66,7% dei lavoratori dell'area euro, lavora presso una PMI e il 58,6% della ricchezza dell'unione è prodotto da queste realtà imprenditoriali.

	Number of enterprises	Persons employed	Value added	Apparent labour productivity
	(million)	(million)	(EUR 1 000 million)	(EUR 1 000 / person)
All enterprises	21.0	135.8	6 176	45.5
All SMEs	20.9	90.6	3 617	39.9
Micro	19.3	39.3	1 348	34.3
Small	1.4	27.9	1 147	41.2
Medium-sized	0.2	23.4	1 122	47.9
Large	0.0	45.2	2 559	56.6

Tabella 3: Numero di occupati nelle PMI.

La realtà delle PMI è particolarmente importante negli stati mediterranei dell'Unione, tra i quali spiccano Italia e Spagna.

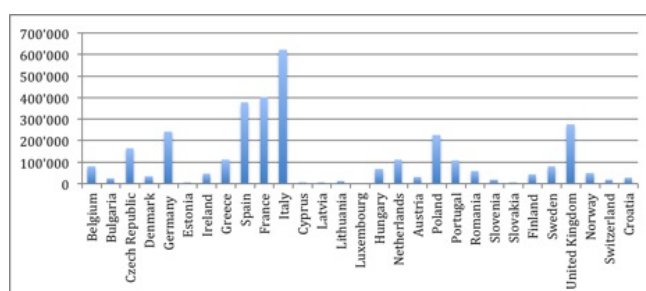


Figura 47: Diffusione delle PMI nei paesi UE.

Dai dati riportati nella tabella sopra è evidente come il nome di SME sia molto elevato in Italia, questa grande differenza con gli altri Stati membri dell'Unione può essere ricondotta alla tipologia di settori maggiormente importanti per lo sviluppo economico del Paese o anche dalle differenti culture e preferenze istituzionali per lo sviluppo

di imprese familiari e a conduzione familiare. Resta il fatto che le PMI hanno un'importanza economica centrale dal momento che costituiscono il motore della creazione di nuova occupazione. L'ammontare di posti di lavoro offerti dalle piccole e medie imprese è infatti maggiore a quello delle grandi imprese. In Italia, l'81% della forza lavoro è impiegato in una piccola e media impresa, e più della metà in una microimpresa. Quindi, se il ruolo delle PMI in Europa è considerato di grande importanza, in Italia diventa ancora più determinante.

3.3 FOCUS SULLA SITUAZIONE ITALIANA

La situazione italiana vede una netta prevalenza di microimprese, come si vede dal grafico sottostante le imprese con meno di 10 dipendenti rappresentano nel 2012 il 94,57 del totale delle imprese. In totale le PMI rappresentano il 99,91% del tessuto imprenditoriale italiano.

	2008		2012	
		%		%
Microimprese	3693740	94,27	3586172	94,57
Piccole	200359	5,11	183608	4,84
Medie	20681	0,53	19259	0,51
Grandi	3292	0,08	3240	0,09
<i>Totale</i>	3918072	100,00	3792279	100,00
PMI	3914780	99,92	3789039	99,91

Tabella 4: Italia: numero di imprese per classe dimensionale.

La fig. 48 riporta la composizione dimensionale delle imprese in Europa, si può in questo modo effettuare un confronto anche con gli altri Stati membri. Dai dati si nota come la percentuale di PMI è molto elevata in tutti gli Stati presi a riferimento. Il Valore più elevato si registra in Italia con un totale pari al 99,92%, seguito da Portogallo e Spagna. Lo Stato con la minor presenza di PMI è la Francia, con un valore percentuale pari al 59,66%.

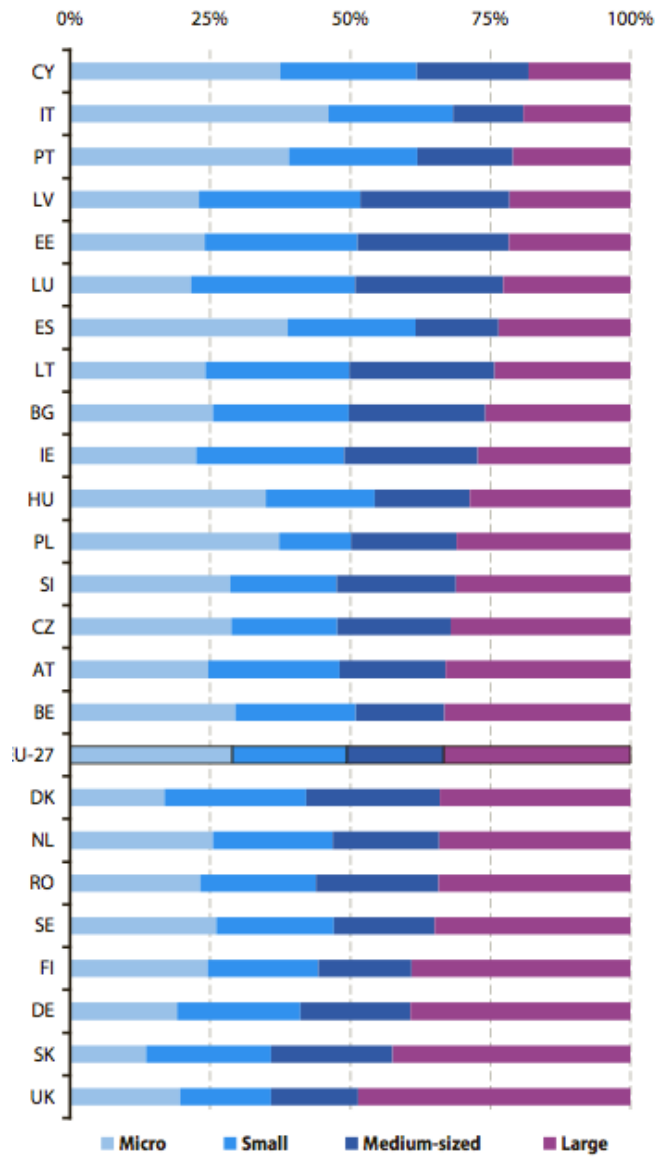


Figura 48: Composizione dimensionale delle imprese in Europa.

	2008					2012				
	Micro	Piccole	Medie	Grandi	all PMI	Micro	Piccole	Medie	Grandi	all PMI
Belgio	92,72	6,17	0,92	0,20	99,80	93,95	5,07	0,81	0,17	99,83
Danimarca	85,09	12,10	2,42	0,40	99,60	85,46	11,82	2,34	0,38	99,62
Francia	26,48	17,89	15,29	40,34	59,66	26,33	17,45	15,16	41,06	58,94
Germania	82,85	14,18	2,45	0,52	99,48	83,26	13,71	2,58	0,46	99,54
Grecia	96,79	2,79	0,37	0,06	99,94	96,57	3,00	0,38	0,05	99,95
Lussemburgo	86,80	10,50	2,17	0,54	99,46	88,37	9,37	1,79	0,47	99,53
Olanda	90,33	8,03	1,38	0,26	99,74	90,83	7,52	1,40	0,26	99,74
Portogallo	94,00	5,14	0,75	0,11	99,89	94,13	5,02	0,74	0,11	99,89
Spagna	93,11	5,99	0,78	0,12	99,88	93,86	5,34	0,69	0,12	99,88
Regno Unito	89,29	8,79	1,55	0,37	99,63	89,45	8,65	1,52	0,38	99,62
Italia	94,27	5,11	0,53	0,08	99,92	94,57	4,84	0,51	0,09	99,91

Tabella 5: Dati sulla composizione dimensionale delle imprese in Europa.

Possiamo vedere come la dimensione delle imprese è sbilanciata verso il basso, ossia verso le microimprese definite come unità produttive con meno di 10 dipendenti. Dal confronto tra il 2008 e il 2012 si può vedere come in questi 4 anni il numero di microimprese sia aumentato nonostante un calo registrato nel totale delle PMI.

Nel contesto italiano le PMI sono la quasi totalità della struttura imprenditoriale, le grandi imprese sono meno dello 0.10%

	2008		2012	
		%		%
Microimprese	215768,70	31,75	221398,60	31,79
Piccole	161901,70	23,83	166272,30	23,88
Medie	106468,00	15,67	107986,90	15,51
Grandi	484138,50	71,25	495657,80	71,17
Totale	195401,20	28,75	200749,30	28,83
PMI	679539,70	100,00	696407,00	100,00

Tabella 6: Italia: Reddito lordo da attività operative.

La prevalenza di imprese di piccole e piccolissime dimensioni nel tessuto industriale italiano può essere spiegata facendo riferimento al contesto italiano, dove si assiste ad una grande specializzazione settoriale. Si assiste quindi alla nascita di piccole imprese concentrate nei settori tipici del made in Italy e cioè il settore tessile (cuoio e calzature), l'arredamento, il settore della moda e dei gioielli. C'è anche una

forte presenza nei settori come l'industria meccanica ed elettrica.

	2008			2012		
	Imprese	% sul settore	% sul totale	Imprese	% sul settore	% sul totale
Estrazioni di minerali	2097.00	74.34	0.06	1815.00	74.69	0.05
Attività Manifatturiere	373927.00	81.34	10.12	339200.00	82.04	9.46
Fornitura di energia elettrica, gas	1997.00	80.78	0.05	2620.00	84.63	0.07
Fornitura di acqua	5756.00	70.72	0.16	5634.00	70.07	0.16
Costruzioni	600426.00	94.56	16.26	585345.00	95.01	16.32
Commercio all'ingrosso e al dettaglio	1174241.00	96.64	31.79	1150260.00	96.60	32.07
Trasporto e magazzinaggio	128906.00	90.59	3.49	116204.00	90.32	3.24
Servizi di alloggio e ristorazione	272305.00	93.51	7.37	267297.00	93.66	7.45
Servizi di informaz. e comunicazione	95910.00	93.60	2.60	89792.00	93.27	2.50
Attività immobiliari	205093.00	99.65	5.55	228346.00	99.68	6.37
Attività profess, scientifiche e tecniche	693183.00	98.77	18.77	653000.00	98.86	18.21
Servizi di supporto alle imprese	139899.00	92.46	3.79	146659.00	92.55	4.09

Tabella 7: Italia: Suddivisione microimprese in base ai settori di attività.

Oltre ad essere il cuore del settore produttivo italiano le Piccole e Medie imprese rappresentano anche la più importante forza occupazionale italiana, hanno infatti una percentuale del 81,37% di occupati in queste imprese a confronto con il 19% circa di occupazione percentuale che attiene alle grandi imprese.

Dal 2008 al 2012 è possibile vedere come il numero di occupati totale sia diminuito a causa della crisi economica che ha colpito l'Italia in questo periodo di riferimento, è diminuito anche il numero delle imprese e questo ha portato ad avere una percentuale ancora più alta di occupati nelle Piccole e Medie Imprese.

Interessante è vedere come per quanto attiene il numero di addetti nelle grandi imprese dal 2008 al 2012, il valore medio è diminuito di ben 20 punti. Una diminuzione ben superiore di quella registrata per le PMI.

Il numero degli occupati per le microimprese è rimasto immutato nel tempo, è invece aumentato il numero degli addetti facenti riferimento alle medie imprese. Significativo è anche l'aumento di addetti per le medie imprese. Ma come detto precedentemente questo può derivare anche dalla riduzione del numero di imprese, causato da fallimenti registrati a causa delle mutate condizioni economiche.

	2008			2012		
	medio	%		medio	%	
Microimprese	7303605,00	1,98	46,70	7145249,00	1,99	47,15
Piccole	3446007,00	17,20	22,03	3310105,00	18,03	21,84
Medie	1935819,00	93,60	12,38	1876033,00	97,41	12,38
PMI	12685431,00		81,10	12331388,00		81,37
Grandi	2955371,00	897,74	18,90	2823622,00	871,49	18,63
<i>Totale</i>	15640802,00		100,00	15155010,00		100,00

Tabella 8: Italia: Numero di addetti per classe dimensionale.

La maggior parte degli addetti delle microimprese è impiegata nelle attività di commercio all'ingrosso e al dettaglio, seguita dalle attività immobiliari e le varie attività di supporto. In questi settori gli addetti rappresentano il 30% e il 22% di tutti gli addetti nelle microimprese. E in relazione agli addetti per lo specifico settore rappresentano rispettivamente una quota pari al 63% e al 55%.

Per quanto riguarda i Servizi di alloggio e ristorazione si registra un valore pari al 60,83% in relazione al settore, ed è un valore molto significativo anche se in relazione all'intero sistema rappresenta solo il 10%.

	2008			2012		
	Imprese	% del settore	% del totale	Imprese	% del settore	% del totale
Estrazioni di minerali	8369,00	20,01	0,11	8205,00	20,07	0,11
Attività manifatturiere	1159232,00	25,38	15,87	1073216,00	25,71	15,02
Energia elettrica, gas e acqua	4873,00	4,32	0,07	4937,00	4,48	0,07
Costruzioni	1251085,00	63,48	17,13	1226492,00	63,58	17,17
Commercio all'ingrosso e al dettaglio	2233942,00	63,13	30,59	2173520,00	62,45	30,42
Servizi di alloggio e ristorazione	721655,00	61,17	9,88	705826,00	60,83	9,88
Trasporto e magazzinaggio	287344,00	22,82	3,93	285716,00	23,07	4,00
Attività immobiliari	1637105,00	55,11	22,42	1667386,00	55,19	23,34

Tabella 9: Italia: Numero di addetti nelle microimprese per settori di attività.

3.3.1 *Analisi per macroarea italiana*

Il Nord Est è un'area cruciale per l'economia italiana, è un'area molto popolata, risiede un quinto della popolazione italiana ed inoltre si produce un quarto del PIL del settore privato. Essendo quest'area vicino ai confini con l'Europa e grazie al grande sviluppo, un terzo sul totale delle esportazioni dell'intero paese è prodotto dal Nord Est.

Negli anni del dopoguerra quest'area è stata interessata da una crescita straordinaria che ha però cominciato a rallentare dagli anni novanta, in linea anche con l'economia del tutto il paese.

Altra caratteristica riscontrabile in Italia e in particolare nel Nord Est è la diffusione dei distretti industriali, questa particolare tipologia di agglomerati industriali ha cominciato a prendere forma a partire dagli anni settanta, quando si è assistito ad un processo di ridimensionamento delle grandi aziende la dinamica dell'economia ha fatto spazio alla nascita di numerose piccole imprese.

Secondo l'indagine Istat, la situazione economica nel contesto delle regioni italiane, dopo una leggera ripresa alla fine del 2010, vede di nuovo una congiuntura negativa e un pesante rallentamento nella seconda metà del 2011.

Questo rallentamento è stato più intenso nelle regioni del Nord, in particolare nel Nord-Ovest, mentre nel Centro e nel Mezzogiorno la situazione è rimasta costante dall'inizio del 2011.

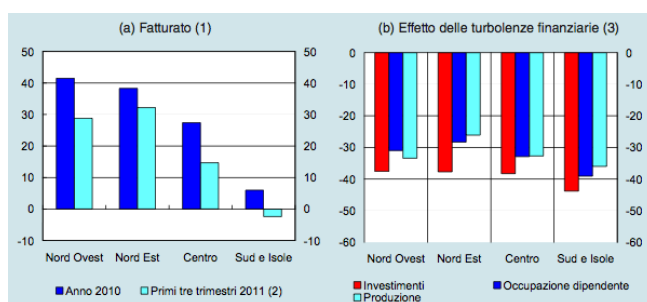


Figura 49: Confronto regionale.

Il livello del fatturato è diminuito in tutte le regioni italiane, con un calo più intenso nelle regioni del Nord-Ovest Italia, dove si registra anche un netto calo della produzione causa dal rallentamento dei consumi derivante dalla crisi economica e dalla successiva crisi dell'area Euro.

Dal grafico sottostante è nettamente evidente come il 2009 sia stato un anno nero per tutte le imprese italiane che hanno registrato un brusco calo degli utili, la successiva ripresa si è verificata solo per il Nord Italia, arrancano ancora le regioni del Centro mente nettamente negativa è la situazione riguardante Sud e Isole che non sono più riuscite ad uscire dal circolo vizioso della crisi e registrano anche per il 2011 un calo negli utili.

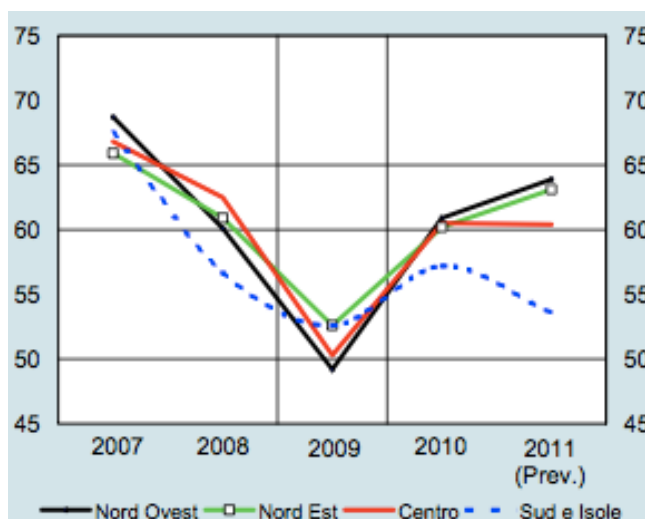


Figura 50: Imprese industriali con utile di bilancio.

3.4 IL FINANZIAMENTO ALL'ECONOMIA ITALIANA

Questa particolare fase economica rappresenta un momento molto delicato per la liquidità d'impresa in quando si stanno verificando nello stesso momento il rallentamento del credito bancario, un aumento dei tassi bancari e un allungamento dei tempi di pagamento.

Nel 2011 si è registrato un rallentamento dei prestiti bancari che ha interessato tutte le aree del Paese, l'area maggiormente colpita da questo decelerazione è il Nord Est. Questo freno ai prestiti si è concentrato nella seconda metà del 2011 in corrispondenza del momento di massima crisi del debito sovrano nell'area Euro.

I dati di metà 2012 mostrano come ci sia dall'inizio del 2012 una diminuzione della restrizione del credito alle imprese. Questi dati sono forniti da un'indagine sul credito bancario condotta dalla Banca d'Italia nell'ambito di un programma attivo nell'Eurosistema.

Come si può vedere il picco massimo di restrizione si è verificato tra la fine del 2008 e l'inizio del 2009, raggiungendo un valore pari al-

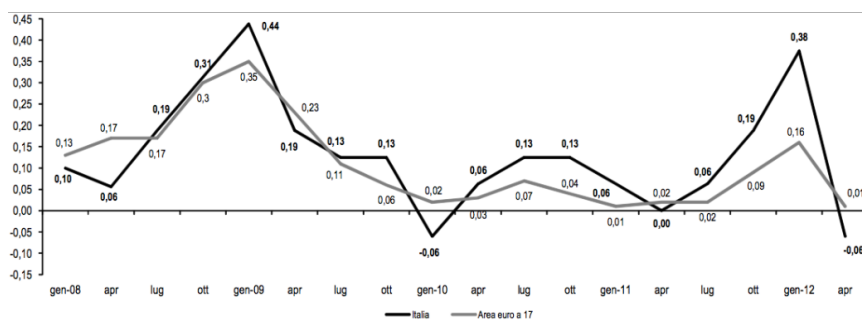


Figura 51: Indice di diffusione relativo al grado di restrizione del credito alle piccole e medie imprese.

lo 0,44. Alla fine del 2011 si è raggiunto molto rapidamente un nuovo piccolo pari allo 0,38 ma altrettanto rapidamente il valore dell'indice è diminuito. Nell'ultima rilevazione si può notare come le condizioni creditizie per le imprese italiane sia addirittura migliore rispetto alla media europea. Questo è da attribuire principalmente alle iniezioni di liquidità fornite dalla Bce.

Osservando però la dinamica dei prestiti bancari "vivi"¹⁵ alle imprese non finanziarie si può osservare come maggiormente negativa è la situazione in cui si trovano le piccole imprese che vedono i loro prestiti in continua diminuzione.

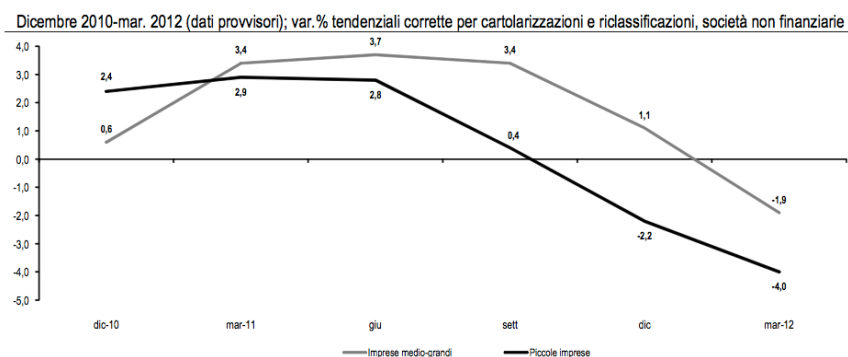


Figura 52: Dinamica dei prestiti bancari vivi per le imprese non finanziarie.

Come si è potuto vedere dalle tabelle e dai dati sopra riportati risulta che le microimprese e le piccole imprese sono state quelle che hanno maggiormente risentito della situazione di crisi dell'economia. Per queste realtà il ritmo di crescita si è ridotto già a dalla metà del 2011. Si nota invece come i prestiti alle imprese di maggiori dimensioni sono invece cresciuti in tutte le macro-aree di riferimento fino alla

¹⁵ Si escludono i pronti contro termine e le sofferenze.

prima metà del 2011 per poi registrare un andamento nuovamente negativo.

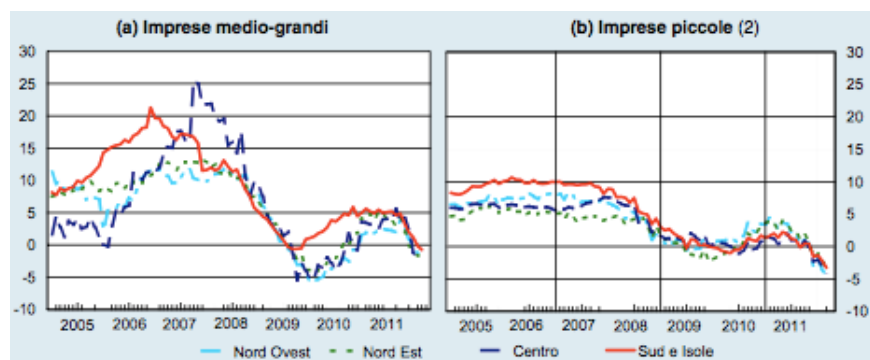


Figura 53: Dinamica dei prestiti bancari alle imprese, suddivisione per aree geografiche.

ANALISI SUL CAMPIONE DI IMPRESE ITALIANE

4.1 IL CAMPIONE DI ANALISI

Il lavoro di analisi è stato effettuato su un totale di circa 30000 imprese italiane selezionate dal database AIDA, con particolare attenzione ai bilanci dal 2001 al 2010.

Il campione è stato in seguito disaggregato in piccole, medie e grandi imprese utilizzando i criteri della Raccomandazione 2003/361/CE.

Il primo criterio riguarda il numero dei dipendenti, che devono essere in numero minore di 250, il fatturato, il quale non deve superare i 50 milioni di euro l'anno e il totale di bilancio annuo che deve essere inferiore a 43 milioni di euro. Nel dettaglio sono considerate piccole imprese quelle aventi meno di 50 dipendenti e con un fatturato annuo o un totale di bilancio annuo non superiore a 10 milioni di euro.

Abbiamo così ottenuto un campione composto da 14215 Piccole imprese, 10496 Medie imprese, 5691 Grandi imprese.

L'analisi si è poi focalizzata solo sulle imprese dell'area del Nord-Est Italia; sono state analizzate 4731 imprese appartenenti a questa zona geografica.

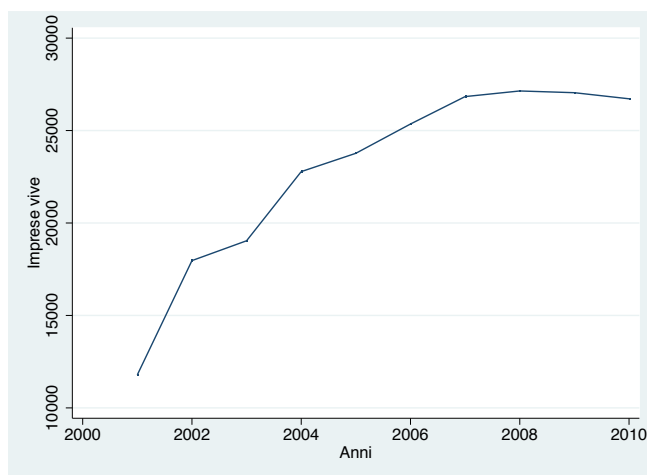


Figura 54: Andamento del numero d'impresе vive per il campione di riferimento.

Il grafico di fig. 54 riporta l'andamento del numero d'impresе vive nel corso degli anni per il campione preso a riferimento. Come è

possibile vedere, il trend di crescita registrato a partire dal 2001 ha una brusca frenata nel 2007. Negli anni dal 2007 al 2010 vediamo come il numero d'impresе resta costante e anzi, si assiste nel 2010 ad una flessione nel numero d'impresе vive per il campione.

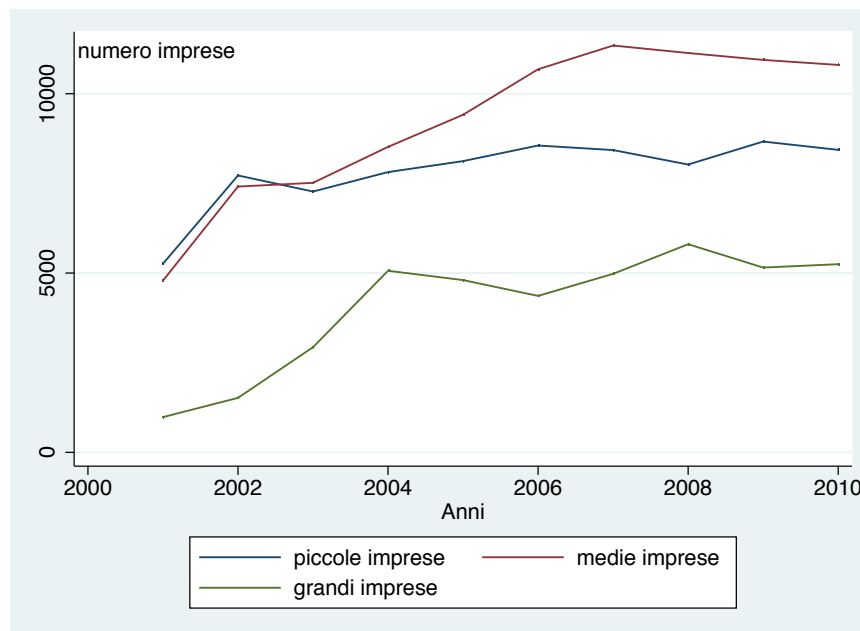


Figura 55: Numero d'impresе vive per classe dimensionale.

In fig. 55 è possibile vedere l'andamento delle impresе vive per classe dimensionale. Le piccole impresе, che rappresentavano la maggioranza d'impresе per il campione dal 2001 al 2002, presentano una crescita nulla, con un calo significativo in corrispondenza del 2008. Le medie impresе dal 2002 al 2007 presentano un trend di crescita, che viene però fermato dalla crisi del 2007 che rallenta l'espansione registrata e genera un trend negativo riscontrabile fino al 2010. Il numero di grandi impresе nonostante sia inferiore a quello delle PMI registra una notevole crescita dal 2001 al 2004 si assiste successivamente ad una flessione della nascita di grandi impresе che riprende dal 2006 e nel 2008 registra il suo valore massimo. Interessante è valutare come l'andamento di sviluppo delle grandi impresе sia opposto a quello delle piccole impresе, che proprio nel 2008 registravano invece un picco negativo.

4.2 ANALISI STRUTTURALE

L'analisi strutturale o analisi per margine, permette di analizzare gli aspetti statici sull'andamento dell'azienda. Con questo tipo di analisi

è inoltre possibile effettuare confronti temporali fra i dati di bilancio su anni diversi. [34]

Si riporta ora il grafico rappresentante l'andamento del margine di struttura, calcolato come differenza tra il patrimonio netto e il valore delle immobilizzazioni, al netto dei fondi di ammortamento. Questo indice permette di valutare quanto sia equilibrata la struttura delle fonti di finanziamento di un'impresa rispetto agli impieghi.

Quando l'indice presenta un valore positivo significa che l'impresa riesce a coprire con il proprio patrimonio il fabbisogno durevole di competenza e quindi non c'è il rischio che debba restituire i prestiti prima d'aver ottenuto il ritorno monetario degli impieghi effettuati. Valori negativi assunti dall'indice rappresentano come parte del fabbisogno dell'impresa venga coperta da debiti. In questo caso va effettuata un'ulteriore analisi riguardo le passività consolidate per valutarne la scadenza a medio o lungo termine. L'indice dato dalla differenza tra attività correnti e passività a breve è il Capitale Circolante Netto e rappresenta la parte di attività correnti che possono essere coperte dalle fonti durevoli. Il livello ottimale per il margine di struttura si ottiene quando le attività fisse trovano una copertura nel capitale sociale, in quanto capitale che non è soggetto a rimborso o obblighi di remunerazione.

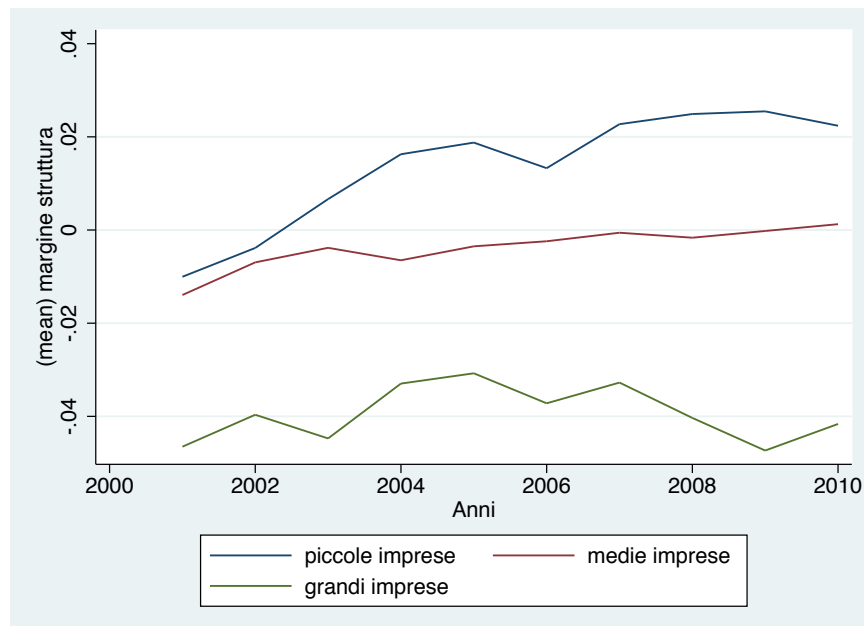


Figura 56: Margine di struttura suddiviso per classe dimensionale.

Dai grafici delle Fig. 56 si può vedere come sia per le piccole e

medie che per le grandi imprese il valore dell'indice risulta negativo nell'ultimo decennio e dalla forma della curva anche da prima dell'inizio del 2000. Nonostante il valore del margine di struttura delle medie imprese sia quello che presenta i valori più negativi, possiamo in ogni caso analizzare come dal 2006 per tutte e tre le categorie dimensionali d'impresa, l'indice presenta un andamento nettamente negativo che tocca il suo punto di minimo nel 2009; il valore di minimo più elevato è stato registrato dalle medie imprese. Nel 2010 si nota una leggera risalita del valore dell'indice.

Il margine di tesoreria è ottenuto dalla differenza tra la somma di disponibilità liquide (o immediate) e differite, e le passività correnti (a breve termine). Rappresenta la capacità per l'impresa di riuscire a sostenere le passività a breve per mezzo delle disponibilità liquide e dei proprio crediti a breve termine. Questo margine indica il livello della liquidità aziendale e un valore positivo ne rappresenta un'ottimale equilibrio della struttura finanziaria d'impresa. Valori negativi assunti da questo margine possono rappresentare un possibile rischio finanziario per l'impresa, in quanto potrebbe trovarsi nella condizione di non riuscire a rimborsare i proprio debiti a breve.

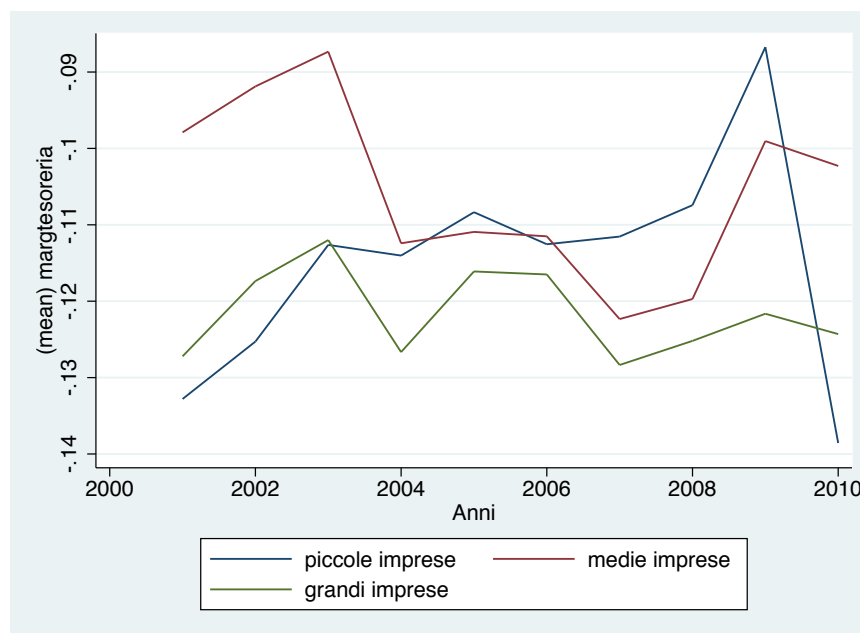


Figura 57: Margine di tesoreria suddiviso per classe dimensionale.

Il margine di tesoreria rappresentato nella Fig. 57 suddiviso per le classi dimensionali d'impresa evidenzia, così come il margine di struttura, un andamento ampiamente negativo per tutte le classi d'im-

presa. La rapida discesa nel valore dell'indice sembra inarrestabile a partire dal 2002. Solo nel 2009 si assiste ad una tenue risalita del valore che però crolla nuovamente nel 2010.

Questa prima analisi evidenzia una situazione finanziaria difficile per le imprese italiane nell'ultimo decennio, soprattutto l'analisi del margine di tesoreria evidenzia come le imprese potrebbero essere colpite dall'impossibilità di coprire i propri debiti. La liquidità sembra essere infatti troppo ridotta per le attività aziendali.

4.3 ANALISI PER INDICI

I margini rappresentano dei valori assoluti derivanti da differenze tra le voci di bilancio, ma con difficoltà possono rendere chiaramente la misura di un maggiore o minore equilibrio all'interno della struttura economico e finanziaria aziendale. Per meglio comprendere e interpretare i risultati ottenuti con il calcolo dei margini di bilancio è opportuno affiancare anche l'analisi tramite indici, i quali essendo dei rapporti o quozienti, possono rappresentare in modo più significativo l'andamento della situazione aziendale. Tramite gli indici si riesce con più chiarezza a fare una valutazione aziendale perchè si effettua un'analisi relativa ai volumi aziendali di attività.

Quando ci riferiamo alla solidità aziendale intendiamo la capacità dell'azienda di proseguire la sua attività nel tempo. Questo concetto deriva dalla correlazione esistente tra la qualità degli impieghi e delle fonti e il grado d'indipendenza dell'azienda dai soggetti terzi.

Nonostante nella realtà dell'operatività aziendale non esiste un collegamento diretto tra le singole fonti e i singoli impieghi, è ad esempio necessario che un'azienda che presenta elevati investimenti in immobilizzazioni, presenti anche elevate fonti durevoli almeno pari al valore degli impieghi immobilizzati.

4.3.1 *La solidità aziendale*

Uno dei fattori di analisi per valutare la solidità patrimoniale è l'indice d'indipendenza finanziaria che mette in relazione il patrimonio netto al totale delle attività, rappresentando la capacità aziendale di autofinanziarsi e quindi il suo ricorso al debito. Solitamente si ritiene buono un valore di quest'indice che superi il 60%, mentre è considerato sufficiente un valore superiore al 30%. Quando l'azienda presenta

un valore dell'indice minore del 30% è segno di un forte squilibrio interno.

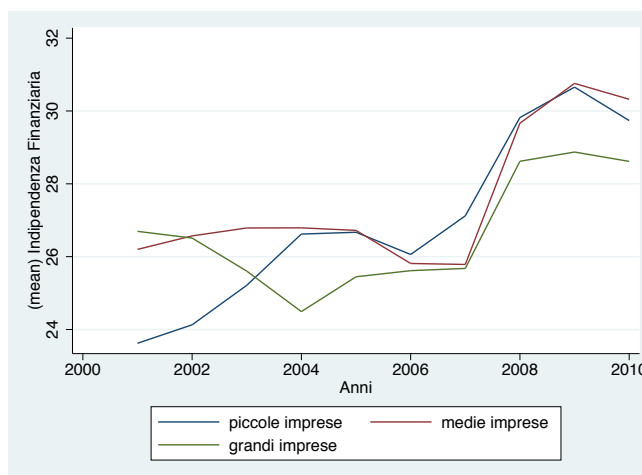


Figura 58: Indice d'indipendenza finanziaria per classe dimensionale.

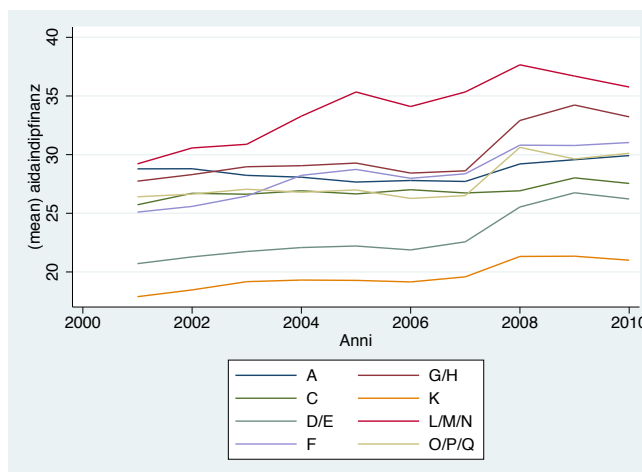


Figura 59: Indice d'indipendenza finanziaria suddiviso per classi d'attività Ateco2007.

Nella Fig. 58 viene riportato l'andamento dell'indice d'indipendenza finanziaria suddiviso per classe dimensionale. Come si può vedere la situazione delle imprese risulta ancora critica anche se dal 2007 si assiste ad un trend in crescita particolarmente positivo per le grandi e le medie imprese che nel 2009 superano la soglia del 30%, raggiungendo quindi un valore di sufficienza nella capacità di autofinanziarsi. Le medie imprese presentano ancora un valore intorno al 29%, e nonostante un trend positivo nel 2008 si assiste ad una progressivo appiattimento del valore che per tre anni resta stabile intorno al 28%, 29%.

Analizzando l'andamento dell'indice in riferimento ai diversi settori di attività nella Fig. 59, identificati in base alla suddivisione Ateco 2007, possiamo vedere come la situazione più critica competa al settore K, settore delle attività finanziarie e assicurative, e al settore A cioè quello riguardante Agricoltura, silvicoltura e pesca. Per queste classi si può vedere come un segnale di leggero miglioramento è evidente solo dal 2007, in cui il valore dell'indice tende a crescere di 2-4 punti percentuali. I settori che mostrano un buon valore dell'indice sono quelli inerenti all'attività immobiliare, alle attività professionali, scientifiche e tecniche e il settore del noleggio, agenzie di viaggio e dei servizi di supporto alle imprese.

Una situazione così critica evidenziata nei grafici sopra riportati può derivare da un livello di capitalizzazione non sufficiente, ma anche da una carenza di autonomia finanziaria. Come detto anche in riferimento ai margini, questo può condizionare l'accesso al credito alle imprese che evidenziano le situazioni più critiche.

Un altro indice che viene utilizzato per l'analisi della solidità patrimoniale è rappresentato dal grado d'indipendenza da terzi, calcolato come rapporto tra il patrimonio netto e le fonti esterne di finanziamento. Con questo rapporto si riesce quindi ad individuare se hanno maggior rilievo nella struttura aziendale i finanziamenti esterni oppure il capitale proprio. Maggiore saranno le fonti di finanziamento esterne e minore sarà il valore dell'indice.

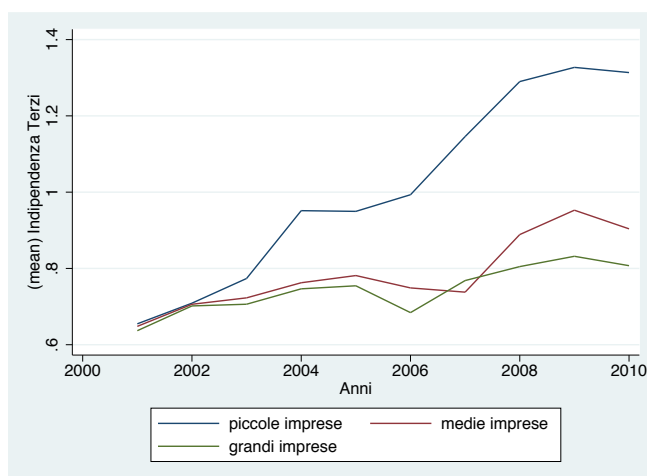


Figura 60: Grado d'indipendenza da terzi per classe dimensionale.

La Fig. 60 riporta il trend del grado d'indipendenza da terzi per classe dimensionale; come si può vedere dall'andamento delle curve, per tutte le diverse classi dimensionali si assiste ad un aumento del valore dell'indice, corrispondente ad una diminuzione del ricorso a

fonti di finanziamento esterne. Questo è particolarmente evidente per le piccole imprese che vedono una rapida salita dell'indice rispetto alle medie e grandi imprese. Queste ultime presentano nel 2010 una leggera discesa del valore dell'indice che ritorna su valori dello 90%. Tra il 2009 e il 2010 per le piccole e medie imprese il valore è rimasto stazionario, mentre nel 2010 è peggiorato per le grandi imprese.

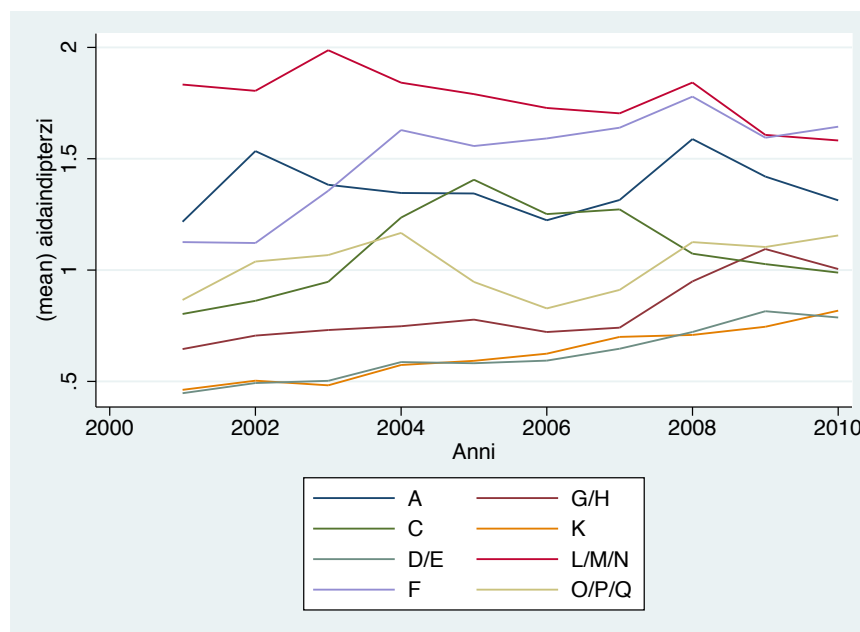


Figura 61: Grado d'indipendenza finanziaria per classi di attività Ateco2007.

La Fig. 61 riporta l'andamento dell'indice d'indipendenza da terzi suddiviso per classi di attività Ateco, si può vedere come le categorie che presentano un maggior grado d'indipendenza da terzi sono quelle delle costruzioni e delle attività immobiliari, delle attività professionali, scientifiche e tecniche e dei servizi di supporto alle imprese e agenzie di viaggio e noleggio, questi presentano un valore del capitale sociale che è mediamente quasi 2 volte superiore al capitale di debito. La situazione più critica anche se presenta un trend di miglioramento è quella delle attività finanziarie e assicurative e delle forniture di energia e acqua che sono maggiormente dipendenti da soggetti esterni in quanto il loro capitale proprio inferiore alla metà del capitale di debito.

4.3.2 La liquidità aziendale

Gli indici di liquidità rappresentano la capacità dell'azienda a fronteggiare i propri impegni rapidamente con i mezzi a sua disposizione.

L'indice di disponibilità è dato dal rapporto tra l'attivo circolante ed i debiti a breve termine ed evidenzia la capacità dell'azienda nel riuscire a fronteggiare le passività correnti con i mezzi disponibili nel breve termine.

Questo rapporto esprime il valore del Capitale Circolante Netto sotto forma di indice. Affinchè ci sia un corretto equilibrio tra gli impieghi a breve e i debiti a breve termine, questo indice deve assumere valori che siano maggiori di 1.

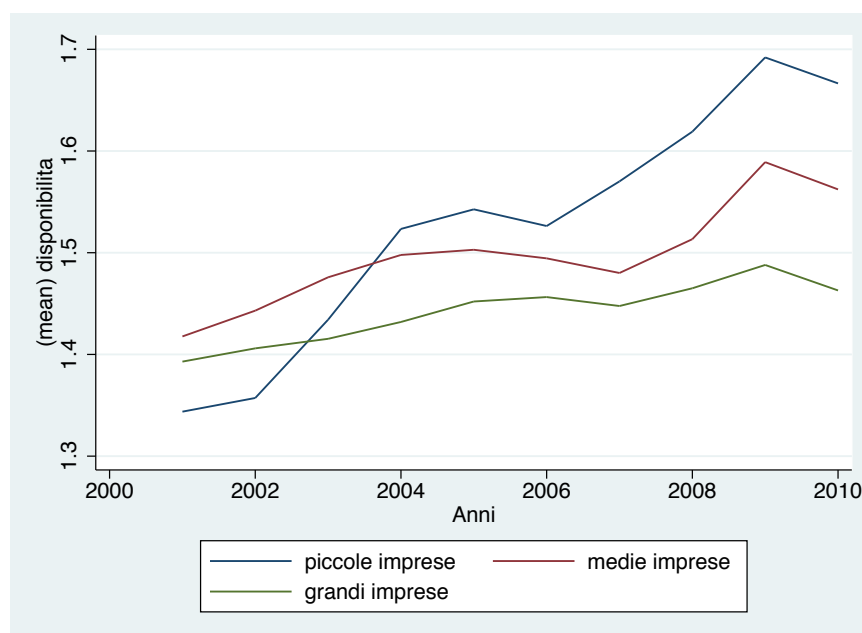


Figura 62: Indice di disponibilità per classe dimensionale.

Come possiamo vedere dalla Fig. 62, l'indice di disponibilità presenta un trend crescente per tutte e tre le diverse classi dimensionali d'impresa. Possiamo vedere tra il 2002 e il 2004 il netto miglioramento del valore dell'indice per le imprese di piccole dimensioni che sono quelli che hanno i valori maggiori, attestando una maggior grado di copertura dei debiti a breve termine. Come possiamo vedere nel corso del 2010 il valore dell'indice è diminuito per tutte le imprese, questo evidenzia un peggioramento della disponibilità liquida delle imprese nel breve periodo.

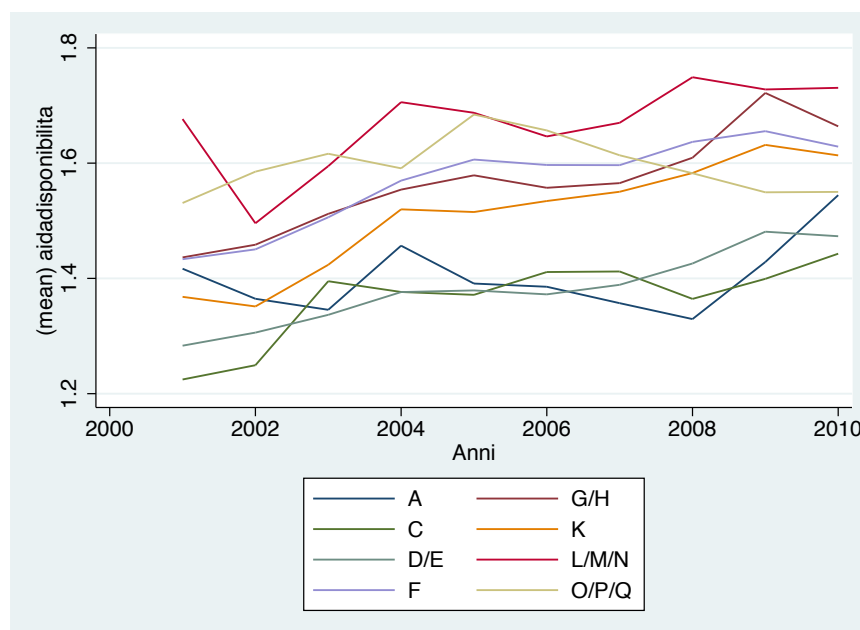


Figura 63: Indice di disponibilità per classe di attività Ateco2007.

Dalla Fig. 63 si può vedere come la categoria d'impresa che presenta al 2010 il miglior livello dell'indice sia quella rappresentata dalle attività immobiliari, professionali, scientifiche e tecniche e dal noleggio, agenzie di viaggi e supporto alle imprese.

Si può notare per tutte le classi d'attività un leggero trend crescente nel valore dell'indice che evidenzia un progressivo miglioramento delle imprese a far fronte alle loro passività a breve. La categoria che presenta il valore peggiore è quella delle attività manifatturiere che presenta un valore dell'indice costante, intorno all'1.4.

Per analizzare correttamente i risultati ottenuti dall'analisi dell'indice di disponibilità, è necessario confrontare questi ultimi con i risultati dell'indice di liquidità che rappresenta il margine di tesoreria espresso in forma di indice. Esso rappresenta l'ammontare delle attività che avranno un ritorno in forma liquida entro l'anno rapportato ai debiti che scadranno nello stesso arco temporale. Il numero dell'indice di liquidità è depurato dal valore delle rimanenze in magazzino, in quanto si assume che le rimanenze non possono essere facilmente liquidate.

Si ritiene un ottimale equilibrio finanziario quando l'indice presenta valori superiore a 1. Si ritengono valori accettabili anche quelli inferiori all'unità purchè non si registrino valori inferiori allo 0,8.

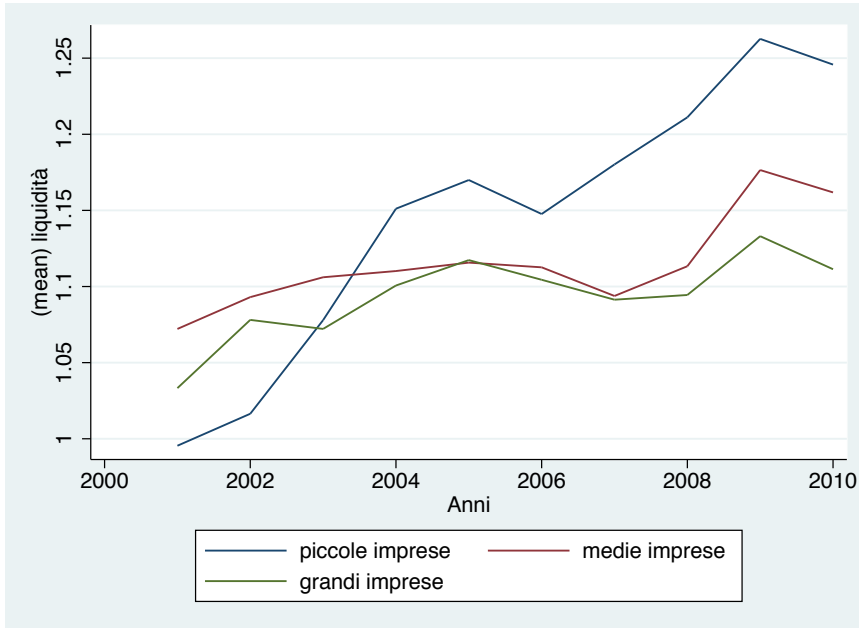


Figura 64: Indice di liquidità per classe dimensionale.

Come si può vedere dalla Fig. 64, il valore dell'indice della liquidità presenta valori buoni per tutte le imprese, in particolare si può osservare il trend crescente per le piccole imprese che dal 2004 presentano il miglior livello di liquidità seguite dalle grandi imprese.

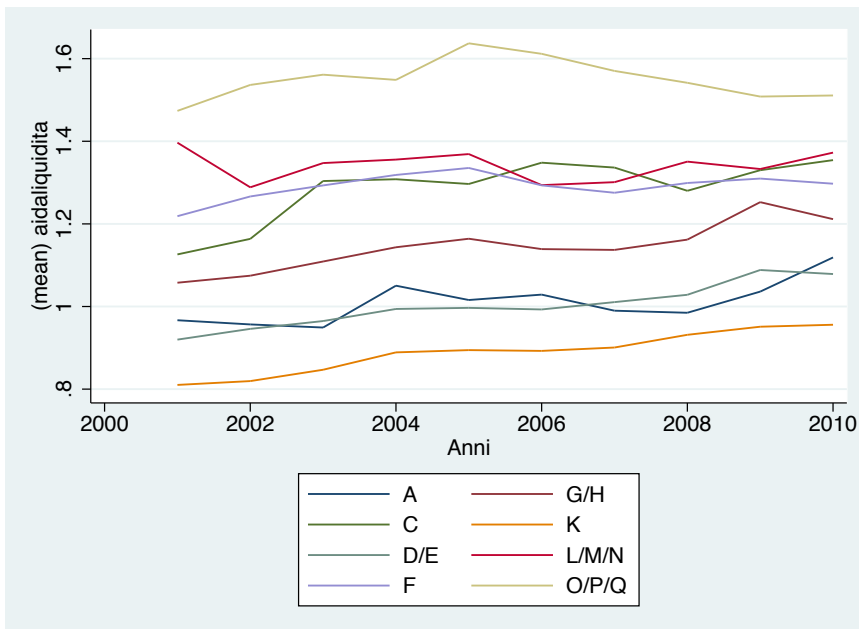


Figura 65: Indice di liquidità per classe di attività Ateco2007.

Dal grafico di Fig. 65 si può osservare come le classi d'impresa che

presentano il miglior livello di liquidità siano quelle appartenenti ai settori dell'amministrazione pubblica e difesa, istruzione, sanità e assistenza sociale con un valore pari all'1,6. Troviamo invece le attività finanziarie e assicurative ad un livello appena accettabile dell'indice, anche se notiamo un leggero trend di crescita; al 2010 il valore dell'indice per questa classe di attività si trova ancora al di sotto dell'unità, indice di una situazione finanziaria leggermente squilibrata.

I settori riguardanti la fornitura di energia elettrica, gas e acqua presentano valori dell'indice sopra l'unità solo a partire dal 2008.

4.4 LA REDDITIVITÀ AZIENDALE

L'analisi per indici permette di avere risposte più precise rispetto al solo studio dei margini. Tuttavia l'analisi del solo aspetto finanziario della gestione aziendale non riesce a soddisfare del tutto le esigenze nella valutazione totale della situazione aziendale. Risulta infatti necessario analizzare anche aspetti connessi alla gestione economica e all'andamento reddituale dell'azienda. Questi aspetti se confrontati successivamente con le informazioni sull'analisi finanziaria possono contribuire significativamente a rendere un quadro più completo della situazione globale dell'azienda.

Per redditività si intende la capacità dell'azienda a remunerare i fattori produttivi.

4.4.1 *Il ROE*

Il ROE (Return on equity) è dato dal rapporto tra il reddito netto e il patrimonio netto calcolato a fine esercizio.

Questo indice rappresenta la redditività del capitale proprio investito nell'azienda e quindi la convenienza per i soci di mantenere l'investimento nel capitale di rischio. Può essere considerato un riassunto dell'attività economica complessiva e quindi anche dell'efficacia e dell'efficienza del management. Questo poichè il numeratore contiene i risultati realizzati nelle diverse aree gestionali.

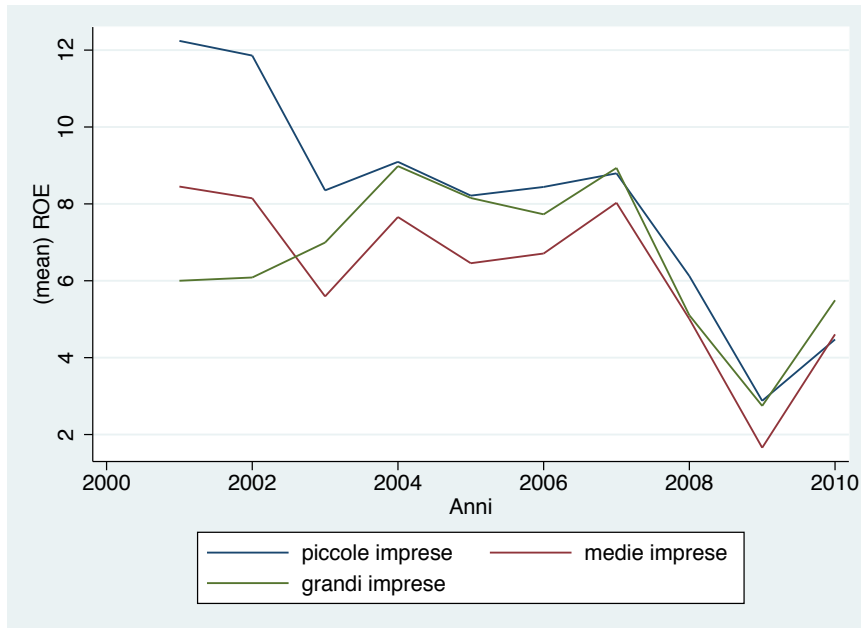


Figura 66: ROE per classe dimensionale.

La Fig. 66 mostra l'andamento del Roe, come possiamo vedere si assiste ad una progressiva perdita di redditività per tutte le imprese analizzate. Il valore del Roe infatti tende a diminuire continuamente fino a raggiungere il minimo nel 2009, dove per le grandi imprese si registra un valore dell'indice inferiore al 2%. La situazione non è migliore neanche per le piccole e medie imprese che registrano invece un valore intorno al 3%. Come possiamo vedere dall'andamento, tutte le cadute di redditività registrate non sono mai state recuperate nel corso degli anni, solo nel 2010 si assiste ad una leggera ripresa. La perdita di valore più rilevante si è verificata tra il 2007 e il 2009, quando si sono avvertiti i primi sintomi della crisi economica e finanziaria che ha portato all'avvio del credit crunch anche per le imprese italiane.

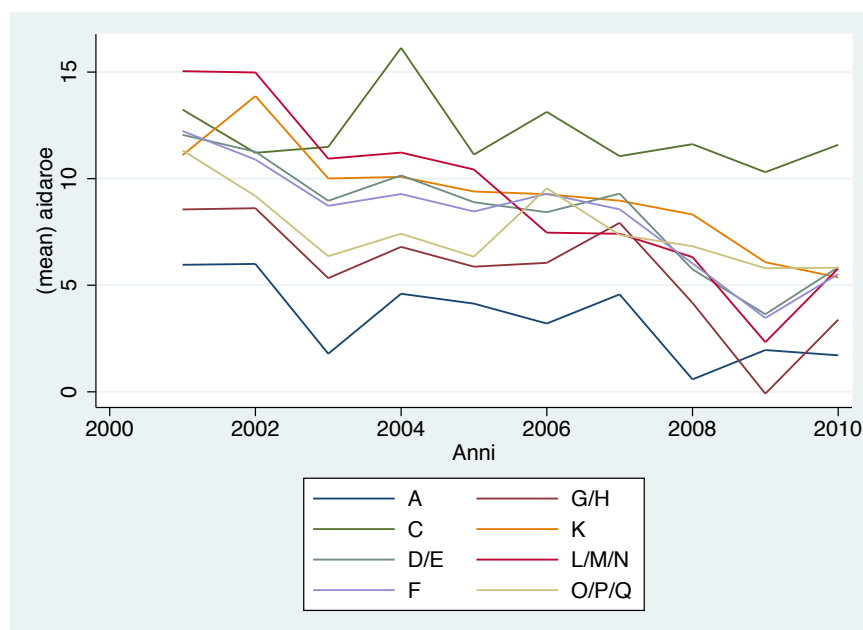


Figura 67: ROE per settori di attività Ateco2007.

La Fig. 67 riporta l'andamento del Roe per le classi di attività; come si può osservare, le attività che presentano una redditività più elevata sono quelle appartenenti al settore delle attività manifatturiere che nonostante un leggero trend negativo presentano sempre valori superiori al 10%. Per tutte le altre classi di attività analizzate possiamo vedere come il trend negativo sia molto più evidente, dal 2001 al 2009 alcune classi di attività hanno perso fino a 5 punti percentuali. Le attività che presentano i livelli di redditività più bassi sono quelli dell'agricoltura, silvicoltura e pesca e le attività di commercio e trasporto. In particolare per queste ultime, nel 2009 si è registrato un valore di redditività pari a 0.

4.4.2 Il ROI

Un secondo indice che misura la redditività aziendale è rappresentato dal Roi (return on investment, redditività del capitale investito) che è espresso dal rapporto percentuale tra Risultato operativo e capitale investito netto operativo. Questo indicatore esprime quanto rende la gestione operativa dell'azienda, composta da gestione tipica e caratteristica ogni 100 euro impiegati a qualunque titolo nell'impresa, possono essere sia capitale di rischio sia capitale di debito.

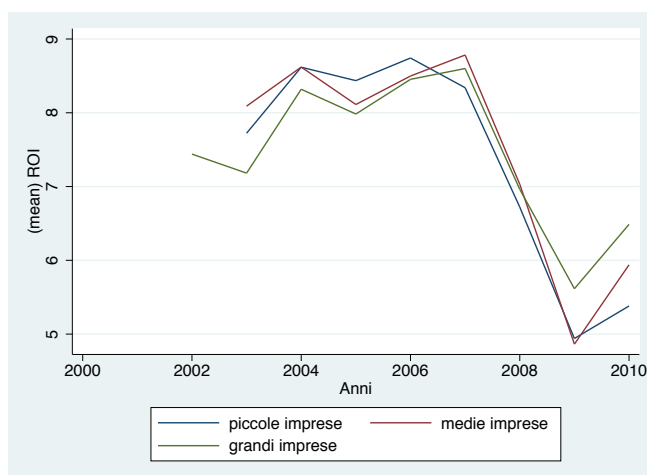


Figura 68: Andamento ROI per classe dimensionale.

Dalla Fig. 68 risulta evidente come l'andamento del Roi abbia subito una brusca frenata e un rapido rallentamento dal 2007 al 2009. Se infatti tra il 2001 e il 2007 il valore del Roi si è sempre distribuito tra l'8 e il 9%, nel 2009 il valore tocca il 5% per tutte le classi dimensionali.

Solo le medie imprese presentano una situazione leggermente migliore riuscendo a mantenere un valore dell'indice al 5,6%.

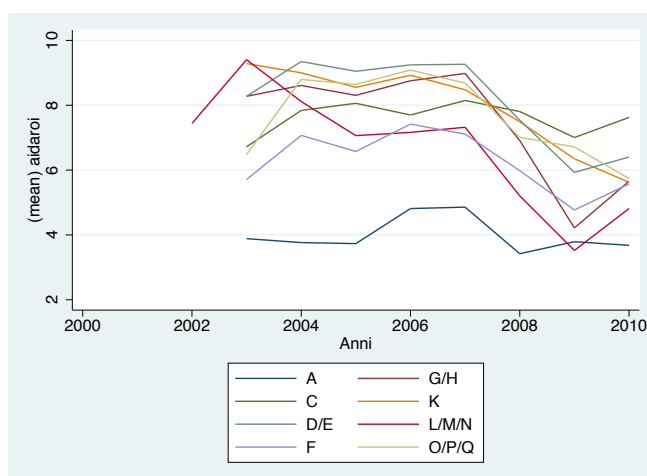


Figura 69: Andamento ROI per classe di attività Ateco2007.

Il settore con una maggiore redditività della gestione caratteristica è quello delle attività manifatturiere che presenta valori costanti di poco inferiori all'8% e che non hanno subito la rapida discesa subita dalle altre classi di attività tra il 2007 e il 2009. La classe meno redditizia appare essere quella dell'agricoltura, silvicoltura e pesca che registra valori costanti intorno al 4%.

4.4.3 Il ROA

Il Roa (return on asset) è il rapporto tra il reddito operativo e il totale attivo. Misura la redditività della gestione economica caratteristica e quindi l'efficienza con la quale il capitale viene impiegato nell'impresa.

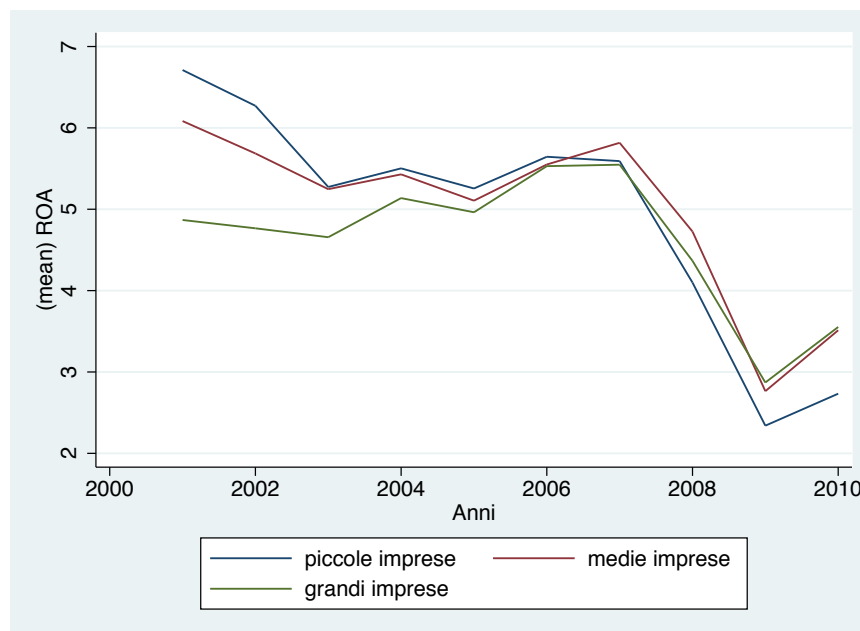


Figura 70: Andamento ROA per classe dimensionale.

Dalla Fig. 70 risulta evidente come la fase di lenta risalita che dal 2005 aveva interessato quest'indice, sia stata interrotta nel 2007 da una brusca caduta nel valore che ha toccato in media il 2,5% per tutte le classi d'impresa, con una perdita di 3 punti percentuali. Le piccole imprese sono quelle che maggiormente hanno visto la redditività della loro gestione caratteristica diminuire nel periodo della crisi economica e finanziaria.

Le medie e le grandi imprese sembrano avere andamenti molto simili negli ultimi 2 anni di analisi con andamenti pressochè coincidenti. L'andamento del Roa conferma il tendenziale declino per la redditività delle imprese cominciato nel 2007.



Figura 71: Andamento ROA per settori di Attività2007.

Le aziende del settore agricoltura, silvicoltura e pesca sono quelle che presentano una minor redditività della gestione caratteristica con un valore costante dal 2008 pari all' 1,5%. Le attività manifatturiere sembrano non risentire del periodo di crisi registrata dal 2007 mantenendo infatti un andamento solo leggermente negativo negli ultimi anni e registrando un valore intorno al 5,5%.

L'andamento più discontinuo è registrato per le attività professionali, scientifiche e tecniche e per la attività di noleggio, agenzia viaggi e sostegno alle imprese. Si possono osservare valori che oscillano da più dell'8% nel 2002 al 2,5% nel 2008, per poi registrare una ripresa arrivando a toccare quota 4,5% nel 2010.

4.4.4 Il ROS

Il Ros (Return on sales) è dato dal rapporto espresso in percentuale tra il risultato operativo e il volume delle vendite. Esprime quindi la redditività delle vendite, in particolare il rimanente all'azienda per ogni 100 euro di valore della produzione.

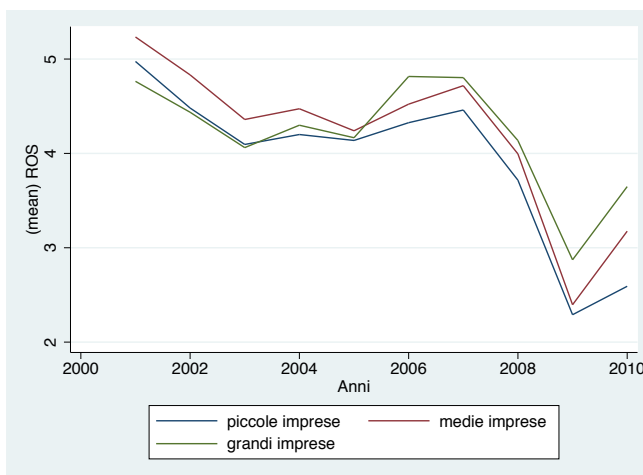


Figura 72: Andamento ROS per classe dimensionale.

Come gli altri indici di redditività sopra analizzati, anche l'andamento del Ros evidenzia un peggioramento della situazione a partire dal 2007 per tutte le classi d'impresa. Si può vedere in particolare come siano le medie imprese a risentire maggiormente della situazione di crisi economica che è presente in Italia dalla fine del 2007. Il netto peggioramento della redditività delle vendite registrata negli ultimi 4 anni d'analisi è perfettamente coerente con l'andamento dell'economia italiana, ma anche con il rallentamento delle principale economie mondiali.

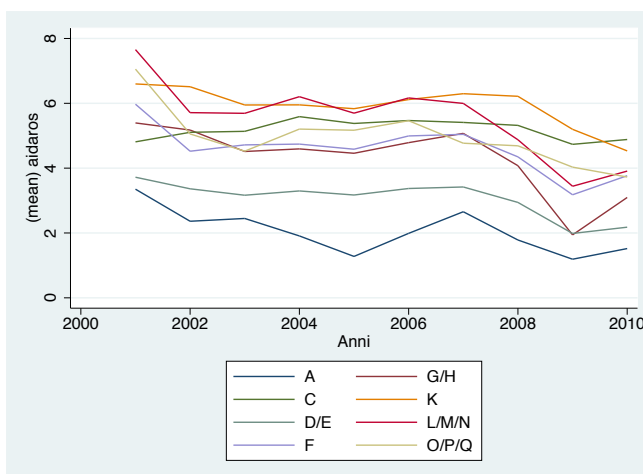


Figura 73: Andamento ROS per settori di attività Ateco2007.

Le attività che maggiormente hanno visto la redditività delle loro vendite peggiorata a causa della difficile situazione economica sono quelle del settore del commercio e del trasporto e delle attività immobiliari, professionali, tecniche e scientifiche e delle attività di agenzie

di viaggio e supporto alle imprese. Questa categorie dal 2007 al 2009 hanno visto la loro redditività ridursi di più di 2 punti percentuali. Diminuisce anche il valore del ROS per le attività finanziarie e assicurative.

Si deve però riscontrare come dal 2010, l'ultimo anno di analisi, sembra esserci una ripresa della redditività aziendale.

4.5 IL COSTO DEL DENARO

Il costo del denaro rappresenta il costo del denaro preso a prestito ed è calcolato come rapporto percentuale tra gli oneri finanziari e i debiti verso le banche.

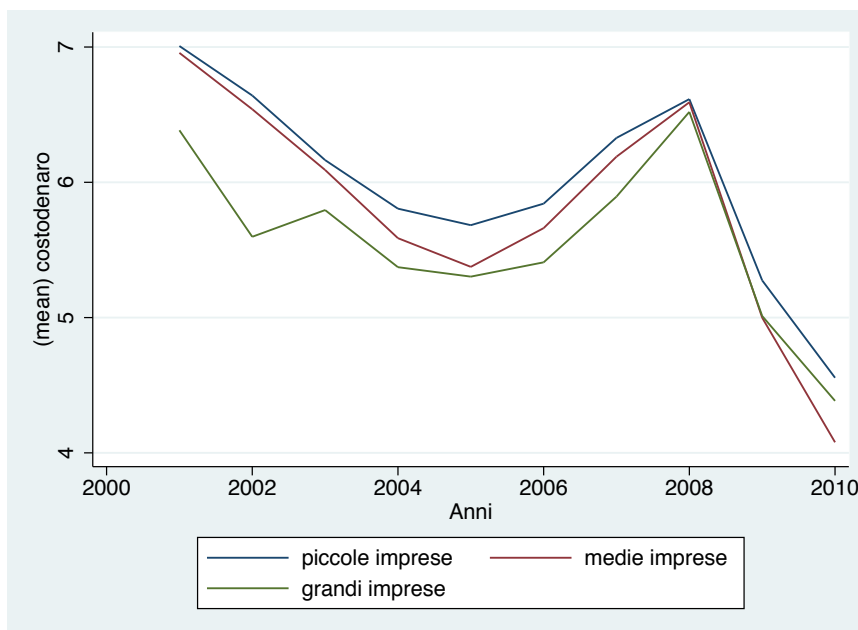


Figura 74: Costo del denaro preso a prestito per classe dimensionale.

Nel grafico di Fig. 74 vediamo come dal 2001 fino al 2005 si è assistito ad una discesa nel tasso di concessione di credito alle imprese, che però si interrompe per aumentare fino al 2008 quando il costo del denaro ha raggiunto gli stessi livelli elevati sia per le piccole imprese che per le medie e le grandi. Dal 2008, grazie agli interventi e alle immissioni di liquidità operate dalla BCE nei mercati Europei, il costo del finanziamento si è notevolmente ridotto toccando tassi di poco superiori al 4% per le medie imprese e intorno al 4,5% per le piccole imprese. Si può osservare dall'andamento del grafico che le piccole imprese sono considerate più rischiose per le banche, concedono infatti credito ma solo ad un tasso più elevato.

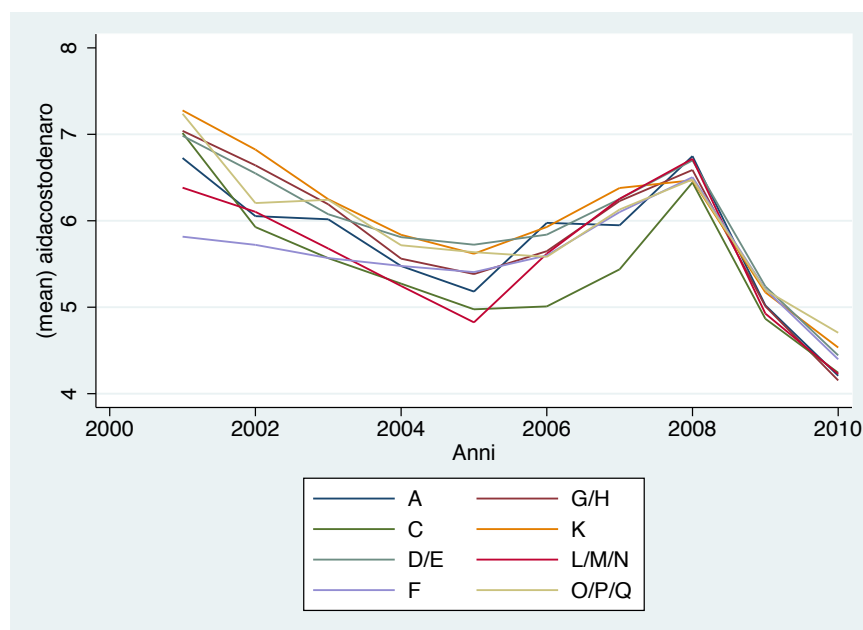


Figura 75: Costo del denaro preso a prestito per classe di attività Ateco2007.

Nel 2001 il settore di attività considerato meno rischioso erano quello delle costruzioni, il quale infatti prendeva a prestito denaro ad un tasso inferiore del 6%. Il settore più rischioso era invece quello delle attività finanziarie e assicurative a cui in media le banche assegnavano un tasso maggiore del 7%.

Lo sviluppo del costo del denaro ha poi visto nel 2005 una diminuzione per tutte le categorie di attività. Dal 2008 al 2010 i tassi a cui le banche prestano denaro sembrano essersi compattati non mostrando più grandi differenze per le diverse classi di attività.

4.6 IL RENDIMENTO DEI DIPENDENTI

L'efficienza aziendale rappresenta l'impiego razionale delle risorse. Il rendimento dei dipendenti è stato calcolato come rapporto tra i ricavi e le spese totali sostenute per i dipendenti.

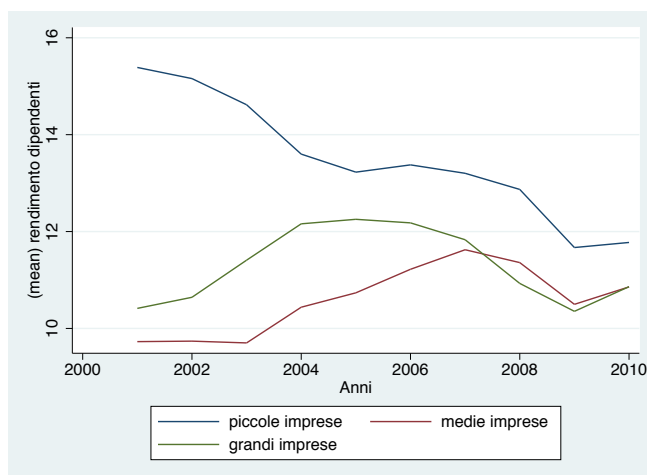


Figura 76: Rendimento dei dipendenti per classe dimensionale.

Dal grafico di Fig. 76 si osserva come le piccole imprese risultano essere quelle più efficienti, con un rendimento dei dipendenti superiore a quello delle grandi e medie imprese. Anche se si assiste ad un trend negativo per quanto riguarda la redditività dei dipendenti, per le piccole imprese il valore resta sempre superiore alle altre classi dimensionali.

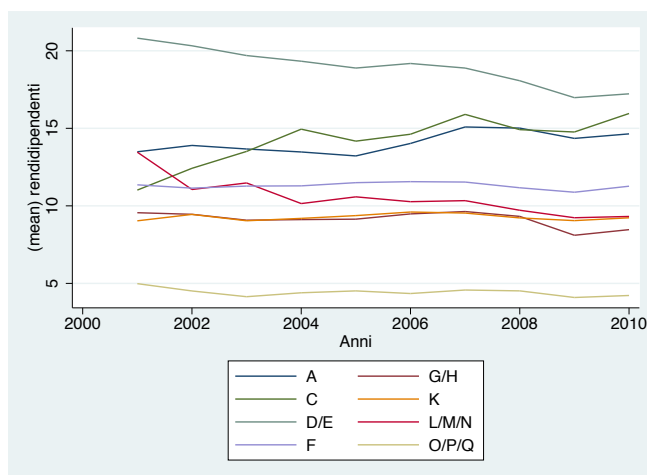


Figura 77: Rendimento dei dipendenti per classe di Attività2007.

La maggiore efficienza e la maggior redditività dei dipendenti è registrata per le imprese fornitrici di acqua, gas ed energia. Sono su-

bito seguite dalle imprese manifatturiere e dalle imprese operanti nel settore agricoltura, silvicoltura e pesca. Risultano invece scarsamente efficienti le attività finanziarie e assicurative.

4.7 DEBITI BANCARI SU FATTURATO

Il rapporto tra i debiti bancari e il fatturato rappresenta il livello d'indebitamento che l'impresa ha verso la banche per realizzare un fissato obiettivo di ricavi.

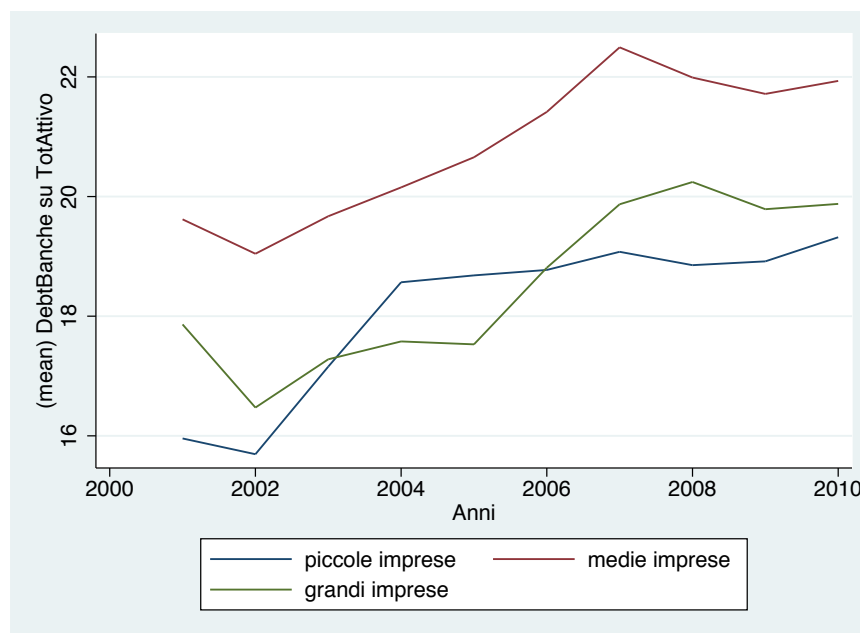


Figura 78: Andamento debiti bancari su fatturato per classe dimensionale.

Il grafico di Fig. 78 mette chiaramente in evidenza come le medie imprese necessitino di maggiori finanziamenti rispetto alle altre classi dimensionali. Il tasso di crescita è inoltre maggiore per le medie imprese che vedono un crescente bisogno di finanziamento fino al 2007. Il maggiore finanziamento ottenuto può tuttavia rappresentare una crescente difficoltà nel momento del rimborso di tale credito concesso.

Nella Fig. 79 si può vedere come le attività finanziarie e assicurative siano quelle che nel corso degli anni hanno maggiormente aumentato la loro esposizione nei confronti del sistema bancario. Si è invece vista ridotta l'esposizione per le amministrazioni pubbliche, per l'istruzione e la sanità.

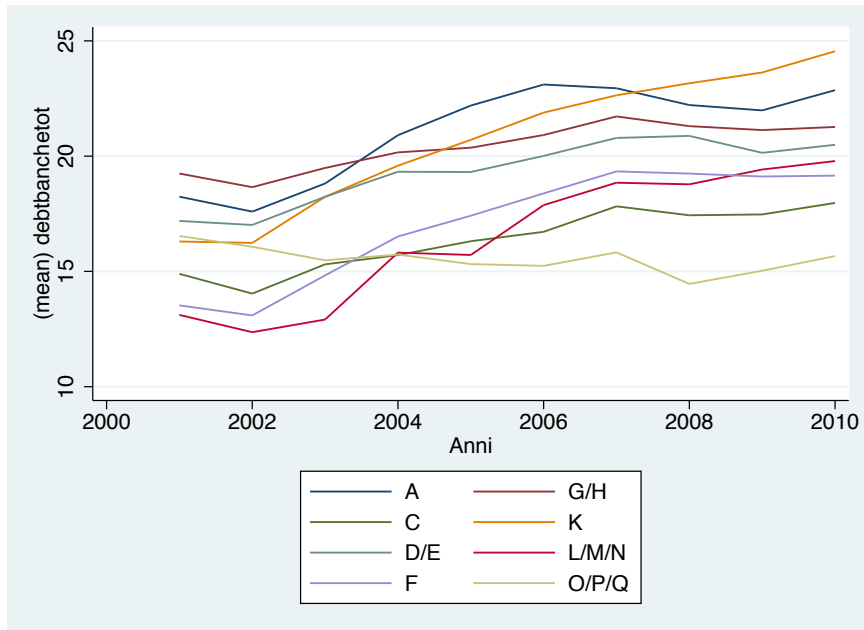


Figura 79: Andamento debiti bancari su fatturato per classe di Attività2007.

CRITERI DI FINANZIAMENTO PER LE IMPRESE ITALIANE

Nei capitoli precedenti si è cercato d'individuare quale possa essere la definizione da attribuire al fenomeno del credit crunch e successivamente si è analizzato l'andamento macroeconomico dell'economia italiana, confrontandola con gli stati appartenenti alla zona Euro al fine di valutare gli effetti degli shock avversi verificatisi negli ultimi anni.

Dalle analisi effettuate è risultato come, dopo il fallimento della Lehman Brothers, gli scambi interbancari abbiano subito una significativa contrazione che non ha tardato a trasmettere i suoi effetti all'economia reale. Si è assistito alla fine del 2008 ad una riduzione del credito emesso da parte delle banche all'economia reale a causa dei problemi di sostenibilità dei bilanci. Nel 2010, grazie agli interventi e alle immissioni di liquidità effettuate dalla BCE la situazione sembrava lentamente tornare verso una condizione di normalità. Le nuove tensioni riguardo i debiti sovrani a cui la zona Euro è stata interessata a partire dalla fine del 2011 hanno peggiorato le condizioni di patrimonializzazione degli istituti di credito per i Paesi che maggiormente sono stati interessati da tensioni sul debito pubblico.

Il peggioramento della condizione dell'economia globale ha inoltre influenzato direttamente *il balance sheet channel* condizionando negativamente il merito creditizio di molte aziende il quale, unito all'incertezza sulle prospettive di crescita dell'economia reale, ha ridotto la profittabilità delle imprese stesse. In tal modo le banche si sono viste costrette a ridurre il credito concesso per rispettare i vincoli di bilancio.

La possibilità di accesso al credito per le imprese è essenziale per supportare l'attività corrente e per pianificare la crescita nel lungo periodo, soprattutto nel contesto italiano il quale è caratterizzato dalla presenza di un elevatissimo numero di piccole e medie imprese che non hanno la possibilità di accedere al mercato dei capitali.

L'analisi che si vuole effettuare in questo capitolo ha come obiettivo la valutazione di un eventuale razionamento della concessione di

credito alle imprese italiane, con un successivo focus sulle piccole e medie imprese del Nord-Est Italia. Una seconda analisi focalizza l'attenzione sulle determinanti della concessione del credito analizzando l'influenza che gli indicatori economici e finanziari desumibili dai dati di bilancio delle imprese hanno sulla concessione del credito prima e durante la crisi economica.

5.0.1 *Probabilità di essere razionati*

Si è cercato di analizzare lo sviluppo dell'accesso al credito delle imprese italiane attraverso una procedura di stima di due modelli di regressione probit per dati panel.

La variabile esogena utilizzata quale primo indicatore di un eventuale credit crunch è stata creata come differenza logaritmica tra i crediti bancari al tempo t_1 e i crediti bancari al tempo $t-1$. Poiché stiamo analizzando la probabilità di essere razionati abbiamo definito come "imprese razionate" tutte quelle con una variazione di tale indice minore o uguale a zero.

Tenendo in considerazione come una maggiore selettività delle banche nella concessione del credito alle imprese può anche essere considerata un indice del corretto funzionamento del mercato creditizio quando si assiste ad un deterioramento della profittabilità e del merito creditizio delle imprese, la stessa selettività diventa un indice di credit crunch quando vengono razionate anche imprese economicamente solide e "sane".

Per effettuare valutazioni che possano tenere in considerazione questa distinzione tra credit crunch e razionamento derivante dall'efficienza del mercato del credito si è aggiunta alla regressione una variabile rappresentante la solidità delle imprese. Si è quindi preso in considerazione il valore della redditività dell'impresa, dell'indice d'indebitamento e dall'adeguatezza della liquidità riguardo all'attività corrente.

Nella procedura di stima si è quindi considerata la probabilità che l'impresa non ottenga il credito in base alle caratteristiche strutturali ed economiche quali la dimensione ¹, l'appartenenza settoriale ², l'appartenenza geografica e la condizione economica. Utilizzando queste

¹ Le imprese sono infatti state suddivise in micro, piccole, medie e grandi in base alle indicazioni contenute nella Raccomandazione 2003/361/CE.

² Le imprese sono infatti state suddivise per classe di attività in base alla classificazione Ateco2007.

variabili si è cercato di approssimare l'insieme delle possibili caratteristiche che possono determinare la probabilità di razionamento per quanto riguarda il lato della domanda nel mercato del credito alle imprese.

Alle variabili sopra definite si aggiungono alla regressione dummy temporali per ogni anno di analisi. I coefficienti possono essere interpretati come una stima dell'insieme dei fattori indipendenti dall'impresa e quindi inerenti al versante dell'offerta di credito. In questo senso maggiore è il valore del coefficiente assunto dalla dummy temporale e peggiore sarà la condizione inerente all'offerta di credito.

Questa stima è stata effettuata inizialmente per tutto il campione panel di riferimento composto da 30402 aziende analizzate dal 2001 al 2010.

Si riportano ora i risultati ottenuti dalla regressione.

Random-effects probit regression	Number of obs	=	228445
Group variable: ccia2	Number of groups	=	30402
Random effects u_i ~ Gaussian	obs per group: min	=	1
	avg	=	7.5
	max	=	10
Log likelihood = -137047.19	wald chi2(27)	=	10792.98
	Prob > chi2	=	0.0000

dummyrazion	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
dummytemporale02	.0434525	.01305	3.33	0.001	.017875 .0690299
dummytemporale03	.2761472	.0124504	22.18	0.000	.2517449 .3005496
dummytemporale04	.254003	.011811	21.51	0.000	.2308539 .2771521
dummytemporale06	.3535026	.0113933	31.03	0.000	.3311722 .375833
dummytemporale07	.3352641	.0112625	29.77	0.000	.3131901 .3573382
dummytemporale08	.4866118	.0111722	43.56	0.000	.4647148 .5085089
dummytemporale09	.5391314	.0111716	48.26	0.000	.5172354 .5610274
dummytemporale10	.4741548	.0112554	42.13	0.000	.4520947 .4962149
dummyMicro	-.2799092	.0149969	-18.66	0.000	-.3093025 -.2505159
dummyPiccola	.041435	.0098699	4.20	0.000	.0220904 .0607797
dummyMedia	.0959025	.0094122	10.19	0.000	.077455 .11435
dummyNE	.058541	.0097138	6.03	0.000	.0395024 .0775797
solide	-.7982837	.0164385	-48.56	0.000	-.8305026 -.7660647
piccole_solide	-.4814516	.0228958	-21.03	0.000	-.5263265 -.4365767
medie_solide	-.3913135	.0217737	-17.97	0.000	-.4339892 -.3486377
estrazione	.0346682	.0560065	0.62	0.536*	-.0751024 .1444389
manifatturiere	.1356057	.0140523	9.65	0.000	.1080638 .1631477
energia	-.0777111	.038008	-2.04	0.041	-.1522055 -.0032168
costruzioni	.0083213	.0185739	0.45	0.654*	-.0280829 .0447254
commercio	.0349217	.014878	2.35	0.019	.0057614 .064082
trasporto	.0353036	.0218112	1.62	0.106*	-.0074456 .0780528
comunicazione	-.1492731	.0242588	-6.15	0.000	-.1968195 -.1017266
assicurazioni	-.0572411	.0321263	-1.78	0.075*	-.1202075 .0057254
attivitàimmob	.0878481	.0235645	3.73	0.000	.0416626 .1340336
attivitàprof	-.0992516	.0204748	-4.85	0.000	-.1393815 -.0591218
istruzione	-.2124094	.0916613	-2.32	0.020	-.3920622 -.0327566
sanita	.1610174	.0338899	4.75	0.000	.0945944 .2274404
_cons	-.8012128	.0164265	-48.78	0.000	-.8334082 -.7690175
/lnsig2u	-2.093043	.0281338			-2.148184 -2.037901
sigma_u	.3511572	.0049397			.3416078 .3609735
rho	.1097749	.0027494			.104501 .1152806

Likelihood-ratio test of rho=0: chibar2(01) = 2421.05 Prob >= chibar2 = 0.000

Tabella 10: Variabili determinanti la probabilità per le imprese di essere razionate.

I risultati delle stime ottenute sono riportati in Tab. 10 per il periodo d'analisi dal 2001 al 2010. Si può vedere dal valore dei coefficienti

come le imprese di medie dimensioni presentino la maggiore probabilità di essere razionate; anche le imprese dell'area del Nord-Est Italia sembrano essere positivamente correlate con la probabilità di essere razionate.

Le microimprese sembrano invece non essere interessate al razionamento registrando un valore del coefficienti negativo, segnale di una relazione inversa.

Interessante è notare come la variabile "solide" presenti un coefficiente con un valore nettamente negativo, indice che la solidità dell'impresa in sé ha un ruolo significativo ed è molto rilevante nel ridurre la probabilità per le imprese di essere razionate e quindi di non ottenere il credito richiesto. La variabile solide si riferisce a tutte le imprese, a prescindere dalla dimensione aziendale.

Come si vede dai risultati ottenuti però, essere un'impresa solida e quindi in buone condizioni economiche non compensa la penalizzazione dovuta alla dimensione aziendale.

Per quanto riguarda l'analisi effettuata per classi di attività possiamo vedere come la stima effettuata sembra non essere significativa per le imprese di estrazione, per il trasporto, le costruzioni e le attività di assicurazione.

Si vede invece come i settori con maggiore probabilità di essere razionati siano quelli relativi alle attività manifatturiere e della sanità. Quest'ultimo risultato è coerente con i tagli alla sanità effettuati dal Governo.

I settori di attività che meno sono connesse al razionamento sono quello delle comunicazioni e l'istruzione.

I coefficienti delle dummies temporali, che non sono influenzati dalle caratteristiche aziendali, rilevano le componenti effettivamente legate al versante dell'offerta di credito.

Prestando attenzione all'andamento del valore che i coefficienti assumono, si può osservare come partendo da un livello molto basso nell'anno 2002 si registi una continua crescita del valore del coefficiente per arrivare ad un picco massimo nel 2009, quando in tutta l'economia si è registrato un rallentamento e una contrazione causata dalla crisi economica mondiale.

I risultati ottenuti dalla stima del modello sembrano quindi essere coerenti con l'analisi macroeconomica effettuata e con quanto verificatosi in Italia nella concessione del credito negli anni tra il 2008 e il 2009, in cui si è osservata una riduzione della concessione di credito alle imprese da parte delle banche.

Il modello di Tab. 10 dimostra inoltre come non siano state razionate le sole imprese in difficoltà, questo sarebbe stato infatti un segnale di sola efficienza del mercato del credito oppure del cosiddetto fenomeno del *flight to quality* per cui le banche decidono di mantenere attivi o spostare i finanziamenti solo alle imprese considerate più solide e redditizie, sia per non peggiorare la situazione interna dei bilanci bancari sia per rispettare il livello dei coefficienti di sicurezza imposti dalla normativa. Possiamo individuare un indizio di credit crunch nel razionamento effettuato dalle banche anche alle imprese solide in quanto come sopra citato la solidità non riesce a compensare la penalizzazione derivante dalla dimensione aziendale. Interessante è anche vedere come l'appartenenza all'area del Nord-Est abbia una relazione diretta con la probabilità di non ricevere il credito richiesto.

La stessa tipologia di analisi è ora riproposta considerando però le sole imprese avente sede all'interno dell'area del Nord-Est Italia.

Random-effects probit regression		Number of obs = 36999			
Group variable: ccia2		Number of groups = 4713			
Random effects u_i ~ Gaussian		obs per group: min = 1			
		avg = 7.9			
		max = 10			
Log likelihood = -22726.196		wald chi2(26) = 1976.60			
		Prob > chi2 = 0.0000			
dummyrazion	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
dummytemporale02	.0619338	.0309316	2.00	0.045	.001309 .1225585
dummytemporale03	.2594527	.0298632	8.69	0.000	.2009219 .3179835
dummytemporale04	.3127354	.0284525	10.99	0.000	.2569696 .3685012
dummytemporale06	.3743808	.0276774	13.53	0.000	.3201341 .4286275
dummytemporale07	.3197103	.0274844	11.63	0.000	.2658418 .3735788
dummytemporale08	.503424	.0272994	18.44	0.000	.4499183 .5569298
dummytemporale09	.5869239	.0272718	21.52	0.000	.5334722 .6403757
dummytemporale10	.4946845	.0274524	18.02	0.000	.4408787 .5484903
dummyMicro	-.3380952	.0431782	-7.83	0.000	-.422723 -.2534674
dummyPiccola	.0292986	.0248991	1.18	0.239*	-.0195027 .0780998
dummyMedia	.0876009	.0232898	3.76	0.000	.0419537 .1332481
solide	-.8450448	.0435758	-19.39	0.000	-.9304519 -.7596377
piccole_solide	-.5232029	.0588176	-8.90	0.000	-.6384834 -.4079225
medie_solide	-.3707135	.0524451	-7.07	0.000	-.4735041 -.267923
estrazione	-.0498871	.1238362	-0.40	0.687*	-.2926015 .1928274
manifatturiere	.0554103	.0329521	1.68	0.093*	-.0091746 .1199952
energia	-.1462545	.1092137	-1.34	0.181*	-.3603094 .0678004
costruzioni	-.1366382	.0443326	-3.08	0.002	-.2235285 -.0497479
commercio	-.0335866	.0354798	-0.95	0.344*	-.1031258 .0359526
trasporto	-.0480534	.0533195	-0.90	0.367*	-.1525576 .0564508
comunicazione	-.2294064	.077255	-2.97	0.003	-.3808235 -.0779894
assicurazioni	-.2955284	.0815227	-3.63	0.000	-.4553101 -.1357468
attivitàimmob	-.0244275	.0571972	-0.43	0.669*	-.136532 .087677
attivitàprof	-.1588889	.0519734	-3.06	0.002	-.2607549 -.0570229
istruzione	-.8815329	.2951878	-2.99	0.003	-.1.46009 -.3029754
sanita	.077073	.1038808	0.74	0.458*	-.1265296 .2806756
_cons	-.6559095	.0403773	-16.24	0.000	-.7350476 -.5767714
/lnsig2u	-2.546567	.0900338			-2.72303 -2.370104
sigma_u	.279911	.0126007			.2562722 .3057302
rho	.0726574	.0060663			.061628 .085481
Likelihood-ratio test of rho=0: chibar2(01) =				197.05	Prob >= chibar2 = 0.000

Tabella 11: Variabili determinanti la probabilità per le imprese del Nord-Est Italia di essere razionate.

Anche in questo caso (Tab. 11) l'analisi dei coefficienti delle dummy temporali può essere significativa per individuare possibili tendenze

del mercato dell'offerta del credito, e quindi l'andamento di tutte le variabili non dipendenti dalle caratteristiche intrinseche alle imprese stesse.

Notiamo anche in questo caso come sia presente un coefficiente quasi prossimo allo zero in concomitanza con la dummy temporale del 2002 che cresce fino a raggiungere il suo picco massimo nel 2009. L'andamento è speculare a quanto verificato nell'analisi Tab. 10 nonostante si registino valori tendenzialmente più elevati. Questo può far pensare a come nell'area del Nord-Est le condizioni non dipendenti dalle imprese siano state più severe e abbiano potuto causare una maggiore restrizione del credito nei confronti delle imprese che operano e hanno rapporti economici con le banche dell'area del Nord-Est.

Anche in quest'analisi più settoriale le microimprese sembrano non essere colpite dalla restrizione del credito. Le piccole e medie imprese presentano invece una maggiore probabilità di essere razionate.

Le imprese solide di per sé riducono notevolmente la probabilità di essere razionate, ma anche per le imprese del Nord-Est la solidità non compensa del tutto la penalizzazione derivante dalla dimensione aziendale.

Per quanto attiene all'analisi settoriale si può vedere come molte classi di attività non risultano più significate dalle stime effettuate. Risulta comunque interessante vedere come tutte le classi di attività tranne le attività riconducibili alla sanità presentino un coefficiente negativo. Anche per l'analisi dell'area Nord-Est, analizzando congiuntamente risultati ottenuti per il lato dell'offerta e per il lato della domanda possiamo individuare un segnale di credit crunch dall'alto valore assunto dal coefficiente della dummy temporale nel 2009, e per il solo lato della domanda vediamo come siano razionate non solo le imprese in difficoltà ma anche le imprese considerate solide.

5.1 CRITERI GUIDA PER LA CONCESSIONE DEI FINANZIAMENTI BANCARI

Il secondo lavoro di analisi prevede lo studio delle dinamiche di concessione del credito bancario alle imprese. Dalle analisi precedentemente eseguite è risultato come il ciclo economico sia stato fortemente influenzato dalla crisi bancaria e finanziaria a partire dalla fine del 2007. Si è quindi operata una doppia analisi sul campione, una prima riguardante il periodo dal 2001 al 2006 e una successiva dal 2007 al 2010. In questo modo si è pensato di poter meglio evidenziare le

possibili differenze che si vengono a creare con l'evoluzione del ciclo economico.

Si vuole valutare se le banche adottano sempre lo stesso metro di valutazione delle imprese oppure se le variabili analizzate e i modelli utilizzati variano in relazione all'andamento macroeconomico. Nel condurre la valutazione e l'analisi dei risultati si deve prestare attenzione alle variabili patrimoniali in quanto in una situazione di crisi e di stallo dell'economia, come si sta verificando e come si è verificato in Italia nel corso del 2009, ci può essere una contrazione del credito da parte delle banche (quindi una diminuzione dei finanziamenti attraverso il lending channel) che può essere ulteriormente aggravata dal peggioramento dei bilanci delle imprese, rendendole dunque meno solide e non profittabili (balance sheet channel). L'ulteriore considerazione riguarda il lato della domanda dato che a causa di un rallentamento dell'economia le imprese potrebbero chiedere meno finanziamenti in quanto sono meno propense ad intraprendere nuovi progetti a lungo termine o nuovi investimenti. Nel considerare come variabile dipendente il credito effettivamente concesso si assorbono sia i rallentamenti provenienti dal lato della domanda che le restrizioni derivanti dal lato dell'offerta di credito.

L'obiettivo del lavoro è analizzare quali siano le caratteristiche delle imprese che maggiormente condizionano gli istituti bancari nell'emettere finanziamenti.

Le variabili esplicative utilizzate per condurre quest'indagine sono state selezionate dai bilanci aziendali oppure ottenute dall'elaborazione di alcune voci di bilancio al fine di ottenere indici e margini di bilancio per meglio valutare la capitalizzazione aziendale, la solidità, la liquidità, la redditività e l'efficienza aziendali. Sono inoltre stati considerati nel modello il tasso d'interesse applicato sui prestiti e il tasso di crescita degli utili.

5.1.1 *Descrizione del campione e delle variabili del modello*

La analisi sono state svolte prendendo in riferimento un campione di 30402 imprese. Per meglio valutare la concessione del credito le imprese sono state suddivise in base alla Raccomandazione 2003/361/CE in piccole, medie e grandi imprese. In questo modo si è potuto analizzare e confrontare se, e come, la dimensione aziendale possa in qualche modo influire negativamente nella decisione della banca di concedere il credito richiesto. Il campione viene quindi suddiviso

in 14215 Piccole imprese, 10496 medie imprese e 5691 grandi imprese. Sono stati utilizzati i bilanci dal 2001 al 2012 del database Aida.

La variabile dipendente *debtbanchetot* è calcolata come rapporto percentuale tra i debiti bancari e il totale attivo di bilancio.

Questa variabile rappresenta il credito effettivamente concesso all'impresa ed è quindi il punto di equilibrio tra la domanda e l'offerta di finanziamenti bancari.

Le variabili esplicative utilizzate nel modello sono rappresentative di diversi aspetti aziendali.

La prima variabile è il *costodenaro*, calcolata come rapporto percentuale tra gli oneri finanziari e i debiti bancari.

Per valutare la capitalizzazione aziendale sono state utilizzate le variabili *indipterzi*, calcolata come rapporto tra il patrimonio netto e il totale dei debiti, il rapporto d'indebitamento calcolato come rapporto tra la somma del patrimonio netto e il totale debiti sul patrimonio netto, e l'indice d'indipendenza finanziaria calcolato come rapporto percentuale tra il patrimonio netto e il totale attivo.

Per analizzare la liquidità aziendale si è utilizzato l'indice di liquidità calcolato come rapporto tra l'attivo circolante depurato delle rimanenze sul totale dei debiti. La variabile *current* è data dal rapporto tra l'attivo circolante e il totale dei debiti a breve e dei debiti oltre l'esercizio. L'indice di disponibilità è invece calcolato come rapporto tra l'attivo circolante e i debiti a breve.

Gli indici di redditività aziendale inseriti nella stima sono il *ROE* (definito come rapporto percentuale tra l'utile/perdita e il totale attivo), il *ROI* (definito come rapporto percentuale tra il risultato operativo e la somma del patrimonio netto con il totale dei debiti dell'impresa), il *ROS* (rapporto percentuale tra il risultato operativo e il totale dei ricavi delle vendite) e il *ROA* (definito come rapporto percentuale tra il risultato operativo e il totale attivo).

Per la valutazione della redditività aziendale è stata utilizzata la variabile *rendidipendenti* calcolata come rapporto tra i ricavi delle vendite ed il totale delle spese per il personale, successivamente rapportata al totale attivo.

Il modello include anche le variabili *tax* calcolata come rapporto percentuale tra il totale delle imposte sul reddito e il risultato prima

delle imposte, la variabile *marginestruttura* definita come differenza tra il patrimonio netto e il totale delle immobilizzazioni, la variabile *marginet-sorieria* calcolata come somma dei crediti e delle disponibilità liquide meno i debiti a breve, la variabile *flussicassa* espressione dell'utile, del totale degli ammortamenti e di eventuali svalutazioni rapportata al totale attivo.

È stata inoltre inclusa nel modello la variabile g – utile che si riferisce al tasso di crescita percentuale dell'utile.

5.2 RISULTATI

L'andamento dei debiti bancari per le PMI presenta una brusca frenata tra il 2009 e il 2010 in cui non sembra ci sia stata una crescita del debito bancario, e anzi si registra una contrazione dei finanziamenti bancari per le piccole imprese. In contro tendenza sembra invece essere l'andamento dei prestiti alle grandi imprese, in salita anche nel 2010.

Dal grafico di Fig. 80 vediamo infatti come migliora il rapporto dei debiti bancari sul totale attivo per le PMI mentre rimane invariato per le grandi imprese, le quali sono quindi riuscite a contenere la crescita del rapporto dei debiti bancari sul totale attivo nonostante l'aumento dei finanziamenti ricevuti.

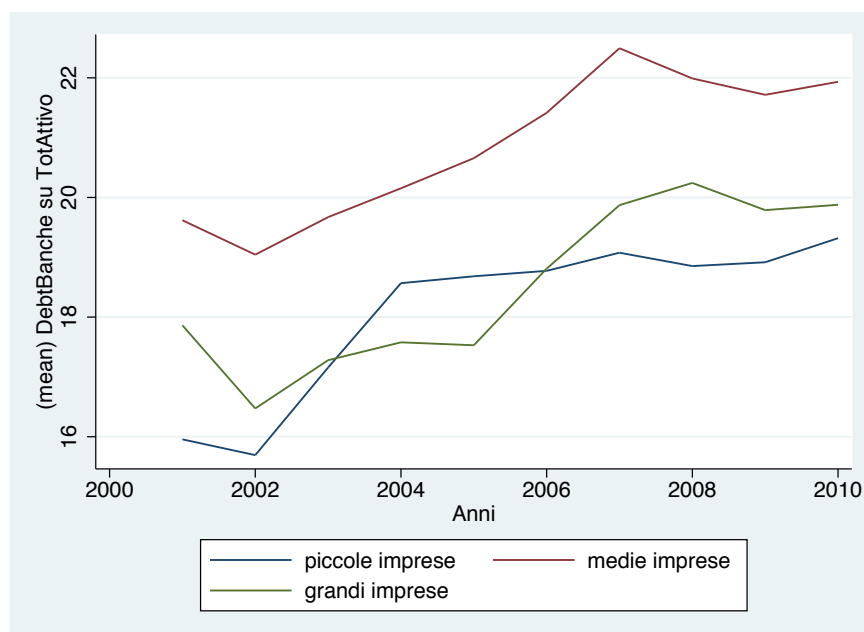


Figura 80: Debiti bancari sul totale attivo suddivisi per classe dimensionale.

5.2.1 *Le piccole imprese*

Per le piccole imprese si può vedere come la dinamica del credito concesso alterni momenti di evidente stazionarietà a momenti di crescita. Solo nel 2010 si registra una lieve contrazione dei debiti bancari concessi.

Il risultato ottenuto dall'osservazione per il campione d'impresie appare coerente con le analisi e i dati analizzati nei capitoli precedenti.

Random-effects GLS regression		Number of obs = 16623				
Group variable: ccia2		Number of groups = 7802				
R-sq:	within = 0.2666	obs per group: min =	1			
	between = 0.4689	avg =	2.1			
	overall = 0.4694	max =	4			
corr(u_i, X) = 0 (assumed)		wald chi2(17) =	4798.63			
		Prob > chi2 =	0.0000			
(Std. Err. adjusted for 7802 clusters in ccia2)						
debtbanchetot	Coef.	Robust Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
aidacostodenaro	-.1781274	.0203613	-8.75	0.000	-.2180348	-.1382199
aidaindipterzi	.5956481	.2316958	2.57	0.010	.1415327	1.049763
indiceindebitamento	-.0000953	.0006099	0.16	0.876*	-.0011002	.0012907
aidaindipfinanz	-.4355501	.0145833	-29.87	0.000	-.4641329	-.4069673
current	-3.645062	.5597698	-6.51	0.000	-4.742191	-2.547934
liquidit	.486272	.5030247	0.97	0.334*	-.4996383	1.472182
aidarao	2.611293	.0914744	28.55	0.000	2.432006	2.790579
aidaroi	-1.283217	.0419329	-30.60	0.000	-1.365404	-1.20103
aidaros	-.0336982	.0290821	-1.16	0.247*	-.0906981	.0233017
aidaroe	.0234196	.0070929	3.30	0.001	.0095178	.0373214
tax	-1.20e-06	.0000243	-0.05	0.961*	-.0000488	.0000464
rendidipendenti	.0462668	.0108783	4.25	0.000	.0249458	.0675878
flussicassa	-36.12586	4.21773	-8.57	0.000	-44.39245	-27.85926
aidadisponibilita	1.422288	.382713	3.72	0.000	.6721842	2.172392
margstruttura	-13.45024	1.225063	-10.98	0.000	-15.85131	-11.04916
margtesoreria	1.287809	.8053634	1.60	0.110*	-.2906741	2.866292
g_utile	-.0002197	.000169	-1.30	0.193*	-.0005509	.0001115
_cons	38.70204	.7763208	49.85	0.000	37.18048	40.2236
sigma_u	11.2589					
sigma_e	5.5812261					
rho	.80273885	(fraction of variance due to u_i)				

Tabella 12: Piccole imprese (2001-2006).

Dai risultati ottenuti con la stima, esposti in Tab. 12, si possono osservare i criteri e le motivazioni maggiormente influenzanti la concessione di credito alle piccole imprese dal 2001 al 2006. La variabile *costodenaro* rappresenta il tasso d'interesse applicato dalle banche e risulta essere altamente significativa; presenta anche il coefficiente negativo, indice di una relazione inversa tra credito concesso e tasso sul prestito, espressione di come le imprese riducano il ricorso al debito bancario a causa dell'onerosità dello stesso. Una riduzione dei tassi avrebbe potuto incentivare le imprese ad aumentare il ricorso al finanziamento bancario.

Un altro fattore rilevante nella concessione del credito è rappresentato dal grado d'indipendenza verso terzi e dall'indipendenza finanziaria dell'impresa. Analizzando i coefficienti delle due variabili si può notare un coefficiente negativo per la variabile rappresentante l'indi-

pendenza finanziaria. Una possibile interpretazione è che la banche possano aver concesso il finanziamento anche alle imprese che presentavano una bassa percentuale di capitale di rischio.

L'indipendenza verso terzi è invece direttamente correlata alla possibilità di ricevere nuovi finanziamenti, questo poiché per la banca c'è maggior sicurezza in quanto in caso d'insolvenza dell'impresa possono far valere i propri diritti su un più ampio patrimonio aziendale. La variabile *current*, espressione della liquidità aziendale presenta un coefficiente negativo e risulta essere altamente significativa nel modello di stima. Il coefficiente negativo lascia pensare come le attività a breve scadenza non siano sufficienti a coprire la quota dei debiti a breve scadenza, giustificando così un eventuale ricorso ad un nuovo debito bancario per necessità di copertura.

Analizzando ora la redditività del capitale, la variabile ROE che rappresenta la redditività del capitale proprio risulta significativa e presenta un coefficiente positivo; questo significa che questa variabile è rilevante ai fini della concessione del credito da parte delle banche. Migliore infatti è la redditività dell'impresa migliore risulta anche la sua profittabilità dal punto di vista bancario. La variabile ROI è l'indice di redditività del capitale investito rappresenta quindi la redditività e l'efficienza della gestione caratteristica a prescindere dalle fonti utilizzate e quindi dalla struttura del capitale. Il ROI presenta un valore del coefficiente negativo, questo può essere spiegato supponendo che siano le imprese con una bassa redditività o con una redditività non sufficiente del capitale investito a ricorrere al finanziamento bancario. Il ROA esprime la redditività della gestione caratteristica e patrimoniale e dalle stime effettuate risulta essere significativo con coefficiente positivo, lasciando supporre che questo indice sia preso in considerazione dalle banche nella concessione del finanziamento. Il margine di struttura risulta significativo nell'analisi presentando un coefficiente negativo inducendo a ritenere come le imprese che ricorrono maggiormente ai finanziamenti siano quelle che non riescono a coprire il proprio valore delle immobilizzazioni con il solo valore del capitale non soggetto a rimborso. Confrontando questo risultato con quello ottenuto per la variabile riferita ai flussi di cassa, che risulta anch'essa significativa e con un coefficiente negativo, si può fare un'ipotesi circa gli elevati investimenti da parte delle imprese oppure ad una gestione che utilizza prevalentemente mezzi finanziari. Il rendimento dei dipendenti, variabile riferibile all'efficienza dell'impresa, risulta significativa e con un coefficiente positivo indicando

come questa variabile influisca nella concessione dei finanziamenti come garanzia di efficienza e produttività anche per il lungo periodo. L'analisi effettuata per le piccole imprese tra il 2001 e il 2006 ha rilevato come le variabili legate alla tassazione e al tasso di crescita degli utili non abbiano assunto alcuna significatività. Lo stesso è valido per le variabili rappresentative della liquidità aziendale.

Random-effects GLS regression					
Group variable: ccia2			Number of obs	=	23226
			Number of groups	=	8952
R-sq: within	=	0.3062	obs per group: min	=	1
between	=	0.4196	avg	=	2.6
overall	=	0.4386	max	=	4
corr(u_i, X) = 0 (assumed)			wald chi2(17)	=	5308.39
			Prob > chi2	=	0.0000
(Std. Err. adjusted for 8952 clusters in ccia2)					
	Coef.	Robust Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
debtbanchetot					
aidacostodenaro	-.1313028	.0173782	-7.56	0.000	-.1653634 -.0972422
aidaindipiterzi	.2741022	.0839512	3.27	0.001	.1095608 .4386435
indiceindebitamento	-.0023332	.0014597	-1.60	0.110*	-.0051941 .0005277
aidaindipfinanz	-.4038543	.0094297	-42.83	0.000	-.4223362 -.3853724
current	-3.22183	.3664132	-8.79	0.000	-3.939987 -2.503673
liquidit	-1.312181	.3343394	-3.92	0.000	-1.967474 -.6568876
aidaroa	2.099373	.0770249	27.26	0.000	1.948407 2.250339
aidaroi	-1.084279	.0374116	-28.98	0.000	-1.157604 -1.010954
aidaros	-.018431	.0192411	-0.96	0.338*	-.0561429 .0192809
aidaroe	.0202291	.0058511	3.46	0.001	.0087612 .031697
tax	1.28e-06	2.80e-06	0.46	0.647*	-4.21e-06 6.78e-06
rendidipendenti	.01935	.0094134	2.06	0.040	.0009001 .0377998
flussicassa	-32.62448	3.522391	-9.26	0.000	-39.52824 -25.72072
aidadisponibilita	2.789288	.2786254	10.01	0.000	2.243192 3.335384
marginestruttura	-14.09789	1.016866	-13.86	0.000	-16.09091 -12.10487
marginestoreria	.6604722	.705058	0.94	0.349*	-.721416 2.04236
g_utile	-.0009481	.0006064	-1.56	0.118*	-.0021367 .0002405
_cons	38.47551	.5750687	66.91	0.000	37.3484 39.60262
sigma_u	12.094048				
sigma_e	5.8495394				
rho	.81041378				(fraction of variance due to u_i)

Tabella 13: Piccole imprese (2007-2010).

I finanziamenti concessi alle piccole imprese dal 2007 al 2010 hanno subito una contrazione rispetto al periodo precedente la crisi. L'obiettivo è ora valutare se si è modificata la significatività di alcune variabile per valutare se c'è stato qualche mutamento nei criteri guida di concessione del credito da parte delle banche.

La variabile rappresentante il costo del denaro preso a prestito resta significativa e presenta anche in questo caso un coefficiente negativo. Questo alla luce delle analisi macroeconomiche effettuate nei capitoli precedenti può essere visto come un segnale di razionamento del credito in quanto aumentando il costo del finanziamento le imprese si vedono costrette a ridurre o limitare i debiti verso le banche. La situazione legata al capitale sociale resta immutata, si registra ancora la significatività dell'indice d'indipendenza finanziaria e del grado d'indipendenza verso terzi rispettivamente con coefficiente negativo e positivo. L'unica differenza è la significatività del rapporto d'indebitamento per cui si registra un coefficiente negativo (anche se ad un

livello di poco superiore al 10%). Si può supporre quindi che le banche concedano finanziamenti alle imprese che prestino vantaggi offerti dall'effetto leva. Per quanto riguarda la liquidità aziendale, nella stima effettuata per il periodo di crisi, acquista significatività anche la variabile liquidità. Si può notare come sia la variabile *current* che *liquidit* presentino coefficienti negativi, quindi possiamo supporre come la crisi abbia peggiorato le condizioni di liquidità aziendali le quali possono essere una delle cause di ricorso ai finanziamenti bancari oltre che alle necessità connesse allo smobilizzo dei crediti già registrate nel periodo di analisi precedente. Le variabili che fanno riferimento alla redditività aziendale non hanno subito variazione per gli anni 2007-2010. Resta non significativa la variabile connessa alla remunerazione delle vendite. Si vede invece come la variabile ROI resta significativa e con un coefficiente negativo, questo può indurre a ritenere come le imprese che non raggiungano livelli di redditività sufficienti negli investimenti nella gestione patrimoniale e caratteristica, siano quelle che maggiormente fanno ricorso ai finanziamenti bancari. La variabile *renddipendenti* resta significativa e con un coefficiente positivo. Possiamo quindi supporre che questa variabile che rappresenta un indice di efficienza e di produttività sia tenuta in considerazione dalle banche nella concessione del credito alle piccole imprese, sia nel periodo precedente la crisi sia nel periodo in cui si è verificata la crisi. La significatività della variabile *margstruttura* ed il suo coefficiente negativo rappresentano come l'ammontare degli investimenti non riescano ad essere coperti dal solo capitale di rischio dell'impresa, per questo motivo le imprese si vedono costrette a richiedere credito bancario.

5.2.2 *Le medie imprese*

Si analizzano ora i risultati ottenuti per la stima dal 2001 al 2006 delle medie imprese italiane facenti parte del campione di riferimento.

La valutazione sulla concessione del credito per le medie imprese italiane nel periodo dal 2001 al 2006 presenta alcune differenze rispetto a quanto riscontrato per le piccole imprese.

La variabile riferita al tasso del credito concesso risulta ancora significativa per la stima effettuata per le medie imprese e il coefficiente assume valori negativi; anche in questo caso si può quindi supporre come una variazione in diminuzione dei tassi d'interesse applicati sul debito concesso avrebbe potuto aumentare la domanda di credito del-

Random-effects GLS regression		Number of obs = 19800				
Group variable: ccia2		Number of groups = 8776				
R-sq: within = 0.2770		obs per group: min = 1				
between = 0.4873		avg = 2.3				
overall = 0.4995		max = 4				
corr(u_i, x) = 0 (assumed)		wald chi2(17) = 4557.21				
		Prob > chi2 = 0.0000				
(Std. Err. adjusted for 8776 clusters in ccia2)						
debtbanchetot	Coef.	Robust Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
aidacostodenaro	-.2282288	.0208776	-10.93	0.000	-.2691481	-.1873095
aidaindipterzi	1.125227	.3296052	3.41	0.001	.4792127	1.771241
indiceindebitamento	-.0358112	.0083064	-4.31	0.000	-.0520914	-.019531
aidaindipfinanz	-.5040105	.0173576	-29.04	0.000	-.5380309	-.4699902
current	-3.501756	.6013407	-5.82	0.000	-4.680362	-2.32315
liquidit	-.4296567	.5711988	-0.75	0.452*	-1.549186	.6898723
aidarao	2.283933	.0947124	24.11	0.000	2.098301	2.469566
aidaroi	-1.23192	.0436123	-28.25	0.000	-1.317399	-1.146442
aidaros	.0382342	.0380755	1.00	0.315*	-.0363923	.1128607
aidaroe	.0232827	.0068968	3.38	0.001	-.0097651	.0368002
tax	4.78e-07	3.10e-07	1.54	0.123*	-1.30e-07	1.09e-06
rendidipendenti	.1133426	.010857	10.44	0.000	.0920633	.1346219
flussicassa	-23.02429	3.984708	-5.78	0.000	-30.83417	-15.21441
aidadisponibilita	1.593259	.3779561	4.22	0.000	.8524787	2.334039
margstruttura	-12.39322	1.31875	-9.40	0.000	-14.97792	-9.808519
margtesoreria	1.376799	.8730495	1.58	0.115*	-.334347	3.087944
g_utile	.0001763	.0001147	1.54	0.124*	-.0000486	.0004011
_cons	41.34585	.8822257	46.87	0.000	39.61672	43.07498
sigma_u	11.069659					
sigma_e	5.0706162					
rho	.82656724	(fraction of variance due to u_i)				

Tabella 14: Medie Imprese (2001-2006).

le imprese.

Le prime differenze si riscontrano in corrispondenza della valutazione della leva finanziaria, dalla Tab. 14 l'indice d'indebitamento è significativo e il coefficiente è negativo. Risultano inoltre significativi il grado d'indipendenza verso terzi e il grado d'indipendenza finanziaria. Si ipotizza quindi come le banche nella concessione del credito nei confronti delle medie imprese prediligano una situazione in cui ci sia una significativa indipendenza verso terzi. In questo modo come già detto per le piccole imprese, la banca può rivalersi su un maggior patrimonio dell'impresa nel caso di un eventuale fallimento. Viene invece premiato un forte utilizzo della leva finanziaria differentemente da quanto riscontrato per le piccole imprese. Le variabili di redditività del capitale proprio espressa dal ROE e dal capitale di debito (ROI) sono significative nella stima effettuata; in particolare essendo il coefficiente del ROI negativo si suppone siano le imprese che non riescono ad avere una sufficiente redditività degli investimenti quelle a ricorrere maggiormente ai finanziamenti bancari, mentre essendo la variabile ROE significativa possiamo supporre sia presa in considerazione dalle banche nella concessione del credito richiesto. Le medesime considerazioni sono state effettuate anche per quanto riguarda l'analisi effettuata sulle piccole imprese nel periodo di riferimento antecedente la crisi. Un secondo indicatore di redditività

tenuto in considerazione dalle banche è la redditività della gestione caratteristica aziendale espressa dal ROA mentre non risulta significativa la remunerazione delle vendite. Resta significativa anche per le medie imprese la proxy di efficienza aziendale e di produttività rappresentata dal rendimento dei dipendenti. Il coefficiente positivo della variabile lascia supporre come questa sia una delle variabili tenute in considerazione dalle banche per la decisione di concessione di finanziamenti nei confronti delle medie imprese.

Random-effects GLS regression		Number of obs = 30596				
Group variable: ccia2		Number of groups = 11325				
R-sq: within = 0.3061		obs per group: min = 1				
between = 0.4559		avg = 2.7				
overall = 0.4649		max = 4				
corr(u_i, x) = 0 (assumed)		wald chi2(17) = 7412.35				
		Prob > chi2 = 0.0000				
(Std. Err. adjusted for 11325 clusters in ccia2)						
debtbanchetot	Coef.	Robust Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
aidacostodenaro	-.1535433	.0161642	-9.50	0.000	-.1852245	-.1218621
aidaindipsterzi	.6151228	.1823429	3.37	0.001	.2577373	.9725084
indiceindebitamento	-.0144216	.0093061	-1.55	0.121*	-.0326613	.0038181
aidaindipfinanz	-.4334728	.0113564	-38.17	0.000	-.4557309	-.4112146
current	-3.935459	.4439851	-8.86	0.000	-4.805654	-3.065265
liquidit	-1.177242	.4874783	-2.41	0.016	-2.132682	-.2218024
aidaroo	1.856615	.0706223	26.29	0.000	1.718198	1.995032
aidaroi	-1.016434	.0349518	-29.08	0.000	-1.084938	-.9479294
aidaros	-.0429561	.0225723	-1.90	0.057*	-.087197	.0012847
aidaroe	.0329694	.0051745	6.37	0.000	.0228275	.0431112
tax	-2.53e-06	7.25e-06	-0.35	0.727*	-.0000167	.0000117
rendidipendenti	.0751684	.0093147	8.07	0.000	.056912	.0934249
flussicassa	-35.07887	2.940462	-11.93	0.000	-40.84207	-29.31567
aidadisponibilita	2.374563	.3073885	7.72	0.000	1.772093	2.977034
margstruttura	-13.62039	.9751957	-13.97	0.000	-15.53174	-11.70905
margtesoreria	1.724227	.7163465	2.41	0.016	.3202132	3.12824
g_utili	.0000386	.0000161	2.39	0.017	6.96e-06	.0000702
_cons	42.05697	.705676	59.60	0.000	40.67387	43.44007
sigma_u	11.594896					
sigma_e	5.2353725					
rho	.83065184	(fraction of variance due to u_i)				

Tabella 15: Medie Imprese (2007-2010).

L'analisi delle regressioni effettuate per le medie imprese nel periodo della crisi presenta ancora la significatività della variabile rappresentante il costo del finanziamento, si riscontra inoltre un valore negativo del coefficiente. Per quanto riguarda la capitalizzazione nel periodo dal 2007 al 2010 perde significatività l'indice d'indebitamento, ma anche per le medie imprese si intuisce come la presenza del capitale sociale ha un'influenza positiva sulla concessione dei finanziamenti da parte delle banche. Si può vedere come sia sempre rilevante l'indipendenza da terzi la quale con un coefficiente positivo si suppone sia presa in considerazione dalle banche.

Le variabili che esprimono il livello di liquidità aziendale risultano entrambe significative a differenza di quanto registrato nel periodo precedente. Sembra infatti che le imprese che fanno richiesta di maggiori finanziamenti siano quelle con una liquidità non sufficiente, la

negatività del coefficiente della variabile *current* evidenzia la non capacità delle imprese di far fronte ai loro impieghi a breve termine. Importante differenza per le medie imprese rispetto al periodo precedente e rispetto alle piccole imprese è la rilevanza della variabile del tasso di crescita degli utili. La positività del coefficiente lascia supporre come le banche concedano prestiti alle imprese che presentano una crescita nel tempo dei profitti. Questo può essere considerato un indice di affidabilità dell'impresa che riesce ad ottenere un tasso di crescita dei suoi utili anche in un periodo di crisi economica.

5.2.3 Le Grandi imprese

Random-effects GLS regression		Number of obs = 7394				
Group variable: ccia2		Number of groups = 4046				
R-sq: within = 0.1937		obs per group: min = 1				
between = 0.3889		avg = 1.8				
overall = 0.3917		max = 4				
corr(u_i, x) = 0 (assumed)		wald chi2(17) = 1120.64				
		Prob > chi2 = 0.0000				
(Std. Err. adjusted for 4046 clusters in ccia2)						
	Coef.	Robust Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
debtbanchetot						
aidacostodenaro	-.0336043	.033104	-1.02	0.310*	-.0984871	.0312784
aidaindiiperzi	1.665583	.4086145	4.08	0.000	.8647132	2.466453
indiceindebitamento	-.0472765	.0208162	-2.27	0.023	-.0880755	-.0064776
aidaindipfinanz	-.4772562	.0281973	-16.93	0.000	-.532522	-.4219904
current	-3.617829	1.057963	-3.42	0.001	-5.691399	-1.544259
liquidit	-.1908479	.8299471	-0.23	0.818*	-1.817514	1.435818
aidarao	2.053245	.1388508	14.79	0.000	1.781102	2.325387
aidaroi	-1.072081	.0674904	-15.88	0.000	-1.20436	-.9398026
aidaros	-.025559	.0513436	-0.50	0.619*	-.1261906	.0750726
aidaroe	.0463075	.011589	4.00	0.000	.0235936	.0690215
tax	-.0000164	.0000627	-0.26	0.794*	-.0001392	.0001065
rendidipendenti	.0664664	.0175701	3.78	0.000	.0320295	.1009032
Flussicassa	-19.40378	6.27138	-3.09	0.002	-31.69545	-7.112098
aidadisponibilita	1.721106	.6040189	2.85	0.004	.5372505	2.904961
margstruttura	-8.273144	2.019634	-4.10	0.000	-12.23155	-4.314734
margtesoreria	.4476445	1.32689	0.34	0.736*	-2.153013	3.048302
g_utile	-6.90e-07	.0001155	-0.01	0.995*	-.0002271	.0002257
_cons	37.05513	1.661161	22.31	0.000	33.79931	40.31094
sigma_u	12.186024					
sigma_e	5.2631405					
rho	.84278845	(fraction of variance due to u_i)				

Tabella 16: Grandi Imprese (2001-2006).

Dall'analisi di risultati sulle grandi imprese nel periodo antecedente la crisi si riscontra la prima grande differenza legata alla non significatività della variabile facente riferimento al costo del denaro; per le grandi imprese quindi, anche una riduzione del tasso del prestito, non avrebbe comportato nessuna variazione sul livello della domanda. Interessante è anche valutare la significatività dell'indice d'indebitamento, il coefficiente negativo sta a significare la tendenza a concedere credito alle imprese che dimostrano una riduzione della leva finanziaria.

Risulta rilevante anche il grado d'indipendenza finanziaria, lascian-

do supporre che per le banche sia rilevante la presenza del capitale sociale, la variabile infatti ha un coefficiente negativo. Anche per le grandi imprese nel periodo precedente la crisi risulta non significativa la variabile che esprime la liquidità aziendale. La variabile *current* è significativa per la stima effettuata e il coefficiente ha un valore negativo, questo sta ad indicare una situazione non sufficiente di liquidità in cui le attività non appaiono sufficienti per coprire la quota di debiti a scadenza. Questa può essere una delle motivazioni per richiedere un finanziamento bancario, ci possono essere infatti necessità legate allo smobilizzo dei crediti.

In riferimento alla redditività aziendale, anche per le grandi imprese, si riscontra la medesima situazione verificatasi per medie e piccole imprese. Risulta una situazione di criticità poiché la remunerazione degli investimenti espressa dal ROI presenta un coefficiente negativo. Anche per le grandi imprese la variabile di efficienza aziendale rappresentata dal rendimento dei dipendenti risulta significativa e positivamente correlata alla possibilità di ricevere finanziamento bancario. Questo significa che anche per le grandi imprese l'efficienza della produzione è uno degli elementi che le banche analizzano per la concessione del credito.

Random-effects GLS regression		Number of obs	=	13334	
Group variable: ccia2		Number of groups	=	5704	
R-sq: within	= 0.2091	obs per group: min	=	1	
between	= 0.3600	avg	=	2.3	
overall	= 0.3725	max	=	4	
corr(u_i, X)	= 0 (assumed)	wald chi2(17)	=	2575.34	
		Prob > chi2	=	0.0000	
(Std. Err. adjusted for 5704 clusters in ccia2)					
	Coef.	Robust Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
debtbanchetot					
aidacostodenaro	.0100802	.0218618	0.46	0.645*	-.0327682 .0529285
aidaindipsterzi	.3058386	.2887832	1.06	0.290*	-.2601661 .8718433
indiceindebitamento	-.02889	.0095636	-3.02	0.003	-.0476343 -.0101456
aidaindipfinanz	-.3786895	.0169468	-22.35	0.000	-.4119045 -.3454744
current	-2.828445	.6061353	-4.67	0.000	-4.016448 -1.640441
liquidit	-2.640436	.6583243	-4.01	0.000	-3.930728 -1.350145
aidaroa	1.202098	.1006157	11.95	0.000	1.004895 1.399301
aidaroi	-.725285	.0502256	-14.44	0.000	-.8237253 -.6268447
aidaros	-.0082205	.0348823	-0.24	0.814*	-.0765885 .0601476
aidaroe	.0369984	.0080543	4.59	0.000	.0212123 .0527844
tax	-.0000256	.000018	-1.42	0.155*	-.0000608 9.71e-06
rendidipendenti	.0681321	.0152084	4.48	0.000	.0383242 .09794
flussicassa	-22.82072	3.885251	-5.87	0.000	-30.43567 -15.20576
aidadisponibilita	2.783682	.458243	6.07	0.000	1.885543 3.681822
margstruttura	-10.81912	1.528642	-7.08	0.000	-13.81521 -7.823037
margtesoreria	1.058028	1.141807	0.93	0.354*	-1.179872 3.295928
g_utile	.0002889	.0004254	0.68	0.497*	-.0005448 .0011226
_cons	37.34183	1.105712	33.77	0.000	35.17468 39.50899
sigma_u	12.416247				
sigma_e	4.9796056				
rho	.861441	(fraction of variance due to u_i)			

Tabella 17: Grandi Imprese (2007-2010).

L'analisi della regressione per la grandi imprese per gli anni dal 2007 al 2010 evidenzia come rimane invariata la non significatività

della variabile facente riferimento al costo del denaro presto a prestito. Ha invece acquistato significatività l'indice d'indebitamento, il quale con coefficiente negativo possiamo supporre sia preso in considerazione dalle banche per concedere il credito alle grandi imprese che presentavano una progressiva riduzione dell'effetto leva. Perde allo stesso tempo significatività il grado d'indipendenza verso terzi. Rispetto al periodo precedente la variabile liquidità è significativa con coefficiente negativo. L'analisi della variabile *current*, anch'essa con valore del coefficiente negativo, lascia ipotizzare che la situazione di liquidità e di copertura dei debiti a breve sia critica per le grandi imprese e sia di conseguenza una delle cause principali che ha spinto le grandi imprese a ricorrere al finanziamento bancario. Per le grandi imprese non ci sono altre differenze rispetto all'analisi effettuata per il periodo precedente.

5.3 ANALISI PER SETTORE DI ATTIVITÀ

Si è effettuata un'ulteriore analisi effettuata per i diversi settori di attività, nelle tabelle seguenti (Tab. 18 e Tab. 19) si riportano in sintesi i risultati ottenuti dalle regressioni. Si può osservare come negli anni della crisi (2007-2010) i coefficienti significativi al 5% risultano aumentati, passando da 165 a 183. La variabile più significativa per tutte le classi dimensionali sembra essere l'indice d'indipendenza finanziaria, che nel corso della crisi risulta ancora più significativo nella determinazione di concessione del credito. Particolarmente significativo per le PMI è il margine di tesoreria, viene considerato rilevante sia nel periodo pre crisi sia durante la crisi. Si può ipotizzare come una delle motivazioni che spingono le imprese a ricorrere al finanziamento bancario sia la non completa copertura del capitale di rischio a causa dell'elevato ammontare d'investimenti. Le variabili rappresentanti la redditività aziendale risultano poco significative, anche se notiamo un'aumento della loro considerazione nel periodo della crisi. Questo evidenzia come le banche considerino di maggior rilevanza l'analisi della redditività aziendale in concomitanza con una situazione più critica del contesto economico generale. La variabile ROE che risulta essere quella maggiormente significativa per le piccole imprese perde invece la sua importanza per le medie e le grandi imprese, dove acquistano significatività la variabile ROA e ROS. Per le piccole imprese l'indice di liquidità e la variabile *current* risultano rilevanti nelle scelte operate dalle banche per la concessione del credito. La liquidità

aziendale è significativa anche per le medie imprese nel periodo d'analisi antecedente la crisi, mentre perde di significato nel periodo di rallentamento economico. L'indice d'indebitamento finanziario, non varia la sua importanza nel corso degli anni e resta rilevante in misura prevalente per le grandi imprese. Le banche nella concessione dei finanziamenti prestano quindi maggiore attenzione alla disponibilità del capitale di rischio delle grandi imprese. Il grado d'indipendenza da terzi non risulta particolarmente rilevante per le imprese del periodo precedente la crisi, mentre acquista valore solo per le medie imprese nel periodo d'analisi coincidente con la crisi economica. Nel caso in cui si registrino coefficienti negativi, si può ipotizzare come le imprese riescano ad ottenere credito grazie anche ai rapporti di lungo periodo instaurati con le banche. Le altre variabili risultanti poco significative nell'analisi sono l'efficienza aziendale rappresentata dal rendimento dei dipendenti, che acquista valore in misura maggiore solo per le piccole imprese nel periodo coincidente con la crisi. Anche il tasso di crescita percentuale dell'utile non risulta essere una variabile tenuta in considerazione dagli istituti di credito nella concessione dei finanziamenti.

debtbanchetot	Piccole Imprese		Medie Imprese		Grandi Imprese		Totale		
	2001-06	2007-10	2001-06	2007-10	2001-06	2007-10	2001-06	2007-10	Totale
Costo denaro	3	2	4	5	2	3	9	10	19
Indip. Terzi	3	2	1	4	2	1	6	7	13
Indice Indebitam	3	3	4	4	5	5	12	12	24
Indip. Finanziaria	5	7	6	6	6	7	17	20	37
Current	5	4	5	5	4	3	14	12	26
Liquidità	5	4	3	1	1	3	9	8	17
ROA	2	2	4	4	3	5	9	11	20
ROS	5	4	4	6	2	5	11	15	26
ROE	6	4	1	3	2	3	9	10	19
tax	4	2	5	5	1	2	10	9	19
Rend Dipendenti	1	4	5	4	4	4	10	12	22
Flussi Cassa	3	3	4	5	2	2	9	10	19
Indice Disponib	3	7	4	4	3	6	10	17	27
Margine Struttura	6	7	7	7	3	4	16	18	34
Margine Tesoreria	2	2	2	2	2	3	6	7	13
g_utile	2	2	2	1	4	2	8	5	13
TOTALE	58	59	61	66	46	58	165	183	348

Tabella 18: Settore ATECO con coefficienti significativi al 5 per cento.

ATECO	Piccole Imprese		Medie Imprese		Gradi Imprese		Totale		
	2001-06	2007-10	2001-06	2007-10	2001-06	2007-10	2001-06	2007-10	Totale
A	3	7	5	6	7	4	15	17	32
C	12	13	13	12	9	11	34	36	70
D/E	5	5	4	8	0	3	9	16	25
F	9	11	9	7	8	5	26	23	49
G/H	11	9	13	12	11	13	35	34	69
K	4	5	3	4	1	7	8	16	24
L/M/N	7	4	7	9	8	9	22	22	44
O/P/Q	4	3	6	6	2	6	12	15	27
TOTALE	55	57	60	64	46	58	161	179	340

Tabella 19: Coefficienti significativi al 5 per cento per settore.

5.4 IL NORD EST - RISULTATI DELLE STIME

La successiva analisi ha l'obiettivo di confrontare le stime effettuate per le imprese italiane con quelle avente sede nell'area del Nord-Est Italia.

Abbiamo in questo caso ridotto il campione di riferimento, consideriamo quindi un panel composto da 4731 imprese del Nord-Est Italia. Anche in quest'analisi il campione verrà suddiviso per dimensione aziendale e per anni, in modo da rendere delle stime confrontabili e capire se nell'area del Nord-Est Italia si sono verificate dinamiche diverse da quelle della media italiana nel periodo della crisi economica e finanziaria.

5.4.1 *Le piccole imprese del Nord Est*

L'analisi delle piccole imprese operanti nell'area del Nord-Est nel periodo dal 2001 al 2006 evidenzia alcune differenze rispetto all'analisi precedente. Dai risultati delle stime (Tab. 20 presente in allegato) la prima differenza è rappresentata dalla non significatività della variabile che rappresenta il grado d'indipendenza da terzi. L'unica variabile significativa della capitalizzazione è l'indice d'indipendenza finanziaria alla quale è associato un coefficiente è negativo; questo rappresenta una relazione inversa con la concessione del credito lasciando ipotizzare che le banche siano più propense a concedere credito alle imprese che presentano un più elevato livello di leva finanziaria. Anche per le piccole imprese del Nord-Est si registra una difficile situazione interna di liquidità identificate dai coefficienti negativi della variabile current e liquidit. Notiamo inoltre che anche in questo caso

la variabile liquidit non risulta significativa mentre la variabile current che rappresenta la capacità dell'impresa a finanziare i suoi debiti a breve con i crediti a breve, evidenzia una situazione di squilibrio che può aver spinto le imprese a richiedere un finanziamento. Un'ulteriore elemento di differenza riguarda la valutazione della redditività aziendale. Nell'analisi delle piccole imprese del Nord Est non risulta più significativa la variabile ROE che rappresenta la redditività del capitale proprio e questo può essere interpretato come la massima sintesi dei risultati economici dell'azienda. Risultano significativi solo il ROA e il ROI. La positività del coefficiente del ROA indica come le banche prendano in considerazione questa variabile per determinare la possibilità di concedere ulteriore finanziamento. Il ROA esprime infatti la redditività dell'intero capitale investito considerando tutte le attività d'impresa, è quindi una misura di redditività della gestione caratteristica che prescinde dalla modalità del finanziamento. Il valore negativo del coefficiente ROI, come riscontrato anche per l'analisi delle piccole imprese generale, lascia supporre come le imprese che ricorrono maggiormente al finanziamento siano quelle che hanno bassa redditività del capitale investito.

Un ulteriore elemento di differenza risulta essere la non significatività dell'efficienza aziendale e della produttività espressa dal rendimento dipendenti.

Per il periodo dal 2007 al 2010, analizzando gli anni della crisi riscontriamo numerose differenze per quanto riguarda le piccole imprese del Nord Est rispetto al clima italiano generale. La variabile costo del denaro risulta significativa ma solo al 10%, notiamo inoltre un coefficiente negativo per il quale supponiamo che un minor costo del prestito avrebbe spinto le piccole imprese del Nord Est a ricorrere maggiormente al finanziamento bancario. Per le piccole imprese del Nord Est resta non significativo il grado d'indipendenza verso terzi, mentre assume rilevanza il rapporto d'indebitamento che tuttavia precedentemente alla crisi risultava non rilevante per la concessione del finanziamento. Il coefficiente è negativo, questo lascia supporre come in una situazione di crisi e di mancanza di liquidità anche per le banche, i finanziamenti siano indirizzati verso quelle imprese che risultano essere meno indebitate e che presentano una maggiore capitalizzazione. Questo risultato è infatti concorde anche con la negatività del coefficiente dell'indice d'indipendenza finanziaria.

Un'ulteriore differenza rispetto alle analisi effettuate per la generalità delle piccole imprese si può riscontrare nella non significatività del-

la variabile rappresentante la liquidità aziendale. Resta significativa solo la variabile *current*, con coefficiente negativo, si suppone quindi come nel periodo della crisi aumentino i problemi di liquidità a breve periodo per le imprese che richiedono finanziamenti per la necessità di smobilizzo crediti.

Per le piccole imprese del Nord Est si mantiene non significativa ai fini dell'emissione di nuovo credito la variabile dell'efficienza aziendale espressa dal rendimento dei dipendenti.

5.4.2 *Le medie imprese del Nord-Est*

Per le medie imprese con sede nell'area del Nord-Est Italia il periodo di analisi dal 2001 al 2006 evidenzia la significatività della variabile indice del tasso del credito preso a prestito. Questo è un risultato in linea con le analisi effettuate per il campione d'imprese generale. Il valore negativo del coefficiente individua inoltre una relazione negativa tra la quantità di prestito richiesta e il tasso del prestito stesso, quindi una riduzione del tasso avrebbe spinto le imprese a richiedere maggior finanziamento al settore bancario.

La prima differenza che si riscontra per le medie imprese del Nord-Est è la non significatività del grado d'indipendenza verso terzi. L'equilibrio finanziario e il grado di capitalizzazione sono invece significative ed entrambe con coefficiente negativo, lasciando quindi ipotizzare come nel periodo antecedente la crisi finanziaria le banche finanziassero le medie imprese che presentavano una situazione di riduzione della leva finanziaria e con una dotazione di capitale di rischio. Un'ulteriore differenza riscontrata analizzando le medie imprese del Nord-Est è la non significatività della variabile ROE, cioè la non significatività dell'indice di redditività del capitolo proprio investito nell'azienda. Si può ipotizzare che quest'indice non sia considerato nei processi decisionali di concessione del credito delle banche. La positività del coefficiente ROA e la sua significatività lascia ipotizzare come sia questo indice che le banche utilizzino per le decisioni di concessione dei finanziamenti.

A differenza delle piccole imprese del Nord Est per le medie imprese risulta rilevante il rendimento dei dipendenti, presenta inoltre un coefficiente positivo. La possibilità di ricevere un ulteriore finanziamento bancario è legato anche alle condizioni di efficienza e produttiva che si registrano all'interno dell'azienda. Questo è coerente con le aspettative di crescita e di affidabilità che si presentano in un'impresa

con una buona situazione di efficienza interna.

Le variabili influenti per la concessione dei finanziamenti alle medie imprese nel periodo coincidente con la crisi finanziaria presentano alcune differenze; l'indice di liquidità aziendale assume significatività rispetto al periodo precedente e l'analisi congiunta con la variabile *current* rileva come la situazione di liquidità per le medie imprese negli anni di crisi sia abbastanza critica (entrambe le variabili presentano un coefficiente negativo). Possiamo quindi ipotizzare che le imprese che maggiormente hanno fatto ricorso ai prestiti bancari siano quelle che hanno visto la loro situazione di liquidità peggiorare e non sono più riuscite a coprire gli impieghi a breve termine con le fonti a breve termine.

Rispetto all'analisi effettuata sull'intero campione di medie imprese italiane, per quelle del Nord-Est, resta non significativo il grado d'indipendenza da terzi, mentre assume significato il rapporto d'indebitamento. Tra il 2007 e il 2010 le banche hanno preferito finanziare medie imprese che presentassero una riduzione della leva finanziaria e una più solida capitalizzazione. E' un trend decisionale che si registra essere in atto anche nel periodo precedente la crisi economica. Interessante alla luce di queste osservazioni è rilevare come rimane significativo il costo del denaro preso a prestito e il coefficiente negativo in questo contesto può essere interpretato come la possibilità che in questi anni le medie imprese siano state soggette ad una contrazione del credito da parte delle banche che hanno alzato il livello dei tassi.

Nel corso della crisi assume significato anche la variabile *ROS*, espressione della redditività del flusso dei ricavi. La negatività del suo coefficiente può indicare come le imprese che hanno fatto maggior ricorso al debito siano quelle che hanno visto ridurre la redditività delle loro vendite, probabilmente a causa della situazione di crisi nel contesto economico in cui operano. In questo periodo di analisi risulta significativo anche il tasso di crescita degli utili il quale è positivamente correlato con il credito bancario ricevuto. In tal caso rispetto al periodo precedente dell'analisi le banche considerano anche la possibilità di crescita dell'azienda come una delle variabili da prendere in considerazione per la concessione del credito.

5.4.3 *Le grandi imprese*

La stima effettuata per le grandi imprese dell'area Nord-Est nel periodo dal 2001 al 206 evidenzia la non significatività del costo del denaro nella concessione del finanziamento. Questo risultato è lo stesso registrato per l'analisi delle grandi imprese in generale.

Gli elementi di differenza sono riscontrabili nella non significatività dell'indice d'indebitamento. Per le grandi imprese del Nord-Est risulta invece significativa il grado d'indipendenza verso terzi. Nell'area del Nord-Est la significatività di questa variabile è stata riscontrata solo per le grandi imprese. Questo può essere interpretato come la valutazione da parte delle banche di una maggior possibilità di ritorno dell'investimento concesso nel caso di dissesto dell'impresa, poiché ci sarebbe più percentuale di patrimonio su cui la banca può far valere i suoi diritti.

L'indipendenza finanziaria resta significativa e con un coefficiente negativo, quindi le banche prediligono finanziare imprese che presentano una buona capitalizzazione.

Il linea con quando riscontrato per le imprese del Nord-Est risulta non significativa la variabile ROE nelle linee guida bancarie di concessione del credito.

Un ulteriore elemento di differenza è la variabile riferita al livello di tassazione degli utili aziendali. Risulta infatti significativa per le grandi imprese del Nord-est, con un coefficiente positivo. Questo è spiegabile ipotizzando che l'aumento della tassazione sugli utili aziendali registrata negli ultimi anni abbiamo fatto aumentare la domanda di finanziamento da parte delle imprese.

Come differenza tra le variabili significative per le grandi imprese italiane e per solo quelle dell'area Nord Est, vediamo come per queste ultime non risultano significative i flussi di cassa e il margine di struttura.

L'analisi effettuata per le grandi imprese del Nord-Est per il periodo coincidente con la crisi finanziaria ed economica evidenzia la non significatività della variabile costo del denaro presto a prestito (in linea con l'andamento italiano per le grandi imprese).

Un elemento di evidente differenza è invece la non significatività delle variabili rappresentanti la liquidità aziendale e l'equilibrio fonti e impieghi nel breve periodo.

Non risulta significativa neppure la variabile di redditività del capitale proprio.

Per le grandi imprese del Nord Est Italia la banche si concentrano sulla valutazione del ROA, cioè della redditività del capitale investito e in particolare per la gestione caratteristica a prescindere dalle fonti. Rimane rilevante la tassazione applicata sugli utili aziendali, ma nel periodo della crisi cambia il valore del coefficiente che da positivo nel periodo pre-crisi diventa negativo.

Importante è considerare come per le grandi imprese nel periodo della crisi finanziaria non sia rilevante la variabile in riferimento all'efficienza e alla produttività aziendale indentificata con il rendimento dei dipendenti.

CONCLUSIONI

Il lavoro di tesi ha confermato un effettivo verificarsi del credit crunch da parte delle banche nella concessione di credito alle imprese italiane, analizzando successivamente come le variabili determinanti i finanziamenti concessi siano mutate nel periodo coincidente la crisi economica.

Dalla letteratura sul credit crunch è emerso come non esista una definizione precisa da attribuire a questo termine.

Soprattutto negli ultimi anni, quando si parla di crisi bancarie o crisi del settore bancario, si fa sempre più spesso riferimento al fenomeno credit crunch. Molti autori utilizzano questo termine sia in modo interscambiabile con altri, quale ad esempio razionamento del credito, sia per spiegare una grande varietà di fenomeni, come ad esempio una stretta finanziaria causata da un cambiamento nella politica monetaria, una diminuzione dell'offerta di fondi o razionamento del credito da parte delle banche.

Tenendo in considerazione come una più severa selettività degli istituti bancari nel concedere prestiti alle banche possa essere indice di un corretto funzionamento del mercato del credito, precedentemente determinato da un peggioramento del merito creditizio e dalla profitabilità delle imprese stesse, nel lavoro di tesi definiamo credit crunch un fenomeno per il quale avvenga una restrizione del credito anche per le imprese considerate solide.

Le regressioni effettuate con l'obiettivo della verifica di un eventuale credit crunch, hanno evidenziato come nel periodo tra il 2001 e il 2010 si è assistito ad un peggioramento dell'offerta bancaria per cause indipendenti dalle imprese stesse, e in modo ancor più significativo nel 2009. Questo risultato è coerente anche con l'analisi macroeconomica italiana che evidenzia un netto peggioramento di tutti gli indicatori economici tra la fine del 2008 e il 2009. La variabile dipendente è stata calcolata come differenza logaritmica tra il debito concesso al tempo t e il debito concesso al tempo $t-1$, ottenendo così una proxy del reale aumento del finanziamento bancario che le singole imprese hanno chiesto ed ottenuto.

Nel modello vengono definite imprese "solide" quelle che presentano un adeguato livello di capitalizzazione, di solidità e di redditività. Analizzando il campione per classe dimensionale, area geografica, e

settori d'attività si è riscontrato come negli ultimi anni si sia assistito ad una maggiore probabilità di venire razionati per le imprese di medie dimensioni e per le imprese del Nord-Est. La solidità aziendale sembra avere di per sé un ruolo rilevante nella probabilità per le imprese di non essere razionate, ma la qualifica di impresa solida e quindi in buone condizioni economiche non compensa la penalizzazione dovuta alla dimensione aziendale. Questo è un primo importante indizio di credit crunch verificatosi per le imprese italiane.

Nell'analisi effettuata per le sole imprese del Nord-Est, le microimprese sembrano non essere colpite dalla restrizione del credito. Le piccole e medie imprese presentano invece una maggiore probabilità di essere razionate. Anche nell'analisi per il Nord-Est le imprese solide di per sé riducono notevolmente la probabilità di essere razionate, ma la dimensione aziendale risulta ancora penalizzante nella probabilità di ricevere il finanziamento.

Le analisi effettuate allo scopo d'individuare le variabili significative per la banca nella decisione di concedere credito alle imprese presentano alcune differenze negli ultimi anni di analisi, in concomitanza con la crisi economica. Si è osservato come la crisi abbia prodotto effetti negativi sulla redditività delle aziende, con un brusco calo evidenziato proprio nel 2009. La situazione di liquidità aziendale appare non essere sufficiente a garantire il pagamento degli impieghi a breve termine. Questa è parsa essere una delle motivazioni principali che ha spinto le imprese a ricorrere al debito bancario. Risulta rilevante vedere come dal 2007 ci sia un netto miglioramento dell'indice d'indipendenza finanziaria e del grado d'indipendenza da terzi. Si individua un trend positivo rispetto alla situazione precedente la crisi, anche se questo potrebbe essere derivato dalla riduzione di finanziamenti bancari con cui le imprese hanno dovuto confrontarsi.

L'analisi effettuata su un campione di 30402 imprese italiane, successivamente suddivise in piccole, medie e grandi imprese, evidenzia un cambiamento nella significatività di alcune variabili nella concessione del credito.

Emerge come nel periodo antecedente la crisi, le imprese che presentavano una buona redditività del capitale proprio e degli investimenti potessero continuare a beneficiare dei finanziamenti bancari, anche se le condizioni di liquidità non fossero sufficienti a garantire un equilibrato rapporto di copertura per gli impieghi a breve scadenza.

Possiamo quindi ipotizzare come il credito venisse concesso basandosi anche sui legami creati tra le singole imprese e la banca. Con il 2007 per tutte le imprese assume elevata significatività l'indice di liquidi-

tà aziendale, le banche quindi cominciano a considerare la liquidità dell'impresa come rilevante ai fini della concessione del credito. Una maggior liquidità consente infatti una maggior facilità nel rimborso dei prestiti concessi alle imprese. Per le PMI l'indice d'indebitamento non è più valutato come significativo, preferendo come criterio di valutazione l'indipendenza da terzi. Per piccole e le medie imprese che hanno fatto ricorso ai finanziamenti bancari si nota ancora una redditività non sufficiente del capitale investito ed una buona economicità della gestione caratteristica. Gli stessi indicatori hanno tuttavia perso significatività per le grandi imprese.

Dal 2007 la variabile riferita al tasso di crescita degli utili per le sole imprese di medie dimensioni, presenta un coefficiente positivo e acquisita significatività.

Per le sole medie imprese esiste quindi una connessione diretta tra la concessione del finanziamento e la crescita degli utili. L'analisi effettuata per la specifica area del Nord-Est evidenzia alcune differenze rilevanti rispetto alla media italiana.

Per le PMI del Nord-Est notiamo la non significatività della variabile Roe, rappresentante la redditività del capitale proprio. Un'altra importante differenza è la non significatività del grado d'indebitamento verso terzi e la proxy di efficienza e produttività rappresentata dal rendimento dei dipendenti; l'unica eccezione a riguardo si riscontra nell'analisi delle medie imprese.

Nel periodo della crisi i parametri guida di concessione del credito subiscono delle modificazioni, assume infatti importanza per le PMI l'indice di redditività del capitale proprio e assume notevole rilevanza il grado di capitalizzazione.

Per tutte le imprese del Nord-Est l'indice di liquidità sembra non essere rilevante ai fini della concessione del credito. Per quanto riguarda le grandi imprese notiamo come il tasso sul debito non sia influente nelle decisioni di richiesta di finanziamento, acquistando valore solo dopo la crisi per le Medie imprese del Nord-Est.

Per le imprese del Nord-Est la crisi ha modificato le variabili significative nella concessione del credito bancario e risulta ora rilevante sia la capitalizzazione aziendale che la redditività del capitale proprio.

APPENDIX



APPENDICE AL CAPITOLO 5

```

Random-effects GLS regression           Number of obs   =   2765
Group variable: ccia2                  Number of groups =   1254

R-sq:  within = 0.3090                  Obs per group:  min =    1
      between = 0.5066                      avg   =    2.2
      overall  = 0.5080                      max   =    4

corr(u_i, X)  = 0 (assumed)              Wald chi2(17)   =  1108.62
                                                Prob > chi2     =    0.0000

                                         (Std. Err. adjusted for 1254 clusters in ccia2)
-----+-----+-----+-----+-----+-----+-----+-----+-----+-----+-----+
      debtbanchetot |      Coef.   Robust   z   P>|z|   [95% Conf. Interval]
                   |      Std. Err.   Std. Err.
-----+-----+-----+-----+-----+-----+-----+-----+-----+-----+-----+
      aidacostodenaro |  -.1841051   .0508461   -3.62  0.000   - .2837617   -.0844486
      aidaindipterzi |   .3845992   .436286   0.88  0.378*   - .4705056   1.239704
      indiceindebitamento | .0006723   .0006047   1.11  0.266*   - .0005128   .0018575
      aidaindipfinanz | -.4293238   .0358539  -11.97  0.000   - .4995961   -.3590515
      current         | -3.488999   1.760844  -1.98  0.048   -6.94019   -.037807
      liquidit       | -.6809824   1.70827   -0.40  0.690*   -4.029129   2.667165
      aidaroa        |  2.56736    .2039358   12.59  0.000   2.167653   2.967066
      aidaroi        | -1.27491    .0949415  -13.43  0.000   -1.460992   -1.088829
      aidaros        | -.1202776   .0659198  -1.82  0.068*   -.2494779   .0089228
      aidaroe        | .017798     .0239771   0.74  0.458*   -.0291962   .0647923
      tax            | -.0001234   .0000235  -5.24  0.000   -.0001695   -.0000773
      rendidipendenti | .0270328    .0258972   1.04  0.297*   -.0237248   .0777904
      flussicassa    | -29.45977   10.51632  -2.80  0.005   -50.07138   -8.848163
      aidadisponibilita | 3.234094    1.8007    1.80  0.072*   -.2952125   6.763401
      margstruttura  | -18.1179    3.238192  -5.60  0.000   -24.46464   -11.77116
      margtesoreria  | -3.123192    1.868056  -1.67  0.095*   -6.784514   .5381297
      g_utile        | -.0015846   .0009474  -1.67  0.094*   -.0034414   .0002722
      _cons          | 38.25966    2.009861  19.04  0.000   34.3204    42.19891
-----+-----+-----+-----+-----+-----+-----+-----+-----+-----+-----+
      sigma_u        | 10.728462
      sigma_e        | 5.0634284
      rho            | .81782979   (fraction of variance due to u_i)
-----+-----+-----+-----+-----+-----+-----+-----+-----+-----+-----+

```

Tabella 20: Piccole imprese del Nord-Est Italia (2001-2006).

Random-effects GLS regression	Number of obs	=	3502
Group variable: ccia2	Number of groups	=	1342
R-sq: within = 0.3887	obs per group: min	=	1
between = 0.4991	avg	=	2.6
overall = 0.5062	max	=	4
corr(u_i, X) = 0 (assumed)	wald chi2(17)	=	972.87
	Prob > chi2	=	0.0000

(Std. Err. adjusted for 1342 clusters in ccia2)

debtbanchetot	Coef.	Robust Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
aidacostodenaro	-.0714099	.0429874	-1.66	0.097*	-.1556636 .0128439
aidaindipterzi	.4433985	.274859	1.61	0.107*	-.0953153 .9821124
indiceindebitamento	-.0012634	.0003477	-3.63	0.000	-.0019449 -.000582
aidaindipfinanz	-.4557099	.0260673	-17.48	0.000	-.5068009 -.404619
current	-4.781266	1.021595	-4.68	0.000	-6.783555 -2.778976
liquidit	-1.566307	.8825839	-1.77	0.076*	-3.296139 .1635261
aidaraoa	2.156175	.1936782	11.13	0.000	1.776572 2.535777
aidaroi	-1.174255	.0962791	-12.20	0.000	-1.362959 -.9855515
aidaros	-.0237246	.0490857	-0.48	0.629*	-.1199308 .0724816
aidaroe	.0278375	.0144637	1.92	0.054	-.0005108 .0561858
tax	5.20e-06	.0000275	0.19	0.850*	-.0000487 .0000591
rendidipendenti	.004445	.0286922	0.15	0.877*	-.0517906 .0606807
Flussicassa	-28.29256	9.404512	-3.01	0.003	-46.72507 -9.860057
aidadisponibilita	3.987866	.7973529	5.00	0.000	2.425083 5.550649
margstruttura	-15.47756	2.57033	-6.02	0.000	-20.51531 -10.43981
margtesoreria	.9282643	1.723791	0.54	0.590*	-2.450303 4.306832
g_utile	-.0007757	.0040802	-0.19	0.849*	-.0087727 .0072212
_cons	42.10361	1.649752	25.52	0.000	38.87016 45.33707
sigma_u	11.099522				
sigma_e	5.5498072				
rho	.79999735				(fraction of variance due to u_i)

Tabella 21: Piccole imprese del Nord-Est Italia (2007-2010).

Random-effects GLS regression	Number of obs	=	3992
Group variable: ccia2	Number of groups	=	1705
R-sq: within = 0.3020	obs per group: min	=	1
between = 0.5976	avg	=	2.3
overall = 0.5728	max	=	4
corr(u_i, X) = 0 (assumed)	wald chi2(17)	=	1671.67
	Prob > chi2	=	0.0000

(Std. Err. adjusted for 1705 clusters in ccia2)

debtbanchetot	Coef.	Robust Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
aidacostodenaro	-.2767744	.0485577	-5.70	0.000	-.3719457 -.1816031
aidaindipterzi	1.01823	.6521311	1.56	0.118*	-.2599239 2.296383
indiceindebitamento	-.0206843	.0083503	-2.48	0.013	-.0370506 -.004318
aidaindipfinanz	-.5176724	.0394647	-13.12	0.000	-.5950219 -.4403229
current	-4.031511	1.429543	-2.82	0.005	-6.833364 -1.229658
liquidit	-2.591793	2.00226	-1.29	0.196*	-6.51615 1.332565
aidaraoa	2.772052	.2142765	12.94	0.000	2.352078 3.192026
aidaroi	-1.440751	.0989323	-14.56	0.000	-1.634655 -1.246847
aidaros	-.1388326	.0969607	-1.43	0.152*	-.328872 .0512069
aidaroe	.0096591	.0159752	0.60	0.545*	-.0216518 .04097
tax	-5.51e-06	5.44e-06	-1.01	0.311*	-.0000162 5.15e-06
rendidipendenti	.1210034	.0249933	4.84	0.000	.0720175 .1699894
Flussicassa	-27.83546	7.470893	-3.73	0.000	-42.47815 -13.19278
aidadisponibilita	2.618871	.891456	2.94	0.003	.8716489 4.366092
margstruttura	-16.19583	2.875299	-5.63	0.000	-21.83132 -10.56035
margtesoreria	1.454109	2.340614	0.62	0.534*	-3.13341 6.041628
g_utile	.0011387	.0009234	1.23	0.218*	-.0006712 .0029486
_cons	44.89999	2.178088	20.61	0.000	40.63102 49.16897
sigma_u	9.7249382				
sigma_e	5.1192826				
rho	.78302091				(fraction of variance due to u_i)

Tabella 22: Medie imprese del Nord-Est Italia (2001-2006).

Random-effects GLS regression
Group variable: ccia2

Number of obs = 6025
Number of groups = 2142

R-sq: within = 0.3688
between = 0.5074
overall = 0.5079

obs per group: min = 1
avg = 2.8
max = 4

wald chi2(17) = 2475.63
Prob > chi2 = 0.0000

corr(u_i, X) = 0 (assumed)

(Std. Err. adjusted for 2142 clusters in ccia2)

debtbanchetot	Coef.	Robust Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
aidacostodenaro	-.2054477	.0341261	-6.02	0.000	-.2723337	-.1385617
aidaindipterzi	.6164907	.402603	1.53	0.126*	-.1725967	1.405578
indiceindebitamento	-.0528414	.0261836	-2.02	0.044	-.1041604	-.0015224
aidaindipfinanz	-.5083789	.0232956	-21.82	0.000	-.5540374	-.4627203
current	-3.507241	1.10758	-3.17	0.002	-5.678058	-1.336425
liquidit	-3.403359	1.502081	-2.27	0.023	-6.347384	-4.593343
aidaroa	1.993381	.1505612	13.24	0.000	1.698287	2.288476
aidaroi	-1.097821	.0725493	-15.13	0.000	-1.240015	-.9556272
aidaros	-.0984629	.0495917	-1.99	0.047	-.1956609	-.001265
aidaroe	.0294335	.0105999	2.78	0.005	.0086582	.0502089
tax	.0000495	.0000534	0.93	0.354*	-.0000552	.0001542
rendidipendenti	.0561559	.0244343	2.30	0.022	.0082656	.1040462
Flussicassa	-26.04612	8.410033	-3.10	0.002	-42.52948	-9.562756
aidadisponibilita	2.796444	.6302698	4.44	0.000	1.561138	4.03175
margstruttura	-13.86031	2.241369	-6.18	0.000	-18.25331	-9.467302
margtesoreria	4.144216	1.72206	2.41	0.016	.7690413	7.519392
g_utile	.0000297	.000012	2.48	0.013	6.22e-06	.0000531
_cons	47.28293	1.934632	24.44	0.000	43.49112	51.07474
sigma_u	10.83396					
sigma_e	4.7989043					
rho	.83597812					(fraction of variance due to u_i)

Tabella 23: Medie imprese del Nord-Est Italia (2007-2010).

Random-effects GLS regression
Group variable: ccia2

Number of obs = 1103
Number of groups = 604

R-sq: within = 0.2331
between = 0.4851
overall = 0.4917

obs per group: min = 1
avg = 1.8
max = 4

wald chi2(17) = 502.70
Prob > chi2 = 0.0000

corr(u_i, X) = 0 (assumed)

(Std. Err. adjusted for 604 clusters in ccia2)

debtbanchetot	Coef.	Robust Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
aidacostodenaro	-.1468519	.0909548	-1.61	0.106*	-.32512	.0314163
aidaindipterzi	1.885978	.9034894	2.09	0.037	.1151713	3.656785
indiceindebitamento	-.0761981	.0821181	-0.93	0.353*	-.2371466	.0847505
aidaindipfinanz	-.5814537	.0639055	-9.10	0.000	-.7067062	-.4562012
current	-9.524544	3.304088	-2.88	0.004	-16.00044	-3.04865
liquidit	1.168401	3.289208	0.36	0.722*	-5.278328	7.61513
aidaroa	2.329571	.3556867	6.55	0.000	1.632438	3.026704
aidaroi	-1.333835	.1791244	-7.45	0.000	-1.684913	-.9827577
aidaros	-.0139718	.1374727	-0.10	0.919*	-.2834133	.2554698
aidaroe	-.0237619	.0274378	-0.87	0.386*	-.0775391	.0300152
tax	.0001236	.0000591	2.09	0.037	7.72e-06	.0002394
rendidipendenti	.1135167	.0463472	2.45	0.014	.0226778	.2043556
Flussicassa	3.514089	13.38557	0.26	0.793*	-22.72115	29.74933
aidadisponibilita	3.570241	2.404913	1.48	0.138*	-1.143301	8.283783
margstruttura	-4.166204	5.647995	-0.74	0.461*	-15.23607	6.903663
margtesoreria	1.461516	3.361697	0.43	0.664*	-5.127289	8.05032
g_utile	-.0012023	.0010248	-1.17	0.241*	-.0032109	.0008062
_cons	45.00929	3.149533	14.29	0.000	38.83632	51.18226
sigma_u	11.053842					
sigma_e	5.2875604					
rho	.81379225					(fraction of variance due to u_i)

Tabella 24: Grandi imprese del Nord-Est Italia (2001-2006).

Random-effects GLS regression	Number of obs	=	2072
Group variable: ccia2	Number of groups	=	865
R-sq: within = 0.2584	obs per group: min	=	1
between = 0.4211	avg	=	2.4
overall = 0.4399	max	=	4
corr(u_i, X) = 0 (assumed)	wald chi2(17)	=	763.86
	Prob > chi2	=	0.0000

(Std. Err. adjusted for 865 clusters in ccia2)

	Coef.	Robust Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
debtbanchetot					
aidacostodenaro	-.0123781	.0597829	-0.21	0.836*	-.1295505 .1047943
aidaindipiterzi	1.082137	.7621208	1.42	0.156*	-.4115926 2.575866
indiceindebitamento	-.1408269	.0576449	-2.44	0.015	-.2538087 -.027845
aidaindipfinanz	-.4898363	.0469515	-10.43	0.000	-.5818596 -.397813
current	-2.580194	1.851266	-1.39	0.163*	-6.208607 1.04822
liquidit	-1.851184	1.589513	-1.16	0.244*	-4.966573 1.264205
aidaroa	1.731031	.2415986	7.16	0.000	1.257507 2.204556
aidaroi	-1.066206	.1213989	-8.78	0.000	-1.304143 -.8282686
aidaros	-.1050411	.0830732	-1.26	0.206*	-.2678616 .0577795
aidaroe	.0165466	.0229486	0.72	0.471*	-.0284318 .0615251
tax	-.0002781	.0001277	-2.18	0.029	-.0005283 -.0000278
rendidipendenti	.0854272	.0585981	1.46	0.145*	-.0294228 .2002773
Flussicassa	-12.57157	10.33709	-1.22	0.224*	-32.83189 7.688758
aidadisponibilita	2.982913	1.147255	2.60	0.009	.7343334 5.231492
margstruttura	-13.30719	4.184807	-3.18	0.001	-21.50926 -5.105118
margtesoreria	-1.932002	2.785082	-0.69	0.488*	-7.390664 3.526659
g_utile	-.0037338	.0021156	-1.76	0.078*	-.0078803 .0004127
_cons	40.72518	3.169953	12.85	0.000	34.51219 46.93818
sigma_u	11.482511				
sigma_e	4.7788588				
rho	.85236183				(fraction of variance due to u_i)

Tabella 25: Grandi imprese del Nord-Est Italia (2007-2010).

B

STATISTICHE SULLE VARIABILI

stats	debtba-t	aidaco-o	aidain-i	indice-o	aidain-z	current	liquidit	aidarao	aidaroi	aidaros
mean	19.52617	5.749679	.8910687	-127.7041	27.33991	14.66734	18.60166	4.788809	7.311139	3.999996
p1	0	0	-.04	-12.46104	-2.71	.1020321	.2091989	-23.59	-21.75	-24.45
p5	0	0	.02	1.351684	2.15	.3970836	.5114349	-5.93	-8.32	-6.39
p50	15.55028	5.25	.33	4.243463	22.7	1.068816	.9429746	4.11	6.68	3.53
p95	54.27222	14.5	2.82	33.36383	68.51	2.883121	2.418523	19.11	24.12	16.51
p99	68.75516	18.52	8.49	144.1411	86.05	6.502521	5.752188	33.87	28.59	25.09
min	-59.0902	0	-10.36	-2.92e+07	-49.61	-2118.423	-28.804	-605.96	-29.98	-49.93
max	381.9926	20	195.54	88621.37	100	65535	472610	537.59	30	30

stats	aidaroe	tax	rendid-i	flussi-a	aidadi-a	margin-a	margin-a	g_utile
mean	6.852257	140.593	11.90353	.0479427	1.510484	-.0018117	-.1125802	-32.69481
p1	-90.18	-355.5461	1.24	-.1859511	.21	-.7102481	-.8150472	-47.44588
p5	-28.27	-44.26492	2.04	-.0314216	.6	-.4597864	-.5906062	-5.358983
p50	5.07	48.14126	7.22	.0430785	1.23	.0034407	-.1015521	-.1594192
p95	45.82	133.5594	39.45	.17704	3.32	.4469016	.3435569	6.720998
p99	78.22	630.6214	73.64	.2912656	6.11	.6571056	.5604851	41.1238
min	-149.89	-4520300	0	-646.262	0	-2.329705	-473.7859	-2992304
max	148.59	1.12e+07	100	28.47066	10	2.284975	4.228821	285002.3

Tabella 26: Principali statistiche per le variabili utilizzate.

	debtba-t	aidaco-o	aidain-i	indice-o	aidain-z	current	liquidit	aidarao	aidaroi	aidaros	aidaroe
debtbanche-t	1.0000										
aidacostod-o	0.0204	1.0000									
aidaindip-t-i	-0.3571	-0.0967	1.0000								
indiceinde-o	0.0330	0.0180	-0.0481	1.0000							
aidaindipf-z	-0.4723	-0.1218	0.7274	-0.1035	1.0000						
current	-0.4310	-0.0935	0.5987	-0.0358	0.5514	1.0000					
liquidit	-0.3093	-0.1061	0.4881	-0.0297	0.4498	0.6533	1.0000				
aidarao	-0.0545	0.0301	0.0617	-0.0170	0.1313	0.1797	0.1413	1.0000			
aidaroi	-0.1689	0.0562	-0.0319	0.0038	-0.0224	0.1265	0.0847	0.8953	1.0000		
aidaros	-0.0047	0.0085	0.0856	-0.0133	0.1357	0.0936	0.1165	0.7494	0.6248	1.0000	
aidaroe	-0.0986	-0.0389	0.0480	-0.0124	0.1006	0.0998	0.0981	0.5776	0.5845	0.4383	1.0000
tax	0.0006	0.0052	-0.0007	0.0068	-0.0014	0.0006	0.0006	-0.0008	-0.0013	-0.0007	-0.0081
rendidipen-i	0.1153	-0.0011	-0.0897	0.0358	-0.1319	-0.0198	-0.0632	0.0717	0.0752	-0.0154	0.1129
flussicassa	-0.2040	-0.0549	0.1890	-0.0349	0.3019	0.1380	0.1998	0.5880	0.4958	0.4491	0.5447
aidadispon-a	-0.3081	-0.0931	0.5301	-0.0356	0.5184	0.7793	0.7794	0.1200	0.0390	0.1300	0.0737
marginstrutt-a	-0.4137	-0.0643	0.3265	-0.0406	0.4663	0.7900	0.4555	0.2176	0.1895	0.0769	0.1629
marginresore-a	-0.2880	-0.1112	0.3439	-0.0485	0.4978	0.4856	0.6645	0.2114	0.1292	0.1263	0.1304
g_utile	-0.0030	0.0023	0.0001	0.0001	-0.0015	0.0016	0.0020	0.0036	0.0050	0.0020	0.0060

	tax	rendid-i	flussi-a	aidadi-a	margin-a	margin-a	g_utile
tax	1.0000						
rendidipen-i	0.0034	1.0000					
flussicassa	-0.0016	-0.0797	1.0000				
aidadispon-a	-0.0005	-0.0627	0.1233	1.0000			
marginstrutt-a	0.0014	0.1136	0.0625	0.5823	1.0000		
marginresore-a	0.0026	-0.0773	0.2407	0.5466	0.4303	1.0000	
g_utile	-0.0023	0.0048	0.0052	0.0013	0.0028	-0.0026	1.0000

Tabella 27: Correlazione tra le variabili della regressione.

BIBLIOGRAFIA

- [1] Bernanke B. Credit in the Macroeconomy. *Federal reserve bank of New York*, 1992.
- [2] Bernanke B. and Gertler M. Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission. *The Journal of Economic Perspectives*, 9(4):27–48, 1995.
- [3] Thorsten Becj, Asli Demirguc-Kunt, and Ross Levine. Bank Concentration, Competition, and Crisis: First Results. *Journal of Banking and Finance*.
- [4] Benjamin M. Friedman Ben S. Bernanke, Cara S. Lown. The Credit Crunch. In *Brookings Papers on Economic Activity*, number 2, pages 205–247, 1991.
- [5] Larraèn B. Braun M. Finance and the business cycle: International, inter-industry evidence. In *J. Finance LX*, number 3, pages 1097–1127, 2005.
- [6] Brunnermier. Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007/2008. In *Journal of Economic Perspectives*, volume 23, pages 77–100, winter 2009.
- [7] Bernanke B.S. and M. Gertler. Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission. In *Journal of Economic Perspectives*, number 9, pages 27– 48, 1995.
- [8] Confcommercio. Aggiornamento delle analisi e delle previsioni del PIL nelle regioni Italiane. aug 2010.
- [9] Confindustria. Nuova recessione, credit crunch e bassa redditività soffocano l'industria italiana. *Scenari industriali*, (3), giu 2012.
- [10] Rajan R. Dell'Araccia G., Detragiache E. The real effect of banking crises. In *Journal of Financial Intermediation*, pages 89–112, 2008.
- [11] Gupta P. Demirguc Kunt A., Detragiache E. Inside the crises: An empirical analysis of banking systems in distress. In *Journal*

- of International and Economy Finance*, number 25, pages 702–718, 2006.
- [12] BANCA D'ITALIA. La trasmissione della crisi finanziaria e globale all'economia italiana. Un'indagine controfattuale, 2008-2010. apr 2010.
- [13] BANCA D'ITALIA. L'economia del NordEst. oct 2011.
- [14] BANCA D'ITALIA. Relazione Annuale. 2011.
- [15] BANCA D'ITALIA. I Condifi e il credito alle piccole imprese durante la crisi. *Questioni di Economia e Finanza*, oct 2011.
- [16] BANCA D'ITALIA. Bollettino economico. Number 70, oct 2012.
- [17] BANCA D'ITALIA. Economie Regionali. L'economia delle regioni italiane. giu 2012.
- [18] BANCA D'ITALIA. Rapporto sulla Stabilità Finanziaria. Nov 2012.
- [19] BANCA D'ITALIA. Domanda e offerta di credito in Italia durante la crisi finanziaria. *Questioni di Economia e Finanza*, apr 2012.
- [20] BANCA D'ITALIA. Bollettino economico. (71), gen 2013.
- [21] BANCA D'ITALIA. Economie Regionali. L'economia delle regioni italiane. gen 2013.
- [22] Ferri Giovanni Domac Ilker and Kang Tae Soo. The credit crunch in East Asia: evidenze from field findings of bank behaviour and policy issues.
- [23] Carlo D'Ippoliti e Alessandro Roncaglia. L'Italia: una crisi nella crisi. *Moneta e Credito*, 64(255):189–227, 2011.
- [24] Jong-Wha Leeb Eduardo Borensztein. Financial crisis and credit crunch in Korea: evidence from firm-level data. In *Journal of Monetary Economics*, number 49, pages 853–875, 2002.
- [25] Commissione Europea. La nuova definizione di PMI. 2006.
- [26] Commissione Europea. EU SMEs in 2012: at the crossroads. Annual report on small and medium-sized enterprises in the EU. sept 2011.

- [27] Commissione Europea. Are UE SMEs recoverin from the crisis? 2011.
- [28] Commissione Europea. Key figures on Europea business, with a special feature on SMEs. *Eurostat pocketbooks*, 2011.
- [29] Syron F. Are we Experiencing a credit crunch?
- [30] Quaderni FNE. PMI e condizioni di accesso al credito. *Collana Osservatori*, (153), may 2012.
- [31] International Monetary Fund. Global Financial Stability Report. apr 2012.
- [32] Kaminsky G. and Reinhart C. The twin crisis: the causes of banking and balance-of-payments problems. *American Economic Review*, 89(3):473–500, jun 1999.
- [33] Wilcox James A. Hancock Diana. The credit crunch and the availability of credit to small business. *Journal of Banking and Finance*, (22):983–1014, aug 1998.
- [34] Facchinetti I. Le analisi di Bilancio. In *Il Sole 24 Ore*, Milano, 2001.
- [35] Visco Ignazio. Intervento del Governatore della Banca d'Italia. jul 2012.
- [36] Commissione Europea impresa e industria. Le PMI al primo posto. L Europa fa bene alle PMI. Le PMI fanno bene all Europa. 2008.
- [37] CONFARTIGIANATO Imprese. Il Coraggio delle Imprese. giu 2012.
- [38] ISTAT. Rapporto Annuale 2012. La Situazione del Paese. 2012.
- [39] Kaminsky and Reinhart. The twin crises: The causes of banking and balance-of-payments problems. In *American Economy Review*, volume 3, pages 473–500, 1998.
- [40] Klingebiel D. Krozner R., Laeven L. Banking crises, financial dependence, and growth. In *Journal of Finance and Economy*, number 84, pages 187–228. Banca di Italia, 2007.
- [41] Brunnermeier M. Deciphering the liquidity and credit crunch 2007-08. *National Bureau of Economic Research*, dec 2008.

- [42] Fondazione Nord-Est. Banche e imprese: Un nuovo credit crunch? (28), gen 2012.
- [43] OECD. Innovazione delle PMI dell'economia globale. giu 2000.
- [44] Commission of the European Communities. Growth, competitiveness, employment. The challenges and the ways forward into the 21st century. *White Paper*, dec 1993.
- [45] Andrea Nobili Paolo Del Giovane, Ginette Eramo. Disentangling demand and supply in credit developments: A survey-based analysis for Italy. In *Journal of Banking and Finance*, number 35, pages 2719–2732, 2011.
- [46] Dipartimento politiche Europee Presidenza del Consiglio dei Ministri. L'Europa e le piccole e medie imprese, come rilanciare la sfida della competitività.
- [47] Levine R. Finance and growth: Theory, evidence. In *Aghion, P., Durlauf, S. (Eds.), Handbook of Economic Growth*, The Netherlands, 2005. Elsevier Science.
- [48] Servizio del Bilancio Senato della Repubblica, servizio bilancio dello stato Camera dei deputati, and Servizio studi. Nota di aggiornamento del Documento di Economia e Finanza 2012 (Doc, LVII, n.5-bis). (18), sep 2012.
- [49] Richard F. Syron. Are we experiencing a credit crunch? In *New England Economic Review*, 1991.
- [50] Westermann F. Tornell A. Boom-bust cycles in middle income countries: Facts and explanations. In *Working paper*, number 35, 2002.
- [51] Gazzetta ufficiale dell'Unione Europea. Raccomandazione 2003/361/ce. .
- [52] Gazzetta ufficiale dell'Unione Europea. Raccomandazione 1996/280/ce. .
- [53] Albertazzi Ugo and Marchetti Domenico J. Credit Crunch, Flight to Quality and Evergreening: An Analysis of Bank-Firm Relationships After Lehman. Banca di Italia, 2009.
- [54] Volpato. In Carocci Ed., editor, *Economia e gestione delle Imprese*, Roma, 2006.

- [55] Giovanni Ferri Wei Ding, Ilker DomaHH. Is There a Credit Crunch in East Asia? In *World Bank Policy Research Working Paper*, August 1 1998.

