

CEFIM Working Papers
No 37

Per un accesso sostenibile delle Pmi al credito

(A sustainable access to credit for SMEs)

by Giuseppe Marotta

May 2013

Per un accesso sostenibile delle Pmi al credito

(A sustainable access to credit for SMEs)

Giuseppe Marotta*

Università di Modena e Reggio Emilia e Cefin

Maggio 2013

Sommario / Abstract

Sono sempre più insistenti le sollecitazioni perché le banche concedano più credito alle imprese, in particolare piccole e medie, senza che si presti attenzione adeguata al rischio, per le banche e per l'economia nel suo complesso, di finanziare iniziative imprenditoriali non più coerenti con i mutamenti strutturali nell'economia a seguito della crisi. Politiche sostenibili, per i prenditori e per le banche, di offerta del credito richiedono un contributo cognitivo di entrambi. Solo l'impresa può produrre business plan credibili, perché basati su adeguate conoscenze manageriali, che opportunamente valutati da personale bancario competente in finanza aziendale e in economia industriale dovrebbero integrare i modelli regolamentari quantitativi di misurazione del rischio. E' in questo contesto che devono individuarsi le condizioni perché siano efficaci iniziative di soggetti pubblici, incluse misure non convenzionali di politica monetaria delle banche centrali, per migliorare l'accesso al credito bancario.

A widespread consensus for an easier access to bank credit for SMEs to quicken the recovery could lead to overlook risks, for banks as well as for economies, of financing projects that do not fit the structural adjustments in the world economy caused by the international crisis. Sustainable lending policies for both firms and banks require an investment in a more comprehensive soft information. Only firms can produce credible business plans; the assessment by banks' experts in industrial organization as well as finance should integrate the regulatory quantitative risk measurement models. Policy makers' initiatives to further credit access for SMEs, including central banks' non conventional measures, should be evaluated within this framework.

Keywords: growth, debt, financial crisis, macroprudential supervision, banking

JEL codes: E58, G01, G21, G28,, G32

*giuseppe.marotta@unimore.it. Ringrazio Alberto Zazzaro per i commenti a una precedente versione.

1. Introduzione

Ridurre gli ostacoli all'accesso al credito bancario è condizione necessaria perché famiglie e, soprattutto, imprese possano cogliere opportunità economiche per la crescita. L'accesso per le imprese, già attive e nuove, e per questo ancora prive di una storia creditizia, è cruciale per la ripresa economica dalla recessione provocata dalla crisi iniziata nel 2007/8 e ulteriormente aggravata, in particolare per l'Italia, dalla crisi dell'euro e dall'accentuarsi della segmentazione tra paesi del mercato del credito bancario che ne è derivata.

Le sollecitazioni diffuse perché le banche concedano più credito, senza che si presti attenzione adeguata al rischio, per le banche e per l'economia nel suo complesso, di finanziare iniziative imprenditoriali non più coerenti con le mutate condizioni di mercato a seguito della crisi, ripropone il dilemma del finanziatore di ultima istanza su come distinguere tra fenomeni temporanei di illiquidità e condizioni economico-patrimoniali irrimediabilmente compromesse. La banca centrale, grazie alla sua conoscenza pervasiva delle modalità di funzionamento delle banche e dei mercati finanziari, dovrebbe godere di un vantaggio informativo per distinguere tra i due casi. La singola banca ha invece difficilmente le competenze necessarie per una valutazione, ad un tempo, della solidità patrimoniale dell'impresa in crisi di liquidità e delle sue prospettive industriali in un contesto di mutamenti strutturali dell'economia mondiale e di accentuata eterogeneità tra i produttori. Solo l'impresa che richiede fondi può produrre business plan credibili, perché basati su adeguate conoscenze manageriali, che opportunamente valutati da personale bancario competente in finanza aziendale e in economia industriale dovrebbero integrare i modelli quantitativi di valutazione del rischio che l'assetto regolamentare richiede alle banche di utilizzare.

La tesi del lavoro è che in effetti politiche sostenibili di offerta del credito richiedono il contributo cognitivo, oltre che finanziario, da entrambi i lati del mercato del credito, e ciò vale in particolare nel caso delle micro e delle piccole e medie imprese (Mpmi). E' in questo contesto che devono individuarsi le condizioni perché siano efficaci, rispetto ai fini perseguiti, iniziative di soggetti pubblici, incluse misure non convenzionali delle banche centrali, per migliorare l'accesso al credito bancario.

Il lavoro è così articolato. Dopo alcune chiarificazioni su diverse accezioni dell'accesso al credito (par. 2) e una sintetica rassegna sui nessi problematici tra credito e crescita e ripresa, su dati aggregati e d'impresa (par. 3), si esaminano da una prospettiva macroprudenziale i fattori di rischio di una crescita eccessiva del credito (par. 4) e le

motivazioni di *political economy* che possono favorirla (par. 5); dopo aver illustrato come, da una prospettiva di offerta, le politiche di erogazione del credito bancario, specie alle Pmi, siano condizionate dalla crisi in due paesi, Regno Unito e Italia (par.6), nel paragrafo conclusivo si propongono, con riferimento in particolare al caso italiano, modalità per la produzione di informazioni economico-finanziarie utili per un accesso al credito che sia sostenibile sia per le banche sia per i debitori, specie se Mpmi.

2. Inclusione finanziaria e accesso al credito

L'accesso al credito può essere inteso in diverse accezioni, da quella circa il grado di partecipazione ai mercati dei prodotti bancari, misurato da indicatori oggettivi quali la quota delle famiglie con depositi, a quella della percezione soggettiva circa i requisiti di merito di credito, espressa dalla quota di richiedenti che dichiarano di essere stati razionati, un dato che per una migliore interpretazione andrebbe peraltro ricordato con il grado di fragilità patrimoniale delle banche cui ci si è rivolti e con l'ammontare dei prestiti domandati. Considerando la prima accezione, diversi lavori della Banca mondiale documentano che l'incidenza dell'inclusione finanziaria delle famiglie nel perimetro delle istituzioni finanziarie formali, perché regolate, è maggiore per la raccolta di risparmi rispetto alla concessione di prestiti, inclusi quelli per le carte di credito, come è prevedibile dato che una domanda di finanziamento richiede un atteggiamento attivo da parte del richiedente. Le statistiche sulle difficoltà di accesso al credito segnalate in particolare dalle Pmi (per le micro imprese le informazioni sistematiche su base comparativa sono pressoché inesistenti) sono tuttavia da interpretare con molta cautela, vista la frequente discrepanza tra le informazioni aneddotiche rilanciate sui media di un paese circa le difficoltà delle imprese nazionali e i risultati da indagini comparative, come quelle effettuate tra i diversi paesi dell'UE¹. Inoltre, è positiva ma relativamente bassa la correlazione tra indicatori di inclusione finanziaria e di intensità creditizia, misurata come quota sul Pil del credito al settore privato².

Né la ricognizione su indicatori oggettivi di inclusione né le percezioni soggettive sul razionamento del credito consentono tuttavia di identificarne con chiarezza le possibili motivazioni dal lato della domanda distintamente da quelle dell'offerta. Dal lato della domanda, famiglie e imprese possono scegliere di non usare i servizi finanziari, naturalmente purché questo non sia motivato da una bassa educazione finanziaria. Dal lato dell'offerta, le banche possono essere vincolate dal contesto economico e regolamentare in cui operano a negare crediti a certe tipologie di prenditori come condizione per la propria sostenibilità da

imprese.

Politiche pubbliche lungimiranti per estendere l'accesso al credito devono confrontarsi, per dato assetto regolamentare, con il trade-off tra i rischi di inclusione di nuove fasce di richiedenti potenzialmente con minore merito di credito e i costi per la finanza pubblica che ne potrebbero derivare sia a monte, per incentivarle, sia a valle, per il materializzarsi del deterioramento dei crediti. Per un'esemplificazione circa la sostenibilità economica di modelli di business sorti specificatamente per ampliare l'accesso al credito a soggetti non bancabili si consideri il caso del microcredito, che cerca di superare alcuni aspetti critici del modello tradizionale della banca, in particolare gli elevati costi fissi unitari per l'affidamento e il monitoraggio di prestiti di valore unitario ridotto, con garanzie ridotte o nulle. L'esperienza ultratrentennale mostra che non si è ancora giunti a un grado sufficientemente diffuso di sostenibilità economica. Sulla base di dati di bilancio per il 2010 riferiti a un campione di 1074 istituzioni di microfinanza operanti in 98 paesi³, meno di un quarto risultano infatti operare senza essere sussidiate da istituzioni internazionali, fondazioni ed enti non profit, governi e altri soggetti pubblici. Confrontando le politiche di offerta di finanziamenti emerge che gli operatori non sussidiati praticano tassi d'interesse più alti e/o si rivolgono a una clientela meno povera e/o in misura minore a donne; per contro, quelli non sussidiati sono più propensi a politiche più favorevoli all'accesso al microcredito di prenditori marginali per iniziative di microimprenditorialità [D'Espallier et al. 2013].

Un segmento dell'industria bancaria vicino al microcredito è quello delle piccole banche locali, come le *community banks* americane, che è convinzione diffusa in letteratura siano contraddistinte da un'elevata capacità di raccolta di *soft information*, data la prossimità anche geografica, su potenziali prenditori, integrando dati di bilancio che potrebbero non rappresentarli adeguatamente. Anche in questo caso, la recente esperienza suggerisce cautela circa la sostenibilità del modello. Dal 1985 le licenze bancarie per le *community banks* si sono ridotte della metà, sia per acquisizioni sia per fallimenti; l'andamento, con 460 casi di insolvenza, è proseguito negli anni recenti della crisi. Le caratteristiche individuabili negli istituti che sono sopravvissuti meglio alla crisi sono gli elevati standard nel controllo del rischio, sotto diversi scenari economici, e la capacità di realizzare modelli di operatività diversificati, perché adattati ai mercati locali di riferimento [Gilbert et al. 2013].

In entrambi i casi di modelli di business bancario maggiormente rivolto a favorire l'accesso al credito alle Mpmi, dunque, pur se con riferimento a contesti economici del tutto

diversi, emerge il ruolo cruciale della valutazione prudente del rischio per garantirsi una robustezza economico-patrimoniale adeguata per operare in condizioni di mercato.

3. Il ruolo del credito per la crescita e per la ripresa

Credito e crescita. Un maggior accesso al credito, assumendo una correlazione positiva tra crescita e credito aggregato, è un obiettivo intermedio socialmente desiderabile per perseguire quello, primario, della crescita. Un nesso positivo ben si accorda con l'intuizione economica che vi siano opportunità che possono essere concretizzate solo tramite il completamento dei mercati reso possibile dalla finanza, attraverso la mobilitazione e l'investimento in nuova capacità produttiva delle risorse dei risparmiatori, allocando opportunamente i rischi in relazione alla propensione ad accettarli degli operatori. L'intuizione è stata confermata diffusamente nella letteratura empirica, almeno prima della crisi finanziaria [Levine 2005].

A partire dal teorema Modigliani-Miller è tuttavia un punto teorico ineludibile che la finanza non può creare valore oltre quello derivante dai fondamentali, in particolare in assenza di asimmetrie informative e di costi d'agenzia e di altre imperfezioni del mercato; passando da un contesto statico a uno dinamico, un aumento del credito non può alterare i rendimenti delle iniziative imprenditoriali oltre quelli resi possibili dalla frontiera della produttività [Aghion et al. 2005]. Il debito può anzi produrre esiti di arretramento rispetto alla frontiera: una leva finanziaria eccessiva distorce le scelte d'investimento dei privati, prevenendo la realizzazione di progetti d'investimento con valore netto positivo, ad esempio perché il *debt overhang* scoraggia nuovi azionisti privati, rispetto a cui i creditori hanno un diritto di priorità sui fondi che vengano eventualmente generati.

Ulteriore cautela sui nessi tra credito e crescita è suggerita da una letteratura relativamente recente, ma con alcuni contributi anche antecedenti la crisi: il nesso positivo credito-crescita del prodotto può rovesciarsi in uno di segno opposto oltre certi livelli soglia dell'intensità finanziaria o preconstituire condizioni favorevoli a una crisi finanziaria, se la crescita del credito fosse concentrata in un ristretto intervallo temporale. Più specificamente, la relazione non lineare stimata tra crescita e credito, misurato da un indicatore come la quota sul Pil del credito al settore privato, da positiva, anche se più forte nel caso di paesi a reddito medio piuttosto che di quelli meno sviluppati, si annulla all'aumentare dell'indicatore per poi divenire negativa, in particolare nel caso dei paesi avanzati. Una possibile motivazione è che

il credito sia più efficace ai fini della crescita per i paesi già sufficientemente adeguati per realizzare la rincorsa verso la frontiera tecnologica, su cui si collocano già i paesi avanzati [Aghion et al 2005]. Cecchetti et al. [2011] stimano una relazione non lineare distinguendo tra credito, in proporzione al PIL, al settore pubblico, a imprese e a famiglie, per un ampio insieme di paesi avanzati, approssimando la crescita economica con una media mobile quinquennale dei tassi di crescita del Pil procapite per rimuovere effetti ciclici. Le soglie critiche individuate sono pari all'85% per il settore pubblico e al 90% per le imprese, pur se per queste ultime con un effetto negativo sulla crescita dimezzato rispetto al settore pubblico. La robustezza delle stime dei valori soglia è confermata da Arcand et al. [2012], che mostrano che l'effetto marginale dell'intensità finanziaria sulla crescita diventa negativo quando il credito privato sul Pil raggiunge valori nell'intervallo 80-100%.

Tra le possibili motivazioni di un nesso negativo credito-crescita su dati aggregati una particolarmente interessante, perché rivolge l'attenzione su aspetti strutturali dell'economia dei paesi avanzati, è quella di un'allocazione inefficiente dei fattori produttivi, in particolare lavoro qualificato, a favore del comparto finanziario e/o di settori *non-tradable*, maggiormente dipendenti dal finanziamento esterno e a maggior esposizione a rischi di bolla (es. edilizia), a scapito di comparti manifatturieri e/o *tradable*, a più alta crescita della produttività.

Rispetto a questi studi su dati aggregati, analisi su dati individuali d'impresa continuano a mostrare invece effetti positivi per la crescita quando si riducano i vincoli finanziari anche nel caso di paesi avanzati, in particolare perché si asseconda una maggiore propensione all'export per le imprese più dipendenti dalla finanza esterna. Inoltre, poiché le Pmi, che più dipendono dal credito bancario relativamente alle grandi, segnalano anche in termini relativi maggiori difficoltà a ottenere finanziamenti, una struttura finanziaria più evoluta può avere effetti distributivi desiderabili nell'allocazione del credito, in particolare con riferimento a nuove imprese. In effetti, l'evidenza empirica tratta da un campione di paesi europei mostra che lo sviluppo finanziario favorisce l'entrata di nuove imprese e la loro successiva crescita nei settori che più dipendono dalla finanza esterna; l'effetto è inoltre tanto più favorevole quanto minore è la dimensione delle imprese [Aghion et al. 2007].

Tirando le somme, dunque, pur se la letteratura recente su dati aggregati suggerisce cautela circa gli effetti favorevoli alla crescita di una maggiore disponibilità di credito, anche in ragione dei costi sociali di un debito eccessivo nell'inesco e nella propagazione di una crisi finanziaria, l'evidenza su dati disaggregati d'impresa sembra far pendere ancora la

bilancia a favore di un nesso positivo, anche se con l'avvertenza che l'elevata eterogeneità tra le imprese sollecita a individuare con attenzione gli snodi nel sistema economico del singolo paese che lo motivino.

Credito e ripresa economica. Alcuni studi recenti, a partire da episodi storici in paesi emergenti di riprese non associate a una crescita del credito (*creditless recoveries*) analizzati da Calvo et al [2006], hanno sollevato il dubbio che la ripresa dalla recessione conseguente alla crisi economica possa non richiedere necessariamente maggior credito alle imprese, il che di per sé agevolerebbe un processo di *deleveraging* desiderabile per rafforzare patrimonialmente sia debitori sia banche creditrici. Su un campione molto esteso per numero di paesi, inclusi quelli avanzati, e per estensione temporale, Darvas [2013] mostra che tali fenomeni si sono osservati in circa un quinto dei casi e che l'incidenza si riduce all'aumentare del grado di sviluppo dei paesi⁴. In particolare, per quelli più ricchi, l'incidenza è pari al 13 per cento, e comunque l'ultimo caso, per Finlandia, Francia e Italia, risale al 1993. In genere la ripresa è stata associata a un deprezzamento del cambio reale, che ha stimolato la domanda estera. Altri fattori dal lato della domanda di finanziamenti che possono contribuire a spiegare *creditless recoveries* sono l'esistenza di una capacità produttiva inutilizzata, tale da non richiedere per l'aumento della produzione nuovi o maggiori investimenti fissi da finanziare a credito, e l'interruzione di progetti d'investimento non più congrui con l'evoluzione prospettica dei mercati. Nella fase attuale, in cui la gran parte delle economie avanzate si trova contemporaneamente con livelli inusualmente alti di indebitamento di tutti i settori (settore pubblico, imprese, famiglie), una ridotta crescita o persino una contrazione del credito potrebbe essere la conseguenza di scelte dei debitori di contenimento della leva, per ridurre la propria fragilità patrimoniale. Ciò specie a fronte di un rischio di deflazione, nonché per contenere gli oneri finanziari derivanti da tassi d'interesse, bancari, che in molti paesi, nonostante tassi ufficiali storicamente bassi, rimangono elevati per i premi per il rischio sovrano e per quello di credito, dato il protrarsi di bassi livelli di attività economica e dunque di crescita prospettica dei crediti deteriorati.

Un ripresa senza credito, ove potesse essere ritenuta un riferimento plausibile anche per economie avanzate come quelle europee, e italiana in particolare, potrebbe dunque giustificare una minore enfasi per politiche intese a favorire l'accesso al credito. Indicazioni di segno contrario si traggono tuttavia considerando che il grado di dipendenza da finanziamenti esterni, in particolare bancari, è molto più elevata nell'Europa continentale rispetto alla media degli altri paesi: la quota dei crediti bancari sul totale delle passività a

debito per le imprese non finanziarie supera nel 2011 l'80 per cento, con alcuni grandi paesi (Italia, Germania) in cui la quota è prossima o superiore al 90 per cento; la scarsa sostituibilità del credito bancario con titoli negoziabili di debito e azioni colpisce in particolare il comparto delle Pmi, che formano una parte così rilevante dell'economia nell'Europa continentale [Darvas 2013]. Inoltre, l'evidenza empirica mostra come nelle *creditless recoveries* la ripresa sia stata più stentata proprio nei settori produttivi più dipendenti dalla finanza esterna.

Indicazioni di segno analogo sono fornite da diversi lavori del Fmi che documentano come la lentezza nella ripresa sia associata a condizioni precarie di sistemi bancari, che limitano le capacità di erogazione del credito. L'evidenza storica mostra come nel caso di recessioni associate a crisi finanziarie, e dunque con banche fragili patrimonialmente, a causa del deterioramento per i prestiti erogati, ci sia stata una ripresa considerevolmente più lenta di quando le crisi siano state solo "reali", fenomeno accentuato nel caso di una sincronizzazione del ciclo a livello internazionale⁵. Considerando un campione di 84 crisi in 17 paesi avanzati per il periodo 1960-2007, e distinguendo tra economie banco-centriche e non, si documenta che i tempi per la ripresa sono significativamente maggiori nel primo caso, e in particolare nel caso dei paesi dell'Europa continentale, Germania e Italia innanzitutto [Allard e Blavy 2011]. Politiche volte a rafforzare patrimonialmente le banche sono dunque condizione necessaria per un'offerta di credito alle imprese che acceleri la ripresa economica specie in paesi banco-centrati, e a maggior ragione se ad alta densità di Pmi.

4. Eccesso di credito e instabilità finanziaria

Le crisi bancarie e finanziarie evocate nel precedente paragrafo sono spesso il risultato di una crescita eccessiva e concentrata nel tempo del credito, coerentemente con le analisi teoriche a partire da Wicksell e dalla scuola austriaca sino a Minsky e Kindleberger e, in periodi più recenti, con una significativa produzione di lavori empirici, agli economisti della Bri; Filosa e Marotta [2011]. Da ultimo, Dell'Araccia et al. [2012] documentano come l'accesso al credito sia favorito da boom creditizi e come, quando l'espansione sia stata troppo veloce, un terzo circa dei boom siano sfociati in crisi finanziarie. I costi in termini di prodotto associati ad alcune di queste sono stati talmente cospicui da giustificare, per i policy maker, la non desiderabilità di una crescita intensa del credito. A risultati analoghi si giunge considerando dati secolari per 17 paesi: a una maggiore crescita della leva, misurata dal tasso

di crescita dei crediti bancari in proporzione al Pil, si associano successivamente fasi più intense di recessione [Jordà et al. 2012].

Il punto nodale al centro della teoria austriaca e di Minsky e Kindleberger sulle crisi finanziarie è che un eccesso di credito altera le condizioni per una valutazione dei fondamentali di progetti d'investimento da finanziare a debito. Dal lato della domanda, la responsabilità limitata connessa all'istituto della società per azione incentiva comunque a scommettere su investimenti finanziati a debito; dal lato dell'offerta, la copertura del rischio con garanzie reali e finanziarie che si apprezzano al gonfiarsi della bolla contribuisce ad allentare i criteri prudenziali di valutazione del rischio. Una ripresa lenta dell'economia, se la precedente fase ciclica espansiva è stata favorita da un boom creditizio, è così la conseguenza del *malinvestment*, ovvero di un disallineamento tra la composizione della domanda aggregata rispetto alla capacità produttiva risultante dagli investimenti reali realizzati. E' proprio in questa fase di crisi che una persistente offerta di credito ai debitori in essere, lungi dal consentire loro di superare una fase temporanea di carenza di liquidità, può in realtà far pagare all'economia il costo opportunità di mantenere in vita imprese decotte, quando sarebbe opportuno spostare i finanziamenti su nuove iniziative imprenditoriali.

Con riferimento alla situazione attuale di policy maker in cerca di politiche anche estreme per innescare la ripresa dopo una crisi di dimensione storica, White [2012] fornisce una mappa articolata sui potenziali rischi di nuove crisi finanziarie derivanti da misure ultra espansive delle banche centrali, e ciò appunto perché possono indurre, per l'eterogeneità dei fini, a una crescita dei finanziamenti eccessiva rispetto alle mutate condizioni strutturali dell'economia. La crisi può aver infatti alterato il livello e il tasso di crescita del Pil potenziale nei diversi paesi, anche in relazione alla ricollocazione nel panorama dell'economia mondiale, rendendo non più sostenibili composizione e livello del prodotto del singolo paese, con conseguenze negative anche sulla sostenibilità di progetti d'investimento a medio e lungo termine. Diversi lavori realizzati presso le principali istituzioni internazionali stimano in effetti che, nonostante la caduta della domanda aggregata, l'output gap si sia ridotto molto meno perché è diminuita contemporaneamente la capacità produttiva potenziale, sia per l'anticipata obsolescenza economica del capitale fisso sia per le ricadute negative sul capitale umano conseguente a periodi prolungati di inoccupazione [Bce 2011].

L'esame attento di specifiche condizioni nazionali è quindi un ingrediente necessario per valutare la congruenza dell'offerta di credito con le nuove prospettive dei produttori, ovvero

se nonostante tutto vi siano rischi di creazione eccessiva del credito e dunque di potenziali rischi di instabilità finanziaria derivanti dall'accresciuta fragilità delle banche. Tra i fattori nazionali un ruolo preminente hanno a questo riguardo quelli legati alla *political economy* dell'accesso al credito.

5. La *political economy* dell'accesso al credito

L'importanza dell'accesso al credito dato l'assunto del nesso positivo con la crescita, in particolare per gli effetti di riduzione di barriere all'entrata, rende le politiche che modificano le regole del gioco sul mercato del credito un importante strumento per l'acquisizione di consenso. Lo scambio intertemporale di risorse oggi, a fronte di promesse di ripagamento o di eventuale escussione di garanzie domani, tende a occultare i costi futuri, sulla collettività oltre che sui debitori, di scelte popolari nell'immediato, dal credito sussidiato alle concessione di garanzie pubbliche all'allentamento dei criteri di vigilanza; nel contempo, gli operatori del settore così favorito possono ricambiare anche sotto forma di contributi finanziari e di appoggio mediatico ai decisori pubblici.

Soggetti a rischio di esclusione finanziaria possono essere almeno in parte sovrapponibili con quelli presso cui ricercare il consenso. Pur se in linea di principio la protezione dai costi di crisi finanziarie, specie per le fasce più deboli della popolazione, dovrebbe essere anch'essa nell'agenda dei politici, la non osservabilità di pericoli scampati, e quindi la minore capacità di poterne avere riconosciuto il merito, rispetto ad azioni di promozione dell'accesso al credito mediaticamente efficaci, spinge a favore di un'offerta di credito potenzialmente eccessiva.

La rilevanza di queste considerazioni emerge ad esempio in diversi studi su come politiche per promuovere l'accesso al credito per l'acquisto di abitazioni possano essere state almeno uno dei fattori cruciali all'origine della crisi da mutui *subprime* negli USA. Nel caso dei repubblicani, l'interesse era quello di allargare il consenso a elettori che divenendo nuovi proprietari di casa avrebbero potuto sposare politiche maggiormente rivolte a contrastare misure pubbliche di redistribuzione dei redditi e della ricchezza; nel caso dei democratici, il consenso presso le fasce più povere della popolazione poteva essere acquisito estendendo diritti di cittadinanza, tra i quali anche quelli dell'accesso al credito. Le stesse politiche potevano avere l'obiettivo, condivisibile da entrambi gli schieramenti, di contrastare la disaffezione verso il sistema politico nel suo complesso derivante dall'ineguaglianza nei redditi dall'inizio degli anni ottanta del secolo scorso, compensando la stagnazione in termini

reali di quelli da lavoro con una minore disegualianza stagnazione nei livelli di consumo e nella quota di proprietà della casa resa possibile da una maggiore facilità di indebitamento, nonostante i rischi di non adeguatezza dei redditi dei debitori [Rajan 2011].

Più specificamente, se è prevedibile che nelle aree economicamente più svantaggiate ci sia stata una crescita anomala dei prestiti *subprime* [Mian e Sufi 2009], più interessante è che il comportamento dei legislatori più favorevoli alla regolamentazione che ha favorito questi prestiti rifletta le pressioni degli operatori del settore [Mian et al. 2012] e che quelli più attivi tra questi ultimi abbiano registrato i tassi di crescita più elevati nell'erogazione di prestiti rivelatisi più rischiosi [Igan et al. 2009]. Il trade-off tra estensione dell'accesso e maggior rischio emerge anche indagando sulle conseguenze della legislazione (Community Reinvestment Act del 1977) che richiedeva ai regolatori di favorire nelle loro valutazioni banche più disposte ad ampliare nelle loro aree di insediamento l'accesso al credito anche ai soggetti più deboli. I rating di vigilanza, a questo fine prodotti, confidenziali sino al 1989, sono stati successivamente resi pubblici e sono divenuti strumenti per far pressione, anche con il ricorso ai tribunali, perché si erogassero crediti a soggetti con minore merito di credito [Agarwal et al. 2012].

Sebbene i casi appena ricordati riguardino il credito alle famiglie, i meccanismi sottostanti l'acquisizione di consenso si applicano anche nel caso delle imprese, vuoi attraverso i contributi economici per condizionare i decisori pubblici vuoi attraverso lo strumento diretto del voto, specie quando si possano mobilitare come elettori stakeholder, quali gli stessi dipendenti, sindacalizzati o no, delle imprese. Analogamente, la ricerca del consenso, anche per evitare danni reputazionali derivanti dall'ammissione di errori di valutazione sugli affidamenti approvati, può indurre la singola banca a continuare l'erogazione dei prestiti, scommettendo sul miglioramento della condizione economico-finanziaria degli affidati, piuttosto che riconoscerne una sopravvenuta incapacità competitiva. In entrambi i casi risultano penalizzate le nuove imprese, potenzialmente meglio in grado di individuare modelli di business più congrui con le mutate caratteristiche dei mercati.

6. Esperienze sull'accesso al credito delle imprese: Regno Unito e Italia

Regno Unito. Da esponente di spicco della Bank of England Posen [2012] ha argomentato che la banca centrale dovrebbe farsi parte attiva sia come acquirente di prestiti cartolarizzati alle Pmi sia come promotore di istituzioni pubbliche che creino un mercato per quei titoli. La scelta di questo tipo di prestiti risponderebbe a un duplice criterio di efficacia per politiche innovative del credito contro la crisi: a) mercati dei titoli cartolarizzati potenzialmente spessi

in condizioni normali date la dimensione degli asset sottostanti e l'importanza di questi ultimi per il buon funzionamento dell'economia; b) gravità, a causa della crisi, delle disfunzioni che incontrano i debitori nell'avvalersi di quegli strumenti. Così, se è giustificabile negli USA la scelta della Fed di acquistare titoli cartolarizzati sui mutui ipotecari, nel Regno Unito la banca centrale dovrebbe farlo con i prestiti alle Pmi. Per contrastare i possibili rischi per il bilancio della banca centrale e i timori di una conseguente perdita di indipendenza economica dal governo potrebbe essere prevista una garanzia pubblica per le perdite eventualmente collegabili a simili manovre non convenzionali di politica monetaria. Un'ulteriore proposta è quella, anche in questo caso sollecitando l'iniziativa della banca centrale, della costituzione di un ente pubblico per l'acquisto sul mercato secondario di prestiti alle Pmi da cartolarizzare, in analogia come le agenzie americane per i mutui immobiliari.

L'iniziativa *Lending for Funding*, iniziata a metà del 2012, è una parziale risposta della Bank of England e del governo a queste e analoghe sollecitazioni. Lo schema prevede incentivi di prezzo per stimolare la domanda di prestiti, perché le banche possono praticare tassi attivi inferiori se trasferiscono ai prenditori i benefici di una riduzione nel costo della raccolta sui fondi ottenuti dalla banca centrale [Bank of England 2012]. Lo strumento tecnico a questo fine è un *collateral swap* per scambiare prestiti a imprese non finanziarie e a famiglie con titoli pubblici stanziabili e dunque da dare in garanzia per ottenere prestiti dalla banca centrale sino a una scadenza di 4 anni, a un tasso d'interesse pari a quello di policy (attualmente 0,25 per cento) più una commissione che varia inversamente con l'ammontare dell'incremento di prestiti netti⁶. Con un *collateral swap*, il rischio di credito dei prestiti rimane in capo alla banca originatrice; la banca centrale si cautele dalla mancata restituzione dei titoli pubblici scambiati con prestiti deterioratisi nel frattempo applicando scarti di garanzia anche maggiori di quelli consueti, vista la peculiarità dei prestiti alle Pmi.

Ciò che rileva per la valutazione dell'efficacia della misura per favorire l'accesso al credito delle Pmi è che la stessa banca centrale la presenta come una scommessa, incerta quanto agli esiti effettivi, rispetto allo scenario, altrimenti atteso, di una significativa riduzione dell'offerta di prestiti da parte delle banche che debbano rispondere all'esigenza, di mercato e regolamentare, di una maggiore patrimonializzazione. A questo riguardo viene anche messo in conto che il trasferimento dei minori costi di raccolta nei tassi attivi potrebbe essere incompleto o ritardato, se le banche scegliessero di destinare il maggiore margine unitario d'interesse alla formazione di utili. Inoltre, un altro elemento di incertezza, da lato della domanda, è che le Pmi potrebbero preferire ridurre piuttosto che aumentare il debito

netto, così da ridurre una leva eccessiva: in effetti i dati sul primo semestre di operatività dello schema sono stati deludenti rispetto agli obiettivi, visto che i prestiti netti alle Pmi hanno registrato mese dopo mese una continua riduzione, a differenza di quelli alle grandi imprese e alle famiglie, per queste ultime cresciuti ininterrottamente. E' questa la ragione per cui a fine aprile 2013 lo schema è stato reso ancor più incentivante per i prestiti alle Pmi: è stato prorogato di un anno, sono stati inclusi anche società di leasing e factoring, perché operatori specializzati a loro volta in finanziamenti alle Pmi e, soprattutto, è stata prevista una diversa ponderazione a seconda dei prenditori per definire l'ammontare massimo di fondi ottenibili dalla singola banca: l'incremento dei prestiti netti nel 2013 alle Pmi vale dieci volte (cinque volte per quelli nel 2014, così da penalizzare comparativamente l'erogazione ritardata piuttosto che immediata) rispetto agli altri prenditori [Bank of England 2013].

Italia. Un'indicazione interessante che emerge dall'esperienza italiana è come la crisi abbia indotto le banche a mutare i criteri per l'affidamento, riducendo ulteriormente il ruolo degli elementi informativi sulle prospettive di mercato e sulla qualità dell'impresa rispetto a dati di bilancio, come è prevedibile attendersi nel caso di operatori di mercato che anche per ragioni regolamentari sono indotti a perseguire innanzitutto la strada dell'irrobustimento della struttura patrimoniale. Da un'indagine su microdati d'impresa, le variabili esplicative con maggiore significatività statistica nello spiegare la probabilità di percezione di razionamento prima della crisi risultano essere informazioni quantitative di bilancio, meglio utilizzabili come input nelle procedure di scoring e di modelli interni di misurazione del rischio. Un ruolo rilevante hanno però anche variabili che approssimano le prospettive economiche dei prenditori, estrapolate da medie triennali di tassi di crescita del fatturato e della quota all'export. Queste stesse variabili, invece, non risultano più significative nel periodo dopo la crisi, a suggerire una generalizzata preferenza delle banche a proteggersi da rischi di fragilità finanziaria dei prenditori⁷. Altri regressori che possono cogliere fattori strategici per la crescita delle imprese (spese in ricerca e sviluppo, per marchi o brevetti, innovazioni organizzative, di prodotto o di processo) non risultano invece statisticamente significativi né prima né dopo la crisi [Albareto e Finaldi Russo 2012].

7. Politiche lungimiranti per l'accesso al credito

Un migliore accesso al credito favorisce le Mpmi, che sono comparativamente più dipendenti per la finanza esterna dalle banche, ma se l'obiettivo ultimo è quello della crescita dell'economia occorre nel contempo prestare attenzione alle condizioni per la stabilità

finanziaria dei loro finanziatori. Questa può essere garantita solo da un'adeguata qualità del portafoglio prestiti, con ricadute positive sul capitale di vigilanza, sul merito di controparte nei mercati interbancari, sull'attrattività per la raccolta di fondi stabili, a debito e di rischio.

I benefici per la crescita derivanti da maggiori finanziamenti, in particolare in un paese avanzato che non goda del vantaggio potenziale di una rincorsa tecnologica verso la frontiera produttiva, possono però concretizzarsi solo se il progetto imprenditoriale e le risorse umane sono adeguati per le tecnologie e il capitale manageriale richiesti per competere sul mercato. La scelta di erogare prestiti agli affidati, per aiutarli a superare una fase temporanea di crisi, è congruo con il modello virtuoso della banca che investe su relazioni di clientela di lungo periodo, fornendo un servizio di diversificazione del rischio intertemporale, se essa stessa è credibilmente in grado di continuare ad operare. Scambiare però una crisi di liquidità con una in cui le mutate condizioni del mercato di riferimento compromettono la sostenibilità economica di imprese non in grado di adeguarsi non solo peggiora la qualità del portafoglio prestiti ma può finire per ingessarne la gestione man mano che emergono i crediti deteriorati.

Questa è l'indicazione normativa per politiche mirate a un maggiore accesso al credito, ma in condizioni di sostenibilità sia per i datori sia per i prenditori, che si trae dall'esperienza giapponese dopo lo scoppio della bolla all'inizio degli anni novanta del secolo scorso. Il sostegno creditizio ai debitori, anche sfruttando le opportunità offerte da scelte del governo e della banca centrale di ridurre il costo della raccolta o di fornire garanzie, può indurre le banche a scommesse su una svolta positiva per le imprese clienti, senza dover pagare lo scotto di scelte conflittuali né riconoscere errori di valutazione né indebolire il controllo societario dovendo ricostituire la base patrimoniale erosa dai crediti deteriorati fatti emergere nei bilanci. L'esito, documentato nel caso giapponese, è quello di mantenere in vita delle imprese di fatto decotte (*zombie companies*) e di compromettere la crescita della produttività proprio nei settori industriali in cui sono state adottate queste politiche bancarie, anche perché i fondi così utilizzati non sono stati resi disponibili per finanziare nuove imprese, con progetti imprenditoriali innovativi, meglio conformi alle nuove condizioni del mercato interno ed estero [Peek e Rosengreen 2005].

Indicazioni analoghe si traggono da uno studio *cross-section* che disaggrega per settori industriali e dei servizi in 21 paesi dell'Oecd su dati riferiti al 2005: la produttività aggregata è maggiore se le imprese con più elevata produttività sono più grandi, una situazione che per potersi realizzare implica la possibilità di poter spostare risorse anche finanziarie da quelle

che lo sono meno. Ciò risulta favorito da regolamentazioni bancarie meno stringenti e da un più elevato grado di sviluppo finanziario [Andrews e Cingano 2012]. In particolare, nei settori dove la libertà di entrata agevola l'introduzione di innovazioni di natura non incrementale, l'accesso al credito e a forme di finanza esterna non bancarie è cruciale sia per il finanziamento iniziale di start-up sia per renderne possibile la crescita.

In che modo le condizioni attuali di persistente basso livello di attività a seguito della crisi possono alterare il quadro sin qui delineato? Le soluzioni che si sono sperimentate dal 2008 nella gran parte dei paesi avanzati per contrastare la caduta dell'attività economica, con il ricorso prevalente a strumenti di politica monetaria e finanziaria, hanno infranto diverse convenzioni ritenute sino a quel momento congrue con un ruolo delle istituzioni pubbliche da regolatori, piuttosto che da attori diretti, nei mercati bancari e finanziari, fino alla riesumazione, proposta o in alcuni casi realizzata, di forme quasi dirigistiche di allocazione del credito, simili a quelle sperimentate nei primi decenni del dopoguerra in regime di repressione finanziaria. Il ricorso accentuato, anche perché politicamente meno costoso, a politiche per stimolare l'offerta di credito, a scapito di misure dal lato della domanda aggregata per riattivare i mercati di sbocco della produzione, ha finito però per mettere in ombra i possibili rischi, per eterogenesi dei fini, di una crescita eccessiva del credito e le lezioni che emergono dalla crisi circa strumenti efficaci per la vigilanza macroprudenziale. Tra questi vi sono i limiti al grado di concentrazione nel portafoglio prestiti e alla crescita del credito stesso, nonché criteri prudenziali nella concessione di prestiti, che lasciano fuori dal pool degli affidati i potenziali prenditori marginali che soggettivamente possono percepirsi come razionati.

Quali sono le implicazioni del quadro sin qui delineato per il caso italiano, in cui gli effetti della crisi si sono sovrapposti a quelli di una stagnazione nella crescita della produttività ormai quasi ventennale? La principale è che un maggiore accesso al credito, in particolare per le Mpmi, esistenti e nuove, che costituiscono la struttura portante di un'economia bancocentrica, è che chi richiede fondi dovrebbe farlo per progetti imprenditoriali che tengano conto delle modifiche strutturali indotte dalla crisi nei processi produttivi, nella gamma dei prodotti e nei mercati nonché nel posizionamento nelle catene di valore; la banca dovrebbe a sua volta essere attrezzata per interloquire con l'imprenditore nella valutazione di merito di questi progetti, da partner interessato al suo buon esito. Ciò sia per le ricadute positive sulla crescita della produttività nel medio periodo sia per i benefici

sulla stessa solidità dei bilanci delle banche, condizione necessaria per alimentare il finanziamento dell'economia reale e rendere più rapida la ripresa.

Una politica lungimirante per l'offerta sostenibile del credito richiede quindi che siano promosse e valorizzate competenze che favoriscano una migliore riconoscibilità reciproca dei benefici netti di imprese e banche, nella consapevolezza che la crisi ha prodotto modifiche nei criteri interpretativi dei fattori che contribuiscono al successo in particolare sui mercati esteri. Evitando le scorciatoie, di dubbia efficacia, di misure quasi dirigistiche di allocazione del credito, distorte inevitabilmente a favore dei debitori esistenti, sarebbe opportuno che il governo, le autorità monetarie e le associazioni bancarie promuovessero iniziative perché le banche fossero incentivate ad avvalersi o a formare competenze specializzate, in economia industriale oltre che in finanza, per la valutazione di progetti imprenditoriali. Analogo obiettivo dovrebbero porsi le associazioni industriali, i consorzi fidi e gli enti locali, attingendo anche alle competenze esterne di professionisti ed esperti, accademici e non, perché gli imprenditori che richiedono fondi presentino adeguati business plan, incardinati in studi del settore produttivo o della catena di valore in cui si collocano⁸. Accanto alle prevedibili operazioni di ristrutturazione di finanziamenti già erogati, una politica lungimirante del credito dovrebbe essere inoltre attenta a lasciare spazio per il finanziamento di nuove iniziative, potenzialmente meglio in grado di inserirsi nelle mutate condizioni dei mercati, anche in ragione del più alto livello medio di istruzione dei proponenti, data la loro età, o della conoscenza migliore dei mercati esteri, data la provenienza familiare se immigrati.

L'opportunità del ricorso a competenze esterne di consulenza manageriale per un adeguato sfruttamento delle opportunità che potrebbero cogliere le Mpmi è suggerita ad esempio da una recente inchiesta su un campione rappresentativo di quelle italiane, in cui emerge che un'elevata quota percentuale degli intervistati (prossima al 90 per cento) segnala di non conoscere varie misure di politica industriale recentemente adottate dal governo. Meno di un quinto dichiara di conoscere lo *Small Business Act*, introdotto nel 2010 dando attuazione a una comunicazione della Commissione europea; per questo già ridotto sottoinsieme, le principali fonti di informazione sono state Internet (58%), il commercialista (46,6%) e solo per ultime le associazioni di categoria (27,7%); Mise [2012].

La *soft information* che la letteratura individua come elemento precipuo di vantaggio comparato per le banche in più strette relazioni di vicinanza geografica/funzionale con i clienti e dunque come un input cruciale da includere nella procedura di affidamento del

credito, integrando in modo efficace quella hard, ma datata, fornita dai bilanci e incorporata nei modelli quantitativi di misurazione del rischio, è interpretabile in modi diversi [Petersen 2004]. Sarebbe opportuno, dalla prospettiva dei regolatori, promuoverne e valorizzarne nei giudizi di vigilanza un'accezione ampia, che includa elementi segnaletici dell'attenzione dedicata all'esame dei business plan in una fase di mutamenti strutturali dell'economia. Valutazioni professionali di iniziative imprenditoriali possono non solo giustificare scelte sostenibili di affidamento da parte della banca, ma anche individuare gli spazi consoni ai prestiti rispetto ad altre modalità di finanziamenti non congrue con gli equilibri economico-finanziari dell'impresa bancaria e da incentivare eventualmente con risorse pubbliche, dal private equity al venture capital, al finanziamento diretto di mercato, all'apporto di capitale proprio da parte dell'imprenditore. Con riferimento a questo ultimo aspetto, il finanziamento bancario non è infatti l'unica leva o quella prevalente cui ricorrono le Pmi anche in un paese bancocentrico come la Germania. Negli anni più recenti, in un paese in cui i tassi bancari attivi alle imprese sono i più bassi nell'area dell'euro anche grazie alla redistribuzione dei fondi interbancari nell'area data l'evoluzione del rischio sovrano, le Pmi tedesche, che pur hanno goduto di condizioni di domanda favorevoli specie sui mercati esteri, hanno scelto la via del rafforzamento degli equilibri finanziari attraverso il contenimento della domanda di prestiti e il mantenimento di un elevato grado di patrimonializzazione [Deutsche Bundesbank 2012].

Note

¹ Considerando i maggiori paesi dell'UE un'indagine nel 2010 rivolta alle Pmi individuava le percentuali maggiori di richieste di finanziamenti non coronate da successo in Olanda (23) e nel Regno Unito (21), mentre quella più bassa era in Italia (5), paese in cui la percentuale di successo era inoltre la più alta dopo la Francia (78 rispetto a 83). Nel confronto con un anno pre-crisi come il 2007, la riduzione nel tasso di successo era massimo in Spagna (da 87 a 59%), con una flessione più contenuta in Italia (da 87 a 78) e Germania (da 85 a 76); Eurostat [2011].

² Ad esempio, a parità di tasso di inclusione finanziaria delle famiglie, l'intensità creditizia in Svizzera è otto volte maggiore di quella dell'Estonia [Demirgüç-Kunt et al. 2008].

³ Al 2010 si contavano nel mondo oltre 3600 istituzioni di microfinanza, secondo Maes e Reeed, citati in Andreoni et al. [2013].

⁴ Il campione comprende 135 paesi, dal 1960 al 2006, per escludere il periodo della crisi dal 2007 e considera come ripresa i tre anni successivi a un punto di ciclo negativo. Si definiscono come *creditless recoveries* quelle in cui lo stock in termini reali del credito al settore privato alla fine di un triennio è inferiore rispetto all'inizio del periodo.

⁵ La crescita a un anno dal punto inferiore del ciclo dopo una crisi finanziaria è di circa due punti e mezzo percentuali inferiore e il periodo per ritornare al punto superiore precedente è considerevolmente maggiore; nel caso di crisi sincronizzate il periodo si prolunga della metà [Imf 2009].

⁶ La commissione è pari allo 0,25% annuo sui fondi, fino a un massimo pari al 5 per cento dei prestiti in essere alla fine di giugno 2012 più l'incremento netto sino a gennaio 2014, ottenuti dalla banca centrale per le banche che non riducano i prestiti, al netto dei rimborsi, al di sotto dello stock di fine giugno 2012; la commissione cresce linearmente dello 0,25% per ogni 1% di minori prestiti, fino a un massimo dell'1,5 quando la contrazione superi il 5%.

⁷ Il peggioramento della qualità delle motivazioni per la richiesta di fondi tra le imprese razionate, con una minore incidenza tra il 2008 e il 2010 per quelle legate all'investimento in capitale fisso rispetto a al capitale circolante, gonfiato quest'ultimo dai ritardi nella riscossione dei crediti commerciali, aggiunge ulteriori elementi a sostegno della tesi dell'adozione da parte delle banche di criteri più selettivi nell'erogazione di crediti.

⁸ Sui benefici dell'ausilio di modalità di consulenza manageriale, sussidiate dal settore pubblico, per le Pmi, non solo con riguardo agli aspetti finanziari e contabili, si veda l'interessante lavoro di Bruhn et al. [2012] relativo a un'indagine sul campo in Messico.

Riferimenti bibliografici

- Agarwal, S., Benmelech, E., Bergman N. e Seru, A. (2012), *Did the Community Reinvestment Act (CRA) Lead to Risky Lending?* ssrn.com/abstract=2172549.
- Aghion, P., Howitt, P. e Mayer-Foulkes, D. (2005), *The effect of financial development on convergence: theory and evidence*, in «Quarterly Journal of Economics», 120(1), pp. 173-222.
- Aghion, P., Thibault, F. e Scarpetta S.(2007), *Credit constraints as a barrier to the entry and post-entry growth of firms*, in «Economic Policy» 22(52), pp. 731-779.
- Albareto, G. e Finaldi Russo, P. (2012) *Fragilità finanziaria e prospettive di crescita: il razionamento del credito alle imprese durante la crisi*, Banca d'Italia, QEF 127.
- Allard, J. e Blavy, R. (2011) *Market Phoenixes and Banking Ducks. Are Recoveries Faster in Market-Based Financial Systems?*, IMF WP/11/213.
- Andreoni, A., Sassatelli, M. e Vichi, G. (2013) *Nuovi bisogni finanziari: la risposta del microcredito*, Bologna, Il Mulino.
- Andrews, D. e Cingano, F. (2012) *Public Policy and Resource Allocation*, OECD wp 996.
- Arcand, J.-L., Berkes, E. e Panizza, U. (2012) *Too much finance?*, IMF WP/2012/161.
- Banca Centrale Europea (2011) *Tendenze del prodotto potenziale*, in «Bollettino mensile», gennaio, pp. 77-89
- Bank of England (2012) *The Funding for Lending Scheme*, in «Quarterly Bulletin», 4, pp. 306-320.
- Bank of England (2013) *Funding for Lending Scheme*, www.bankofengland.co.uk/markets/Pages/FLS/default.aspx
- Beck, T. (2011) *The role of finance in economic development: benefits, risks, and politics*, European Banking Center Discussion Paper 2011-038.
- Bruhn, M., Karlan, D. e Schoar, A. (2012) *The impact of consulting services on small and medium enterprises: Evidence from a randomized trial in Mexico*, Economic Growth Center, Discussion Paper 1010.
- Calvo, G.A., Izquierdo, G. e Talvi, E. (2006) *Sudden Stops and Phoenix Miracles in Emerging Markets*, in «American Economic Review», 96(2), pp. 405-410.
- Cecchetti, S.G., Mohanty, M.S. e Zampolli, F. (2011) *The real effects of debt*, BIS wp 352.
- Darvas, Z. (2013) *Can Europe recover without credit?*, Bruegel Policy Contributions 2013/03.
- Dell'Araccia, G., Igan, D., Laeven L. e Tong, H. (2012) *Policies for macrofinancial stability: how to deal with credit booms*, IMF SDN 12/06.
- Demirgüç-Kunt, A., Beck, T. e Honohan, P. (2008) *Finance for All? Policies and pitfalls in expanding access*, Washington, World Bank.
- D'Espallier, B., Hudon, M. e Szafarz, A. (2013) *Unsubsidized Microfinance Institutions*, CEB wp 13/012.
- Deutsche Bundesbank (2012) *German enterprises' profitability and financing in 2011*, in «Monthly Report»,

- December, pp. 25-41.
- Eurostat (2011) *News release*, 144/2011.
- Filosa, R. e Marotta, G. (2011) *Crisi e stabilità finanziaria*, Bologna, il Mulino.
- Gilbert, R., Meyer, A. e Fuchs, J. (2013) *The Future of Community Banks: Lessons from Banks That Thrived During the Recent Financial Crisis*, in «Federal Reserve Bank of St. Louis Review», 95(2), pp. 115-143.
- International Monetary Fund (2009) *World Economic Outlook*, April, 103-38.
- Jordà, O., Schularick, M. e Taylor, A. (2011) *When credit bites back: leverage, business cycles, and crises*, NBER wp 17621.
- Levine, R. (2005) *Finance and Growth: Theory and Evidence* in *Handbook of Economic Growth*, a cura di Aghion, P. e Durlauf, S., The Netherlands: Elsevier Science.
- Mian, A. e Sufi, A. (2009) *The Consequences of Mortgage Credit Expansion: Evidence from the U.S. Mortgage Default Crisis*, in «Quarterly Journal of Economics», 124 (4), pp. 1449-1496.
- Mian, A., Sufi, A. e Trebbi, F. (2012) *The Political Economy of the Subprime Mortgage Credit Expansion*, University of Chicago, mimeo.
- Ministero dello sviluppo economico (2012) *Indagine su SBA e MicroPMI. Sintesi dei principali risultati*, Roma.
- Peek, J. e Rosengren, E.S. (2005) *Unnatural Selection: Perverse Incentives and the Misallocation of Credit in Japan*, in «American Economic Review», 95(4), pp. 1144-1166.
- Petersen, M.A. (2004) *Information: Hard and Soft*, mimeo.
- Posen, A. (2012) *Making the most of doing more*, Bank of England, Speech.
- Rajan, R. (2011) *Fault Lines*, Princeton, Princeton University Press.
- White, W. (2012) *Ultra easy monetary policy and the law of unintended consequences*, Federal Reserve Bank of Dallas, wp 126.

Previously published “CEFIN Working Papers”

- 36 *The unavoidable persistence of forum shopping in the Insolvency Regulation*, by Federico M. Mucciarelli (April 2013)
- 35 *Rating Triggers, Market Risk and the Need for More Regulation*, by Federico Parmeggiani (December 2012)
- 34 *Collateral Requirements of SMEs: The Evidence from Less-Developed Countries*, by Elmas Yaldiz Hanedar, Eleonora Broccardo, Flavio Bazzana (November 2012)
- 33 *Is it money or brains? The determinants of intra-family decision power*, by Graziella Bertocchi, Marianna Brunetti, Costanza Torricelli (June 2012)
- 32 *Is financial fragility a matter of illiquidity? An appraisal for Italian households*, by Marianna Brunetti, Elena Giarda, Costanza Torricelli (June 2012)
- 31 *Attitudes, personality factors and household debt decisions: A study of consumer credit*, by Stefano Cosma and Francesco Pattarin (February 2012)
- 30 *Corridor implied volatility and the variance risk premium in the Italian market*, by Silvia Muzzioli (November 2011)
- 29 *Internal Corporate Governance and the Financial Crisis: Lessons for Banks, Regulators and Supervisors*, by Elisabetta Gualandri, Aldo Stanziale, and Enzo Mangone (November 2011)
- 28 *Are defined contribution pension schemes socially sustainable? A conceptual map from a macroprudential perspective*, by Giuseppe Marotta (October 2011)
- 27 *Basel 3, Pillar 2: the role of banks' internal governance and control function*, by Elisabetta Gualandri (September 2011)
- 26 *Underpricing, wealth loss for pre-existing shareholders and the cost of going public: the role of private equity backing in Italian IPOs*, by Riccardo Ferretti and Antonio Meles (April 2011)
- 25 *Modelling credit risk for innovative firms: the role of innovation measures*, by Pederzoli C., Thoma G., Torricelli C. (March 2011)
- 24 *Market Reaction to Second-Hand News: Attention Grabbing or Information Dissemination?*, by Cervellati E.M., Ferretti R., Pattitoni P. (January 2011)
- 23 *Towards a volatility index for the Italian stock market*, by Muzzioli S. (September 2010)
- 22 *A parsimonious default prediction model for Italian SMEs*, by Pederzoli C., Torricelli C. (June 2010)
- 21 *Average Internal Rate of Return and investment decisions: a new perspective*, by Magni C.A. (February 2010)
- 20 *The skew pattern of implied volatility in the DAX index options market*, by Muzzioli S. (December 2009)
- 19 *Accounting and economic measures: An integrated theory of capital budgeting*, by Magni C.A. (December 2009)
- 18 *Exclusions of US-holders in cross-border takeover bids and the principle of equality in tender offers*, by Mucciarelli F. (May 2009).
- 17 *Models for household portfolios and life-cycle allocations in the presence of labour income and longevity risk*, by Torricelli C. (March 2009)
- 16 *Differential evolution of combinatorial search for constrained index tracking*, by Paterlini S, Krink T, Mitnik S. (March 2009)

- 15 *Optimization heuristics for determining internal rating grading scales*, by Paterlini S, Lyraa M, Pahaa J, Winker P. (March 2009)
- 14 *The impact of bank concentration on financial distress: the case of the European banking system*, by Fiordelisi F, Cipollini A. (February 2009)
- 13 *Financial crisis and new dimensions of liquidity risk: rethinking prudential regulation and supervision*, by Landi A, Gualandri E, Venturelli V. (January 2009)
- 12 *Lending interest rate pass-through in the euro area: a data-driven tale*, by Marotta G. (October 2008)
- 11 *Option based forecast of volatility: an empirical study in the Dax index options market*, Muzzioli S. (May 2008)
- 10 *Lending interest rate pass-through in the euro area*, by Marotta G. (March 2008)
- 9 *Indebtedness, macroeconomic conditions and banks' losses: evidence from Italy*, by Torricelli C, Castellani S, Pederzoli C. (January 2008)
- 8 *Is public information really public? The role of newspapers*, Ferretti R, Pattarin F. (January 2008)
- 7 *Differential evolution of multi-objective portfolio optimization*, by Paterlini S, Krink T. (January 2008)
- 6 *Assessing and measuring the equity gap and the equity*, by Gualandri E, Venturelli V. (January 2008)
- 5 *Model risk e tecniche per il controllo dei market parameter*, Torricelli C, Bonollo M, Morandi D, Pederzoli C. (October 2007)
- 4 *The relations between implied and realised volatility, are call options more informative than put options? Evidence from the Dax index options market*, by Muzzioli S. (October 2007)
- 3 *The maximum LG-likelihood method: an application to extreme quantile estimation in finance*, by Ferrari D., Paterlini S. (June 2007)
- 2 *Default risk: Poisson mixture and the business cycle*, by Pederzoli C. (June 2007)
- 1 *Population ageing, household portfolios and financial asset returns: a survey of the literature*, by Brunetti M. (May 2007)