



CRISI FINANZIARIA GLOBALE, CRISI
SOVRANA E CRISI BANCARIA:
L'ITALIA E IL CONFRONTO EUROPEO

Pietro Alessandrini Luca Papi
Andrea F. Presbitero Alberto Zazzaro

Working paper no. 87

September 2013

Crisi finanziaria globale, crisi sovrana e crisi bancaria: L'Italia e il confronto europeo

di

Pietro Alessandrini

Luca Papi

Andrea F. Presbitero

Alberto Zazzaro¹

Sommario

Questo lavoro analizza le diverse fasi della recente crisi economico-finanziaria, ponendo l'accento sull'entità del *credit crunch* in Italia e nel resto d'Europa, al fine di cogliere le similitudini ma, soprattutto, le differenze tra i paesi centrali e quelli periferici dell'area dell'euro, tra i quali l'Italia. In particolare, ci concentreremo sul legame tra crisi del debito sovrano e crisi bancaria: l'instaurarsi di un circolo vizioso tra instabilità finanziaria e difficoltà delle finanze pubbliche è, infatti, uno degli elementi alla base della profonda fase di stagnazione delle economie periferiche dell'area euro.

Codici JEL: G21; E51; H63.

Parole chiave: Accesso al credito; crisi sovrana; crisi bancaria; banche; credit crunch.

¹ Affiliazione per tutti gli autori: Università Politecnica delle Marche, Dipartimento di Scienze Economiche e Sociali e MoFiR. E-mail: p.alessandrini@univpm.it, l.papi@univpm.it, a.presbitero@univpm.it e a.zazzaro@univpm.it.

1. Le due crisi finanziarie e i loro riflessi sul credito in Italia: una breve panoramica

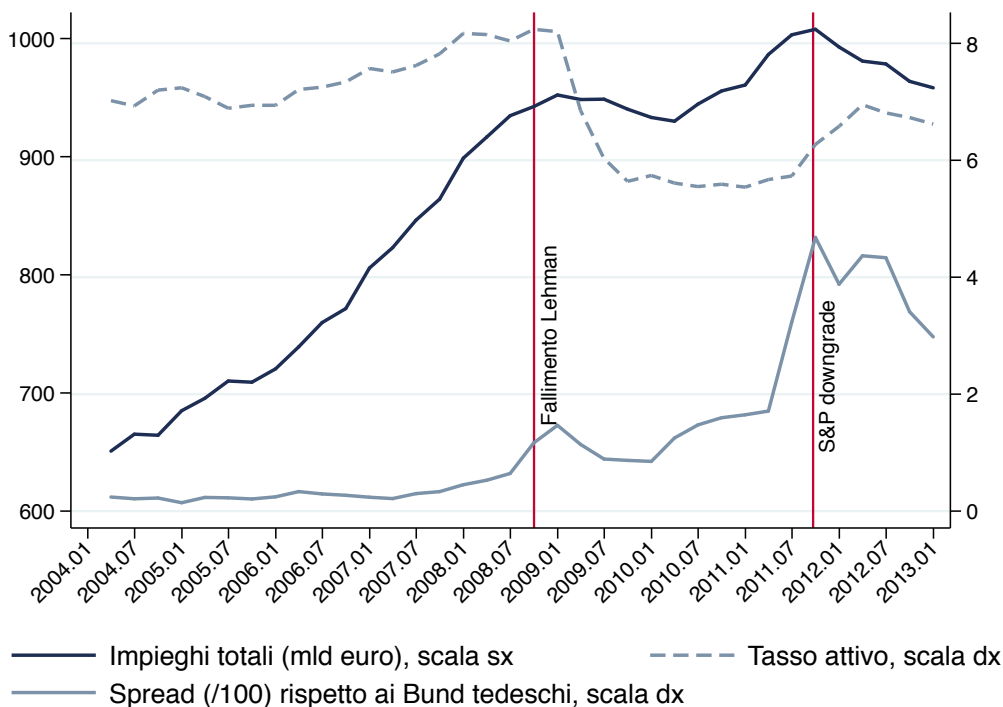
L'Italia, come altri paesi europei, sta affrontando una fase di crisi economico-finanziaria senza precedenti per intensità e durata. Il PIL pro-capite in Italia era pari alla fine del 2012 ai valori, a prezzi costanti del 1998. In un recente studio della Banca d'Italia si evidenzia come a inizio 2013 la produzione industriale fosse inferiore di quasi un quarto rispetto al livello pre-crisi e come la caduta della produzione industriale abbia interessato tutti i settori che tradizionalmente caratterizzano il modello di specializzazione italiano [Accetturo et al. 2013]. In assenza di una rapida inversione di tendenza si concretizza il rischio che la crisi faccia perdere vent'anni di crescita economica, anche se è stato un periodo poco dinamico per il nostro paese, e abbia effetti di lungo periodo sul potenziale produttivo dell'economia italiana.

Tra i numerosi fattori che sono alla base del lungo declino dell'economia italiana, i problemi di accesso al finanziamento per le imprese domestiche, spesso dipendenti dal credito bancario, sono emersi con forza con il dispiegarsi della crisi finanziaria globale. Questo capitolo si propone di analizzare le diverse fasi della recente crisi economico-finanziaria, ponendo l'accento sull'entità del *credit crunch* in Italia e nel resto d'Europa, al fine di cogliere le similitudini ma, soprattutto, le differenze tra i paesi centrali (per semplicità, ci riferiremo alla Germania) e quelli periferici dell'area dell'euro, tra i quali l'Italia. In particolare, ci concentreremo sul legame tra crisi del debito sovrano e crisi bancaria: l'instaurarsi di un circolo vizioso tra instabilità finanziaria e difficoltà delle finanze pubbliche è, infatti, uno degli elementi alla base della profonda fase di stagnazione delle economie periferiche dell'area euro.

I dati sul credito in Italia – mostrati nella Figura 1 – mettono chiaramente in luce come questa protratta fase di stagnazione economica sia il risultato del dispiegarsi successivo di due crisi, per natura diverse. La prima battuta di arresto si è verificata a fine 2008, dopo il fallimento della banca d'affari Lehman Brothers, che ha aggravato la crisi finanziaria globale iniziata nel 2007. La dinamica degli impieghi ha smesso di crescere e, tra la fine del 2008 e il primo trimestre del 2010, il credito alle imprese si è contratto del 2.3%, interrompendo la fase di crescita costante a ritmi di circa il 10% l'anno sperimentata durante il quinquennio precedente. La reazione espansiva delle banche centrali di tutto il mondo – BCE inclusa – ha determinato un allentamento delle condizioni di accesso al credito che si è tradotto in una rapida discesa dei tassi sui finanziamenti alle imprese, passati in sei mesi dall'8,2% di fine 2008 al 6% del giugno 2009, per poi stabilizzarsi su livelli ancora leggermente inferiori fino alla seconda metà del 2011. Il minor costo del credito ha permesso la forte ripresa della dinamica degli impieghi tra la seconda metà del 2010 e l'estate del 2011. Non a caso, il 2010 era stato interpretato da

alcuni come un primo segnale di ripresa. L'OECD [2010], ad esempio, scriveva che *“la recessione in Italia è finita a metà del 2009 [... ma] la ripresa secondo le previsioni procederà a passo limitato nel complesso del 2010, rinforzandosi un po' nel 2011”*. Tuttavia, proprio a partire dal terzo trimestre del 2011 sembra potersi collocare l'inizio della seconda fase della crisi, in corrispondenza dell'aggravarsi della crisi europea e dell'ampliarsi del differenziale tra i rendimenti dei titoli di Stato italiani e quelli tedeschi.

Figura 1: L'andamento e il costo del credito in Italia, 2004-2012



Note: Lo spread è definito come il differenziale tra i rendimenti dei titoli di stato decennali italiani e tedeschi. I tassi di interesse attivi sono i tassi medi sul totale delle operazioni a revoca della clientela residente. Il volume degli impieghi riguarda il totale della imprese e delle famiglie produttrici.

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e [FRED](#) database.

L'acuirsi della crisi dei debiti sovrani nell'area euro nel corso dell'estate 2011 ha innescato un rialzo significativo dei rendimenti sui debiti pubblici dei paesi periferici. La nuova fase di instabilità e i timori sulla tenuta dell'area valutaria si sono associati all'ulteriore freno della crescita degli impieghi bancari, che si sono addirittura contratti tra giugno 2011 e la fine del 2012. Questa seconda fase della crisi, a differenza della prima, non è circoscritta a un problema di quantità di credito bancario, ma è

caratterizzata anche dall'aumento del costo del credito. Come si nota dalla Figura 1, l'aumento dello spread rispetto ai Bund tedeschi si è tradotto in un aumento dei tassi di interesse applicati dalle banche al settore produttivo. Come vedremo nella Sezione 4, questo effetto contagio opera attraverso diversi canali, legati principalmente alla limitata capacità delle banche domestiche di avere accesso ai mercati interbancari internazionali. A ottobre 2011 – l'evento indicato in Figura 1 dalla seconda linea verticale – Standard & Poor's ha tagliato il rating di 24 banche italiane a causa delle tensioni sui debiti sovrani, determinando un aumento del costo della raccolta bancaria e, a cascata, un aumento del costo del credito per le imprese. Durante il 2012 e nei primi mesi del 2013 lo spread si è ridotto, anche grazie agli interventi espansivi della Banca Centrale Europea (le cosiddette operazioni di rifinanziamento a più lungo termine – ORLT – a tre anni), volti ad assicurare liquidità alle banche. Tuttavia, le tensioni sulla sostenibilità delle finanze pubbliche italiane non sono diminuite: ancora a giugno del 2013, la BCE poneva l'accento nel suo Bollettino sul fatto che, *“in base alle attese, nel 2013 il rapporto tra debito pubblico e PIL raggiungerebbe il picco di circa il 130 per cento.”* Al tempo stesso, la dinamica degli impieghi bancari non ha ancora mostrato una decisa inversione di tendenza e il costo del credito rimane elevato.

La crisi economico-finanziaria che il paese sta affrontando dal 2008 si contraddistingue quindi per due fasi distinte, inframezzate soltanto da un accenno di ripresa. La prima fase della crisi si può facilmente inquadrare con un classico *shock* esogeno: la crisi è nata e si è poi diffusa a livello globale a partire dal settore dei mutui *subprime* che ha determinato la successiva difficoltà delle principali banche di investimento negli Stati Uniti. In questo caso, l'Italia, come gli altri paesi europei, ha dovuto fronteggiare un repentino inasprimento delle condizioni di credito, dovuto al prosciugarsi del meccanismo di trasmissione della liquidità internazionale. La politica espansiva della BCE e il fatto che alcune delle banche italiane avessero una minore esposizione ai prodotti derivati rispetto alle loro controparti europee hanno fatto sì che la prima crisi, benché grave, si sia potuta parzialmente assorbire in poco più di un anno.

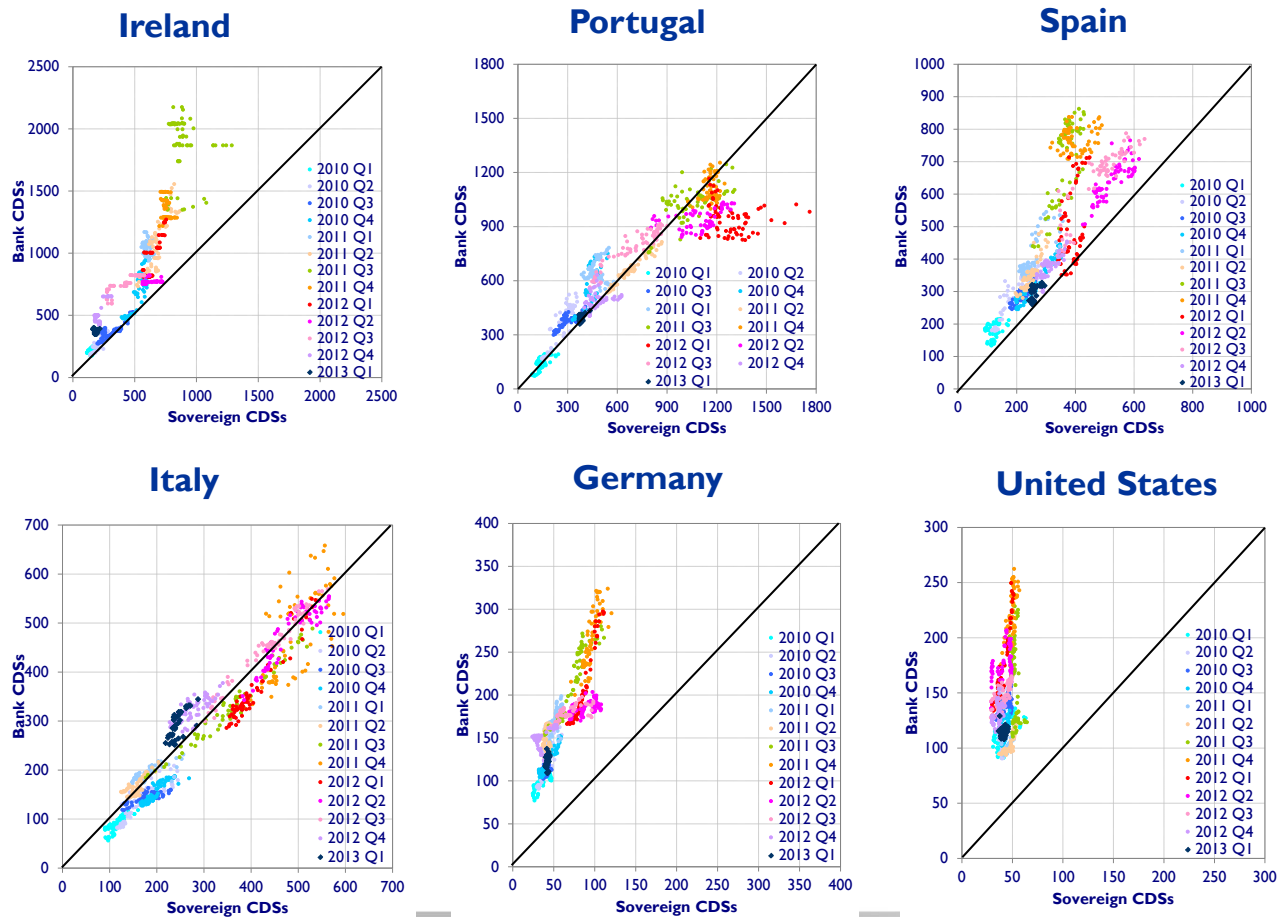
La seconda crisi, al contrario, è tutt'altro che esogena e rispecchia le debolezze e le asimmetrie delle economie all'interno dell'area euro. La contrazione del credito, in questo caso, rischia di essere più prolungata e si associa alle difficoltà di raccolta delle banche e al conseguente aumento del costo del credito, rendendo proibitive per le imprese italiane le condizioni di accesso ai finanziamenti bancari durante una fase fortemente recessiva del ciclo economico. Inoltre, la crisi bancaria è strettamente interconnessa con la crisi del debito sovrano. L'ampliamento degli spread, inizialmente ascrivibile a un effetto contagio della crisi Greca, è stato poi il risultato degli squilibri di finanza pubblica e di quelli

strutturali esterni tra paesi in surplus e paesi in deficit all'interno dell'eurozona [Alessandrini et al. 2013]. Entrano in gioco diversi fattori che pongono lo spread al centro di un circolo vizioso destabilizzante che parte dalla crisi di fiducia degli investitori internazionali sulla sostenibilità del debito pubblico e sui mancati aggiustamenti degli squilibri negli scambi tra paesi membri, frena l'afflusso di liquidità verso i paesi deficitari su entrambi i fronti del bilancio pubblico e degli scambi con l'estero, determina l'aumento dei loro tassi di interesse e quindi dello spread; di conseguenza, si aggravano i problemi di sostenibilità finanziaria e si estendono a tutti i livelli: dal settore pubblico, alle banche, alle imprese. Il risultato è la depressione economica che comporta la diffusa chiusura di imprese, il crollo degli investimenti, l'aumento della disoccupazione e mette a rischio la sostenibilità sociale.

La Figura 2 mette chiaramente in luce lo stretto legame tra crisi bancarie e crisi sovrane nei paesi periferici europei (si veda anche Acharya et al. 2013). I dati di Italia, Portogallo e Spagna mostrano una correlazione quasi perfetta tra i Credit Default Swaps (CDS) sui debiti sovrani e sul settore bancario che costituisce un indizio significativo della presenza del circolo vizioso che abbiamo appena descritto. Al contrario, la Germania – così come i paesi centrali per l'area euro – e in misura ancora maggiore gli Stati Uniti mostrano una correlazione quasi assente tra il rischio sovrano e il rischio bancario e indicano che le situazioni di difficoltà del settore bancario, successive al fallimento di Lehman Brothers, non hanno avuto ripercussioni sulla rischiosità del debito pubblico.

Nel prossimo paragrafo affronteremo il problema dell'identificazione di fenomeni di restrizione del credito durante una fase di crisi globale. Nel terzo paragrafo ci soffermeremo sulla crisi bancaria post-Lehman, mentre nel quarto paragrafo analizzeremo la seconda crisi bancaria successiva alla crisi del debito pubblico. Infine, alcune considerazioni conclusive sulle possibili linee di intervento necessarie per cercare di far ripartire il mercato del credito e la domanda aggregata saranno presentate nel paragrafo conclusivo.

Figura 2: La relazione tra i Credit Default Swaps (CDS) sui debiti sovrani e sul settore bancario: Europa e Stati Uniti.



Note: Il grafico riporta, per ciascun paese, la relazione tra gli spread sui CDS dei debiti sovrani (sull’asse delle ascisse) e gli spread sui CDS bancari (sull’asse delle ordinate) tra 2010:q1 e 2013:q1. Ogni punto sul grafico corrisponde alla combinazione tra CDS sovrani e bancari in un determinato giorno.

Fonte: Banca Centrale Europea.

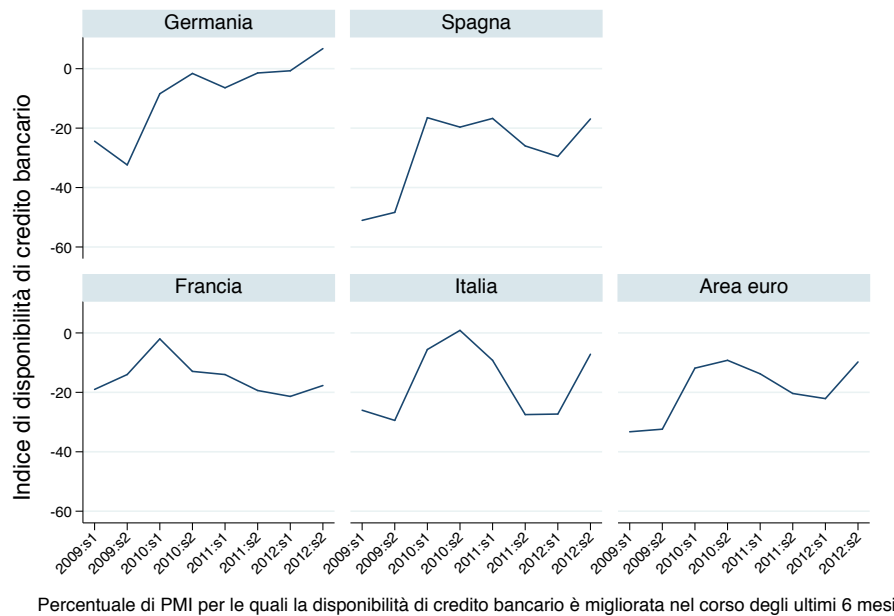
2. Contrazione della domanda o restrizione dell’offerta?

Da oltre cinque anni, ormai, le imprese italiane fronteggiano una situazione di crisi particolarmente severa. In particolare, il confronto con la situazione europea mette in luce come la seconda crisi non interessi tutti i paesi con la stessa intensità. Dalla Figura 3, costruita sulla base dell’indagine sull’accesso al credito delle PMI europee, emerge come le imprese italiane abbiano percepito una contrazione della disponibilità di credito tra la metà del 2010 e la metà del 2011 in maniera più severa rispetto al campione di imprese dell’area euro (panel a). I dati che si riferiscono ai singoli paesi

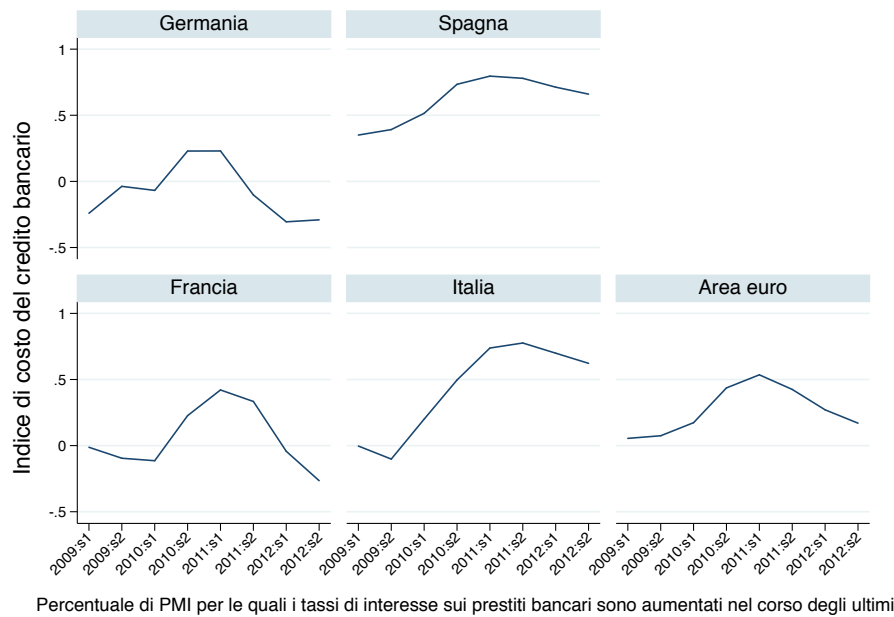
confermano come la crisi europea stia evidenziando un'Europa a due velocità. La profonda frattura tra il centro e la periferia si riflette anche in un mercato del credito duale, con la Germania che non sembra aver dovuto affrontare una nuova contrazione del credito nell'ultimo biennio, e la Spagna e l'Italia (ma anche la Francia), dove invece gli indici di disponibilità di credito hanno continuato a registrare valori molto negativi. Se si osserva il costo del credito (panel b) le indicazioni che emergono sono analoghe e suggeriscono il forte legame tra crisi del debito e *credit crunch*. Italia e Spagna, essendo paesi più esposti all'incremento degli spread sui titoli del debito pubblico, hanno registrato un diffuso e persistente aumento del costo del credito. In Francia e soprattutto in Germania la quota di imprese che ha lamentato un aumento del costo del credito è stata significativamente inferiore. Inoltre, in entrambi i paesi l'aumento dei tassi è stato temporaneo e a fine 2012 la quota di imprese che dichiaravano una diminuzione dei tassi era superiore alla percentuale di quelle che invece dichiarava tassi in aumento.

Tuttavia, come sempre avviene durante i periodi di crisi globale dell'economia, quando sia la domanda di credito, sia le determinanti dell'offerta – rischio della clientela e condizioni interne alle banche – subiscono forti variazioni, non è facile identificare le cause che provocano la riduzione del credito e l'eventuale esistenza di fenomeni di *credit crunch* che riflettano uno spostamento a sinistra della curva di offerta di credito a parità di merito di credito dei prenditori [Bernanke e Lown 1991]. La contrazione nel volume dei prestiti erogati alle imprese potrebbe, infatti, essere dovuta a una minore domanda di credito del settore privato o a un peggioramento della sua qualità. Attese di scarsa crescita e forte incertezza sul futuro e sul piano istituzionale potrebbero ridurre la propensione all'investimento e rendere più rischioso per le banche il finanziamento delle imprese. D'altra parte, le banche potrebbero offrire credito a condizioni più restrittive a causa delle mutate condizioni interne ai propri istituti legate alla minore liquidità, ai maggiori costi di raccolta, e alla necessità di ridurre i rischi e mantenere adeguati indici di patrimonializzazione.

Figura 3: L'accesso al credito in Italia e in Europa



Panel (a): disponibilità di credito



Panel (b): costo del credito

Note: Per i quattro paesi europei selezionati (Germania, Spagna, Francia e Italia) e per l'area euro e per ciascun semestre (tra 2009:s1 e 2012:s2): il panel (a) riporta l'indice di disponibilità di credito, definito come la percentuale netta di piccole e medie imprese per le quali la disponibilità di credito bancario è migliorata nel corso degli ultimi sei mesi; il panel (b) riporta l'indice di costo del credito, definito come la percentuale netta di piccole e medie imprese per le quali i tassi di interesse sui prestiti bancari sono aumentati nel corso degli ultimi sei mesi.

Fonte: elaborazioni sui dati della "Survey on the Access to Finance of small and medium-sized Enterprises" (SAFE), pubblicata semestralmente dalla Banca Centrale Europea.

E' ovvio che riuscire a separare uno *shock* al lato dell'offerta da una flessione della domanda di credito ha importanti conseguenze per la politica economica, potendo orientare gli interventi del settore pubblico verso il settore privato per stimolare gli investimenti oppure verso il settore bancario al fine di stimolare l'erogazione di credito. Pur con tutti i limiti delle analisi descrittive, la Figura 4 suggerisce che, per il caso dell'Italia, entrambi i bruschi rallentamenti nell'erogazione del credito bancario sono attribuibili a un fenomeno di offerta piuttosto che di domanda. Se si osservano gli indici di domanda di credito e di restrizione dell'offerta, calcolati sulla base delle risposte delle maggiori banche alla *Bank Lending Survey* della BCE, si nota come, nel caso dell'Italia, l'irrigidimento dei criteri applicati dalle banche per l'approvazione delle linee di credito abbia preceduto il crollo della domanda sia a inizio 2009 che a fine 2011. E' inoltre interessante notare come lo stesso fenomeno non sia osservabile in Germania. Qui, la stretta creditizia post-Lehman è stata più contenuta e non si è associata a un crollo della domanda. Inoltre, le condizioni di offerta sono rimaste pressoché immutate dal 2010 in poi e la domanda di credito ha seguito un andamento ciclico, comunque molto contenuto.

Nella letteratura economica più recente – presentata e discussa più nel dettaglio nei prossimi due paragrafi – sono state proposte diverse strategie econometriche per identificare un *credit crunch*. In termini generali, questi studi hanno confermato per l'Italia le indicazioni della Figura 4. Nella fase immediatamente successiva al fallimento di Lehman Brothers, sebbene numerose imprese abbiano ridotto la domanda di credito allontanandosi dal mercato, le imprese che invece si sono rivolte al settore bancario hanno dovuto affrontare una restrizione dell'offerta di credito, che si è tradotta in maggiori tassi di razionamento². Per quanto concerne la fase più recente della crisi, alcuni lavori rilevano come anche in questo caso si sia di fronte a uno shock dal lato dell'offerta [Bofondi, Carpinelli e Sette 2013; Popov e Van Horen 2013].

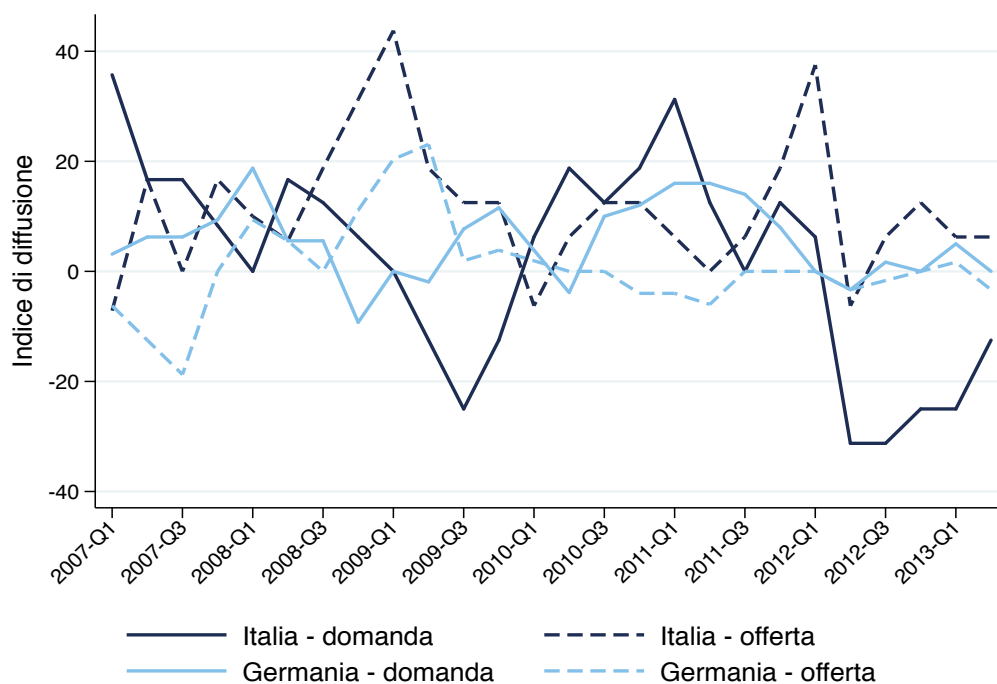
3. Crisi finanziaria globale e crisi bancaria

Numerosi studi econometrici hanno cercato di valutare empiricamente la rilevanza delle diverse componenti della dinamica del credito erogato durante la crisi finanziaria globale innescata dallo scoppio della bolla dei sub-prime e dal successivo fallimento di Lehman Brothers. In questo paragrafo presenteremo i principali contributi relativi alla realtà italiana³.

² Si vedano, ad esempio, i contributi di Gobbi e Sette [2012] e di Presbitero et al. [2013].

³ Per le analisi relative ad altri paesi europei si rimanda, tra i tanti, a Puri et al. [2011], Jimenez et al. [2012], Popov e Udell [2012], Iyer et al. [2013] e ai lavori lì citati.

Figura 4: Domanda e offerta di credito in Italia e Germania



Note: Per i due paesi europei selezionati (Germania e Italia) e per ciascun trimestre (tra 2007:q1 e 2013:q2), il grafico riporta gli indici di diffusione relativi alla domanda di credito da parte delle imprese (domanda) e alle condizioni praticate dalle banche (offerta). L'indice di domanda è calcolato sulla base delle risposte alla domanda: "Negli ultimi tre mesi, come è mutata la domanda di prestiti e linee di credito da parte delle imprese presso la vostra banca, escludendo le normali oscillazioni stagionali?". Per il calcolo dell'indice di diffusione si associano valori numerici alle risposte di tipo qualitativo fornite dagli intermediari. I valori attribuiti sono i seguenti: 1 = notevole espansione, 0,5 = moderata espansione, 0 = sostanziale stabilità, -0,5 = moderata contrazione, -1 = notevole contrazione. L'indice di offerta è calcolato sulla base delle risposte alla domanda: "Negli ultimi tre mesi, come sono mutati i criteri applicati dalla vostra banca per l'approvazione di prestiti e l'apertura di linee di credito a favore delle imprese?". Per il calcolo dell'indice di diffusione si associano valori numerici alle risposte di tipo qualitativo fornite dagli intermediari. I valori attribuiti sono i seguenti: 1 = notevole irrigidimento, 0,5 = moderato irrigidimento, 0 = sostanziale stabilità, -0,5 = moderato allentamento, -1 = notevole allentamento. L'indice di diffusione è dato dalla media ponderata di tali valori, con pesi pari alle frequenze osservate. Il campo di variazione dell'indice è compreso tra -1 e 1.

Fonte: Banca Centrale Europea, Bank Lending Survey.

Un primo gruppo di studi applicati al caso italiano ha investigato le determinanti della dinamica del credito nella prima fase della crisi finanziaria sulla base di diverse metodologie econometriche e facendo uso di diverse variabili. Un primo approccio si basa sulla stima della domanda di credito nell'ipotesi che uno scostamento tra la dinamica effettiva del credito erogato e quella stimata dalla funzione di domanda possa riflettere uno shock dal lato dell'offerta che si scarica sulla quantità di credito e non sul suo costo. Un esercizio di questo tipo, riprendendo il modello di domanda di credito di Casolaro et al. [2006] è presentato in Panetta e Signoretti [2010] per esaminare il contributo dei fattori

di domanda e offerta sull'andamento degli impieghi bancari alle imprese. I risultati indicano residui della domanda di credito stimata che a partire dallo scoppio della crisi diventano sistematicamente negativi e crescenti col dispiegarsi della crisi stessa e che gli autori stimano potrebbero rappresentare una riduzione dell'offerta di credito di circa 1,5 punti percentuali nell'ultimo periodo della loro analisi (terzo trimestre del 2008 – terzo trimestre del 2009).⁴ L'approccio in esame presenta tuttavia delle limitazioni in quanto ipotizza, da un lato, l'invarianza della funzione di domanda di credito e dall'altro i risultati potrebbero essere fuorvianti nella misura in cui l'irrigidimento dell'offerta di credito andasse ad influenzare, come è probabile, alcune variabili esplicative della funzione di domanda (ad esempio il PIL o il tasso di interesse).

Stesso obiettivo, riferito allo stesso periodo d'indagine, si ritrova in Del Giovane et al. [2011] i quali, utilizzando metodi diversi e dati più ampi, giungono a conclusioni più articolate. In particolare, gli autori combinano le informazioni qualitative sulle condizioni di domanda e offerta di credito contenute nella *Bank Lending Survey* dell'Eurosistema⁵ con i microdati sull'ammontare e sui tassi d'interesse dei singoli prestiti per spiegare le dinamiche del credito. In primo luogo, cercano di separare gli effetti della domanda e dell'offerta. In secondo luogo, dal lato dell'offerta esplorano l'importanza relativa degli effetti associabili al *credit crunch*, come sopra inteso, e degli effetti riconducibili ad una maggiore rischiosità dei prenditori. I risultati individuano effetti significativi per entrambi gli indicatori di domanda e di offerta ricavati dalla *Bank Lending Survey*. Gli indicatori di offerta vedono aumentare la loro capacità esplicativa man mano che si sviluppa la crisi e si stima che possano spiegare una riduzione degli impieghi nel periodo 2007-09 ricompresa tra il 2,2% e il 3,1%. Della suddetta riduzione un quarto sarebbe attribuibile a costi relativi alle condizioni di bilancio delle banche, quali il livello di patrimonializzazione e di liquidità, come pure l'accesso alle fonti di raccolta; la parte restante e prevalente sarebbe invece ascrivibile alla maggiore rischiosità percepita dalle banche del quadro economico e dei prenditori.

Una serie di lavori successivi ha cercato poi di analizzare più nel dettaglio come le caratteristiche delle banche e il rapporto banca-impresa possano incidere sull'intensità della stretta creditizia. Gambacorta e Mistrulli [2011] mostrano come, a parità di rischiosità dell'impresa, i tassi di interesse sui finanziamenti bancari siano aumentati in misura minore per le imprese che prendevano a prestito

⁴ Gli stessi autori presentano anche un esercizio analogo per i prestiti alle famiglie senza però trovare risultanze significative riconducibili a variazioni dell'offerta di mutui.

⁵ Nel caso italiano le banche partecipanti alla *Bank Lending Survey* rappresentano circa il 60% dei prestiti alle imprese e dei mutui alle famiglie e sono banche di grandi dimensioni.

dalle banche più capitalizzate, liquide e attive nei prestiti tradizionali. Coerentemente con questi risultati, Albertazzi e Marchetti [2010] mettono in luce come, nei sei mesi successivi al fallimento di Lehman, le banche meno capitalizzate e meno liquide abbiano contratto l'erogazione di credito in misura maggiore. Inoltre, Albertazzi e Marchetti mostrano come le banche di dimensioni maggiori ma poco capitalizzate abbiano riallocato il credito dalla clientela più rischiosa a quella più sicura, secondo una logica di *flight-to-quality*.

Presbitero et al. [2013] confermano che, nei mesi immediatamente successivi al fallimento di Lehman Brothers, il sistema bancario ha effettivamente contratto in misura rilevante l'offerta di credito. Tuttavia, gli autori sostengono che l'entità del *credit crunch* a livello provinciale dipende più dalla presenza di banche funzionalmente distanti, ovvero banche il cui centro decisionale è lontano dalla provincia, che dal grado di capitalizzazione e rischiosità delle banche stesse. Inoltre, i risultati di Presbitero et al. indicano che le banche funzionalmente distanti non hanno contratto il credito secondo un comportamento tipo *flight to quality*, ma hanno ridotto la loro esposizione verso tutte le imprese, incluse quelle più trasparenti e meno rischiose, evidenziando una propensione al finanziamento delle imprese funzionalmente più vicine (*home bias*).

L'importanza del radicamento territoriale delle banche e di rapporti stabili e esclusivi con le imprese durante il periodo post-Lehman trova ulteriore conferma negli studi di Barboni e Rossi [2012], Gobbi e Sette [2012] e Gambacorta e Mistrulli [2011]. Barboni e Rossi mostrano come le imprese che sono indebitate prevalentemente con le banche locali (definite come le banche che concentrano la loro attività creditizia in pochi e piccoli sistemi locali del lavoro) hanno sperimentato una minore probabilità di essere razionate durante il biennio 2008-2009. Gobbi e Sette forniscono una serie di evidenze che dimostrano come l'intensità del legame tra banca e impresa, misurato in termini di distanza tra le parti e di durata della relazione di credito, eserciti un ruolo favorevole sulla disponibilità di credito in periodi di crisi. Nell'anno successivo al fallimento di Lehman Brothers, le imprese con rapporti più stretti con le banche hanno giovato di una minore contrazione del credito e di un aumento dei tassi di interesse più contenuto rispetto a imprese con un simile livello di rischio, ma con legami più tenui con le banche. I risultati di Gambacorta e Mistrulli [2011], relativi all'andamento dei tassi di interesse, confermano l'effetto benefico del *relationship lending*.

4. Crisi sovrana e crisi bancaria

Mentre nel caso della prima crisi bancaria l'esogeneità dello shock (il fallimento di Lehman Brother) rispetto alle banche italiane non è in discussione, nel caso della seconda crisi bancaria concomitante alla crisi del debito pubblico la prima questione da affrontare è quella del nesso causale e dei canali di influenza.

4.1. Debiti sovrani e settore bancario: i canali di influenza

In letteratura la questione delle crisi dei debiti sovrani è stata principalmente analizzata per gli effetti sulla capacità futura dei governi di tornare ad accedere al mercato dei capitali⁶ o per gli effetti della crisi sovrana sul credito al settore privato. In particolare, questo secondo filone di indagine si è incentrato sulla situazione dei paesi emergenti dove tipicamente la quota dei prestiti esteri sugli afflussi di capitale del paese raggiunge spesso valori elevati⁷.

In seguito alla crisi finanziaria recente un'altra dimensione delle crisi dei debiti sovrani ha attirato l'attenzione degli studiosi, ovvero la relazione tra la situazione squilibrata della finanza pubblica di un paese avanzato da un lato e il corrispondente sistema bancario nazionale dall'altro.

La relazione tra stato delle banche e stato della finanza pubblica è potenzialmente bidirezionale⁸. Queste interazioni possono partire da una crisi bancaria, la quale può avere due effetti sui bilanci pubblici e sul costo del debito: uno diretto, che opera attraverso un peggioramento del bilancio pubblico (effetto spesa), l'altro indiretto, che opera attraverso il peggioramento delle aspettative degli investitori (effetto aspettativa).

L'effetto spesa si realizza concretamente con interventi di sostegno pubblico al capitale delle banche. Lo scopo è quello di evitare i rischi di *default* di banche importanti, che vengono accentuati da corse agli sportelli da parte dei depositanti, con effetti diffusivi di contagio sistemico. Al salvataggio pubblico delle banche hanno fatto ricorso gli Stati Uniti e il Regno Unito, nei primi mesi della crisi 2007-2008. L'utilità di questi interventi è stata dimostrata dagli effetti destabilizzanti che ha provocato

⁶ Si tratta in prevalenza di una letteratura empirica che ha prodotto risultanze contrastanti. Per una rassegna recente sulle crisi sovrane e sulle loro conseguenze si vedano Panizza et al. [2009] e Reinhart e Rogoff [2010].

⁷ Si veda, tra gli altri, Arteta e Hale [2008] che mostrano come durante la fase di rinegoziazione e dopo quella di ristrutturazione del debito in un ampio gruppo di paesi emergenti il credito estero alle imprese private si riduce in media di circa il 20 %.

⁸ Si veda, tra gli altri, Acharya et al. [2013], Mody e Sandri [2012], Caruana e Avdjiev [2012], Lane [2012], e Shambaugh [2012].

il mancato salvataggio della Lehman Brothers nel settembre 2008. Gli interventi pubblici a sostegno delle banche sono stati effettuati anche nell'area dell'euro per valori rilevanti: "A fine 2012 il sostegno dello Stato alle banche commerciali ammontava all'1,8% del PIL in Germania, al 4,3% in Belgio, al 5,1% nei Paesi Bassi, al 5,5% in Spagna, al 40% in Irlanda e solo allo 0,3% in Italia" [Banca d'Italia, 2013]. La discriminante per compiere questi interventi pubblici è costituita dagli spazi fiscali disponibili nei singoli paesi. Non è un caso che, al di là delle scelte politiche di allocazione della spesa pubblica, l'Italia sia il paese che meno ha contribuito al sostegno pubblico del proprio sistema bancario, avendo la più alta incidenza del debito pubblico sul PIL. La coperta è corta: intervenire per attenuare la crisi di fiducia nel sistema bancario aggrava il debito pubblico e accentua la crisi di fiducia sulla sostenibilità delle finanze pubbliche. Su questo aspetto torneremo nelle considerazioni conclusive.

L'effetto aspettativa conferma ulteriormente la rilevanza discriminante del livello del rapporto debito/PIL nella trasmissione della crisi bancaria alla crisi delle finanze pubbliche. Affinché le difficoltà delle banche possano ripercuotersi negativamente sulla sostenibilità del debito sovrano non è necessario che si verifichi un intervento effettivo del settore pubblico nel capitale delle banche, bensì è sufficiente che i mercati anticipino l'esistenza di una garanzia implicita dello Stato nei confronti delle banche che, dato il livello del debito, non potrà essere mantenuta se non destabilizzando il rapporto debito/PIL. Pertanto, in paesi ad alto debito come l'Italia, dove il sistema bancario domestico è fortemente impegnato nel finanziamento e nel collocamento presso i suoi depositanti del debito pubblico, gli investitori internazionali, di fronte alle difficoltà finanziarie del sistema bancario domestico, potrebbero anticipare le difficoltà di rifinanziamento del debito sovrano, ridurre gli investimenti in titoli pubblici e privati e in depositi bancari, innescando una crisi di liquidità a danno del settore pubblico, delle banche e dell'economia nazionale. Questo circuito vizioso viene ulteriormente aggravato dal declassamento dei rating, come vedremo più avanti.

Gli interventi pubblici di governi molto indebitati per salvare i sistemi finanziari nazionali sotto-capitalizzati rischiano di essere una vittoria di Pirro, poiché il deterioramento della posizione fiscale che ne deriva ha, a sua volta, effetti sulla capacità delle banche di erogare credito [Acharya et al. 2013]⁹.

⁹ A questo proposito, Acharya et al. [2013] analizzano i paesi dell'eurozona nel periodo successivo al primo salvataggio da parte del governo irlandese delle sei principali banche nazionali nel Settembre 2008 e mostrano come, pur tenendo conto della rischiosità della singola banca e delle variazioni del contesto macroeconomico, un aumento degli spread dei CDS sul debito sovrano si sia associato ad un significativo incremento degli spread dei CDS bancari. Risultati simili sono confermati

Il legame tra stabilità finanziaria e sostenibilità fiscale, infatti, ha effetti anche nella direzione opposta, ovvero dal rischio sovrano al rischio delle banche e opera attraverso diversi canali.

In primo luogo, le condizioni della finanza pubblica producono *effetti indiretti* sulle banche tramite l'influenza sulle condizioni generali del sistema economico di un paese. Il deterioramento macroeconomico conseguente alla diminuzione degli spazi fiscali per manovre espansive e, ancor più, se aggravato da esigenze di rigore fiscale si tradurrà in una minore domanda di credito, in una possibile caduta della sua qualità e in un inasprimento delle condizioni di offerta, incluso un innalzamento del suo costo.

E' molto probabile, ad esempio, che l'accentuarsi della percezione del rischio sovrano determini riduzioni della domanda aggregata a causa di aggiustamenti fiscali più rapidi e consistenti e a causa di un calo generale della fiducia che impatta negativamente sulle decisioni di investimento degli operatori¹⁰. Più in particolare, il calo della domanda aggregata può comportare tre effetti distinti sulle imprese. Primo, le imprese registreranno un calo dei rispettivi profitti, vedendo ridursi il valore delle stesse imprese che a sua volta renderà più stringenti le valutazioni sul merito creditizio. Secondo, a seguito della riduzione del fatturato, le imprese tenderanno ad accumulare scorte indesiderate, con conseguenti revisioni dei livelli produttivi e dei piani di investimento che comportano riduzioni della domanda di credito. In ultimo, ma non meno importante, il calo delle vendite può spingere alcune imprese verso situazioni di tale difficoltà da riverberarsi sulla rispettiva capacità di ripagare i finanziamenti ottenuti dal sistema bancario. Il complessivo deterioramento della qualità del credito che ne consegue potrebbe tradursi in perdite per le banche con conseguente riduzione del relativo patrimonio inficiando per questa via la capacità delle stesse banche di erogare ulteriore credito. Si attiva un meccanismo di trasmissione negativo che agisce sulle banche, dovuto al *balance sheet channel* innescato dalle perdite su crediti dovute alle maggiori difficoltà delle imprese.

La domanda di credito reagirà anche alle variazioni del costo del denaro con un'intensità che rifletterà le caratteristiche sia del legame tra tassi di interesse di lungo periodo e tassi bancari, sia dell'elasticità della domanda di credito al tasso di interesse. In generale, un deterioramento dei conti

dall'analisi di De Bruyckere et al. [2012], che documentano la presenza di significativi effetti di contagio tra il rischio sovrano e la rischiosità del sistema bancario.

¹⁰ Nel caso il paese in esame fosse ricorso a un sostegno finanziario estero per fronteggiare la crisi, un orientamento più restrittivo delle politiche macroeconomiche, e di quelle fiscali in particolare, potrebbe anche essere la diretta conseguenza della *conditionality* imposta da un'eventuale aiuto ufficiale fornito da un'istituzione sovranazionale o da un'istituzione finanziaria internazionale.

pubblici può produrre effetti sui tassi a lungo termine per diversi motivi. A parità di risparmio, infatti, il finanziamento degli squilibri dei conti pubblici compete con la domanda di finanziamenti del settore privato spingendo verso l'alto il tasso reale di interesse. In aggiunta, timori sulla sostenibilità del debito pubblico, come pure più elevate aspettative inflazionistiche, di deprezzamento del cambio e del rischio di ridenominazione associate a squilibri della finanza pubblica, possono portare i mercati a richiedere premi per il rischio più elevati con ulteriori rialzi dei tassi di interesse. Nello specifico anche il livello dei tassi di interesse bancari risentirà con tutta probabilità delle condizioni della finanza pubblica. In altre parole, lo spread che il paese con tensioni sui suoi conti pubblici deve sopportare per collocare il suo debito sui mercati si rifletterà inevitabilmente sullo spread che gli operatori nazionali, e in primis le banche, devono assicurare per raccogliere risorse sui mercati internazionali. A cascata quelle condizioni più onerose impatteranno sul premio al rischio e quindi sul livello dell'intera struttura dei tassi di interesse, con i valori più alti che si applicheranno a famiglie e imprese in quanto richiedenti ultimi nella catena dell'intermediazione creditizia.

Ci sono poi diversi *effetti diretti* sul sistema bancario causati dalle tensioni sui mercati dei titoli dei debiti sovrani. Anzitutto, difficoltà crescenti nel collocare sui mercati i titoli di debito pubblico potrebbero spingere i governi e le autorità nazionali a fare pressione sui rispettivi sistemi bancari affinché sottoscrivano titoli pubblici nazionali. Il risultato potrebbe portare a un'eccessiva presenza di titoli pubblici nei bilanci delle banche con conseguenti effetti negativi sulla struttura dei bilanci, maggiori rischi e condizioni di liquidità più tese. Se poi comunque le turbolenze sui debiti sovrani dovessero riflettersi, come è probabile, in una caduta dei prezzi dei titoli pubblici si determinerebbero perdite nei portafogli finanziari delle banche indebolendone la redditività e probabilmente la solidità patrimoniale¹¹. Nel momento in cui la conseguente riduzione del patrimonio di vigilanza dovesse richiedere e avviare un processo di *deleveraging* si determinerebbero effetti negativi sull'offerta di credito per il tramite del *balance sheet channel*, attivato questa volta da perdite su titoli.

La riduzione dei prezzi dei titoli sovrani comporta inoltre una perdita di valore delle garanzie quando gli stessi titoli pubblici sono offerti come collaterale per la raccolta bancaria all'ingrosso, ad esempio in operazioni pronti contro termine tra banche, o quando sono utilizzati per accedere al

¹¹ L'impatto è particolarmente rilevante quando le variazioni dei corsi interessano i titoli pubblici nazionali rispetto ai quali le rispettive banche tendono a concentrare la composizione dei loro portafogli (*home bias*).

rifinanziamento della banca centrale¹². A sua volta la perdita di valore delle garanzie limita la capacità di raccolta della banca e conseguentemente la sua possibilità di sostenere la rispettiva offerta di credito (*liquidity channel*).

Un ulteriore meccanismo di trasmissione dei rischi sovrani al settore bancario, analogo a quello precedente che può impattare sulla liquidità, opera mediante le variazioni dei rating delle banche grazie al legame che sussiste tra rating degli stati sovrani e rating dei rispettivi emittenti (pubblici e privati). In generale, infatti, il rating sul debito pubblico costituisce un tetto per le valutazioni formulate dalle agenzie di rating sugli altri emittenti dello stesso paese.

Come abbiamo già visto, l'esistenza di tensioni nel bilancio pubblico potrebbe anche spingere il mercato a ritenere che il paese possa non disporre delle risorse finanziarie necessarie per salvaguardare la stabilità del suo sistema bancario, mettendo in discussione l'efficacia di eventuali schemi di garanzia pubblica, sia espliciti che impliciti. Ne soffrirebbe in questo caso la fiducia e la percezione del rischio che il mercato associa alle banche di quel paese con riflessi e decisioni conseguenti sui meccanismi di determinazione dei rating e delle condizioni del mercato dei capitali e della liquidità applicabili alle stesse banche. Una riduzione del rating non solo può accrescere il costo della raccolta bancaria, ma, se la valutazione scende sotto determinati livelli, ne può minare anche la stessa disponibilità mediante l'esclusione delle passività della banca declassata dal novero dei titoli acquistabili da determinati investitori privati ed istituzionali.

Conseguentemente le banche appartenenti al paese con difficoltà delle finanze pubbliche si ritroveranno a dover fronteggiare un maggiore costo della raccolta sui mercati internazionali. Nella misura in cui il ricorso alla raccolta all'ingrosso sui mercati internazionali dei capitali rappresenta una caratteristica strutturale di un sistema bancario nazionale, perché come nel caso italiano il livello degli impieghi supera la capacità di raccolta sul mercato domestico, un aumento dei tassi richiesti sui mercati interbancari internazionali determinerà un corrispondente aumento del costo della raccolta totale che a sua volta, tramite un meccanismo di mark-up nella determinazione dei tassi di interesse bancari attivi, si tradurrà in un aumento del costo dei finanziamenti per i prenditori finali (*price channel*).

In sintesi, i canali diretti di influenza individuati indicano che un aumento delle tensioni sul fronte della situazione delle finanze pubbliche debba tradursi in un deterioramento delle condizioni delle

¹² La riduzione del valore delle garanzie può a sua volta determinare la ricostituzione dei margini (*margin calls*) o di rivalutazione degli scarti di garanzia (*haircuts*), o portare all'esclusione dei titoli dal novero degli strumenti finanziari accettati dalla banca centrale per dare corso alle operazioni di rifinanziamento.

banche che a sua volta impatterà negativamente sulla disponibilità e sul costo del credito al sistema economico.

4.2. Crisi del debito e crisi bancaria: il caso italiano

Come noto, dalla fine del 2009 le tensioni sul debito sovrano italiano si sono accresciute. Queste tensioni si sono manifestate in vario modo e possono essere misurate con vari indicatori. Al riguardo, la misura più comune e utilizzata è il differenziale di rendimento sul mercato secondario tra i titoli di Stato a dieci anni italiani e tedeschi. Come risulta evidente dalla Figura 1, il differenziale in parola è rimasto pressoché costante e sostanzialmente contenuto per quasi tutto il decennio scorso¹³, mentre ha iniziato a muoversi con lo scoppio della crisi dei *subprime* nel 2007, registrando una crescita significativa a partire dal 2009 e raggiungendo livelli molto elevati nell'estate del 2011¹⁴.

Gli alti livelli raggiunti dalle turbolenze sul debito pubblico italiano si sono ripercossi sulla rischiosità percepita dai mercati relativamente alle banche italiane. Una misura dell'intensità di questo legame può essere ricavata osservando i co-movimenti tra i CDS sui titoli sovrani e sulle rispettive banche nazionali. Per la maggioranza dei paesi dell'area dell'euro la correlazione tra i due CDS è stata positiva con un netto trend crescente man mano che si dispiegavano gli effetti della crisi europea¹⁵, ma è risultata specialmente elevata per i cosiddetti paesi PIIGS¹⁶. In particolare, è stata l'Italia a registrare la misura della correlazione più alta (anche sopra lo 0,8), valore che ha raggiunto un massimo nel terzo trimestre del 2012 [Rixtel e Gasperini, 2013].

¹³ Dopo l'introduzione dell'euro, nel gennaio 1999, la caduta dei premi al rischio sui titoli dei debiti pubblici dei diversi paesi dell'euro ne aveva quasi azzerato i differenziali tra i rispettivi tassi di rendimento, riflettendo la percezione dei mercati che la probabilità di default dei titoli sovrani europei fosse sostanzialmente trascurabile. In quella fase i movimenti nei differenziali di rendimento risultavano molto contenuti e praticamente casuali nel breve periodo. Si veda, tra gli altri, Ehrmann et al. [2011].

¹⁴ Una corretta valutazione della dinamica dello spread con riferimento alla sua capacità di misurare la percezione degli squilibri della finanza pubblica italiana deve comunque tener conto di due fattori che hanno parzialmente operato in questi anni recenti. In primo luogo, gli interventi della BCE, e segnatamente quelli sui tassi di mercato e gli acquisti di titoli pubblici italiani, che hanno in parte contenuto il rialzo del rendimento dei titoli italiani. In secondo luogo, l'andamento dello spread ha riflesso anche il livello dei rendimenti dei *bund* tedeschi sul quale, in periodi di turbolenza finanziaria, fenomeni di *flight to quality* hanno agito comprimendone i rendimenti senza per contro influenzare quelli dei titoli italiani.

¹⁵ La correlazione, calcolata su una media mobile di 90 giorni sulle variazioni giornaliere dei CDS sui titoli sovrani e sui titoli delle banche, si è rafforzata dopo il gennaio 2009. Si veda, tra gli altri, Mody e Sandri [2012] e Rixtel e Gasperini [2013].

¹⁶ Con l'acronimo PIIGS ci si riferisce a Portogallo, Irlanda, Italia, Grecia e Spagna.

E' interessante notare come la misura della correlazione in esame si sia ridotta in concomitanza con gli interventi di supporto internazionale verso i paesi periferici dell'area dell'euro. Questo aspetto ha interessato direttamente Grecia, Portogallo e Irlanda, ma indirettamente ha riguardato anche Spagna e Italia, segnatamente sia quando la BCE ha riattivato, nell'agosto 2011, il suo *Securities Markets Program*, sia quando ha annunciato, nel settembre 2012, le modalità operative delle operazioni monetarie definitive (*Outright Monetary Transactions*). Questa semplice evidenza sembra quindi suggerire che i vari interventi delle autorità abbiano contribuito ad alleviare le preoccupazioni del mercato circa la relazione negativa tra crisi dei debiti sovrani e tensioni sulle banche europee [Barth et al., 2012; Blundell e Wignall, 2012].

Le tensioni sul debito pubblico, in combinazione con gli andamenti reali e prospettici dell'economia italiana, hanno prodotto una situazione critica che ha colpito negativamente tramite diversi canali l'offerta e la domanda di credito.

Sul fronte macroeconomico, l'acuirsi e il conseguente avvitamento della crisi economica italiana hanno agito soprattutto sulla componente interna della domanda aggregata. Le politiche di rigore fiscale concordate a livello europeo hanno nel breve periodo accentuato le dinamiche negative della domanda. Il tutto all'interno di una situazione di instabilità politica che negli anni più recenti ha contribuito ad alimentare l'incertezza sulle politiche economiche e sugli approcci di riforma realizzabili per fronteggiare la crisi congiunturale e strutturale del paese. Ne ha sofferto il livello di fiducia nelle prospettive dell'Italia con effetti diretti sul livello dei nuovi investimenti e quindi sulla domanda di credito.

Nel caso italiano, l'acuirsi della fase recessiva ha non solo indebolito la domanda di nuovi finanziamenti, ma ha certamente determinato anche variazioni nelle condizioni e nelle disponibilità dell'offerta di credito. La qualità dei debitori, già alquanto deteriorata, ha registrato un netto peggioramento a partire dalla seconda metà del 2011, riflettendo soprattutto il forte rallentamento dell'economia italiana. Alla fine del 2012, la quota dell'insieme delle posizioni deteriorate (sofferenze, incagli, esposizioni ristrutturare e scadute e/o sconfinanti) sul totale dei crediti erogati ammontava al 13,5%, contro l'11,2% dell'anno precedente e il 9,9% del 2010¹⁷. La caduta della qualità dei debitori si è riverberata sulle dinamiche dell'offerta di credito mediante un triplice effetto: sulla redditività, sul patrimonio e sull'appetito verso il rischio delle banche.

¹⁷ Peraltro questo incremento è principalmente riconducibile alla crescita delle sofferenze, la cui incidenza sul totale dei crediti è passata dal 5,3% di fine 2010 al 7,2% di fine 2012.

La redditività si è significativamente ridotta anche per le rettifiche e i maggiori accantonamenti che si sono resi necessari per l'aumento delle partite deteriorate. Nel 2012, il ROE per l'intero sistema, calcolato al netto delle svalutazioni degli avviamenti, si è ragguagliato allo 0,4, a fronte dell'1,7% nel 2011. Nel complesso il settore bancario italiano ha chiuso l'esercizio 2012 con una perdita di 1,9 miliardi (24,7 miliardi di perdita nel 2011 e un utile di 9,7 miliardi nel 2010). Da segnalare che questi risultati hanno risentito delle ingenti svalutazioni degli avviamenti a fronte delle peggiorate prospettive del settore. Tali rettifiche non si sono comunque riverberate sull'adeguatezza patrimoniale, essendo l'avviamento una posta che deve essere dedotta dalla definizione del patrimonio di vigilanza.

A seguito degli accresciuti accantonamenti è molto probabile che le banche abbiano cercato di attutirne l'effetto sul conto economico inasprendo le condizioni applicate ai finanziamenti¹⁸. Nei casi più critici, il deterioramento della qualità del credito si è tradotto in conti economici in rosso che hanno eroso il patrimonio delle banche. I vincoli sull'adeguatezza patrimoniale sono diventati più stringenti. Di conseguenza, le banche hanno dovuto contenere i prestiti all'economia. Per coloro che ci sono riuscite, l'alternativa è stata quella di aumentare il capitale, operazione difficile da realizzare in periodi di recessione e, soprattutto, poco opportuna perché mette in concorrenza le banche con le imprese nella allocazione delle scarse risorse disponibili per gli investimenti in capitale di rischio. Infine penalizza ulteriormente l'economia la probabile revisione verso il basso del *risk appetite* delle banche rispetto alle possibilità di impiego alla luce delle accresciute sofferenze e delle più difficili e incerte prospettive prodottesi con la nuova situazione in cui versa l'economia del paese.

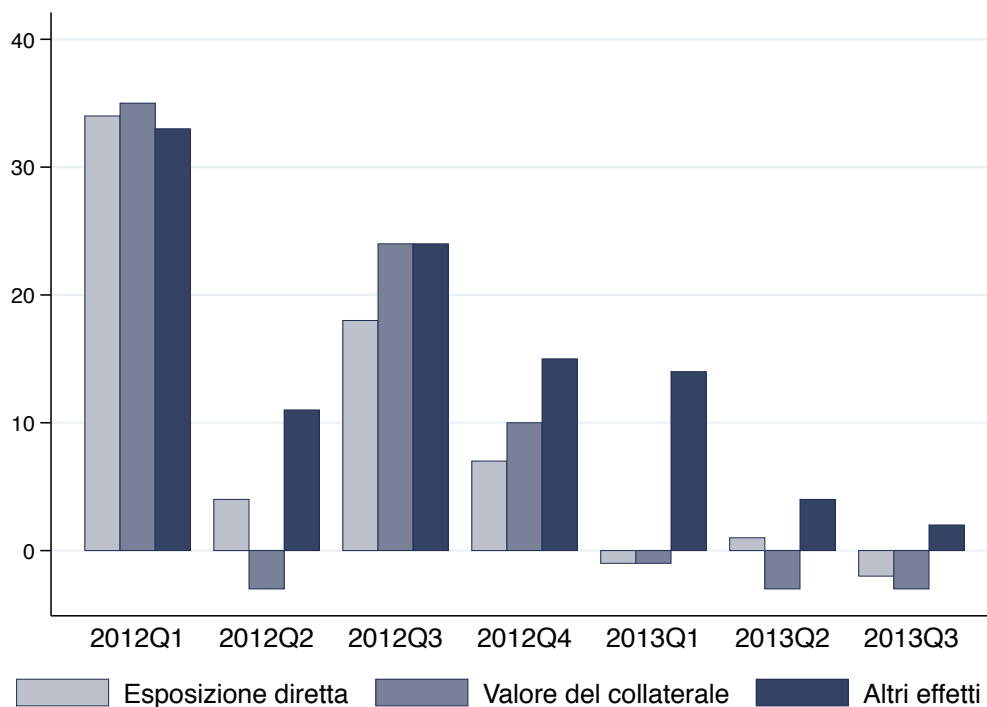
L'offerta di credito può essere stata influenzata anche dalla relazione tra debito sovrano e raccolta bancaria. In generale, la crisi dei debiti sovrani europei ha ridotto significativamente l'accesso al mercato interbancario internazionale, privando in buona parte la disponibilità della componente estera della raccolta bancaria e spingendo le banche a ricorrere ad altre forme di raccolta o a contenere la dimensione degli attivi di bilancio¹⁹. A livello europeo, i dati pubblicati dalla Banca Centrale Europea mostrano come la differenza tra la quota di banche che ha dovuto affrontare un deterioramento delle condizioni di finanziamento e la quota delle banche per le quali le condizioni sono migliorate è stata superiore a 30 punti percentuali durante il primo trimestre del 2012 e poi ancora superiore a 20 punti percentuali nel terzo trimestre dello stesso anno (Figura 5). In particolare, il deterioramento delle

¹⁸ Per l'intero settore, nel corso del 2011, gli accantonamenti e le rettifiche di valore per le perdite su crediti sono cresciuti del 4,8%, con un'incidenza sul risultato di gestione pari al 65,4%, circa 8 punti percentuali in più rispetto a quanto osservato nell'anno precedente.

¹⁹ Si vedano al riguardo Cardillo e Zaghini [2012] e Rixtel e Gasperini [2013].

condizioni di finanziamento è attribuibile in percentuali piuttosto simili all'esposizione diretta verso i titoli del debito pubblico dei paesi periferici, alla riduzione del valore del collaterale, che rende più difficile e costoso l'accesso al mercato interbancario, e ad altri fattori, legate alle tensioni sui mercati finanziari. Questi fattori, presumibilmente legati al rischio paese, mostrano una maggiore persistenza e permangono una delle ragioni del difficile finanziamento delle banche tra la fine del 2012 e l'inizio del 2013.

Figura 5: L'impatto della crisi debitoria europea sul finanziamento delle banche



Note: Il grafico riporta, per il periodo 2012:q1 - 2013:q3, la differenza tra la percentuale delle risposte che indicano un deterioramento delle condizioni di finanziamento e la percentuale di quelle che indicano allentamento delle condizioni di finanziamento, dovute a: 1) l'esposizione diretta verso i debiti sovrani, 2) una riduzione del valore del collaterale e 3) altri effetti. Il campo di variazione dell'indice è compreso tra -100 e 100.

Fonte: Banca Centrale Europea, Bank Lending Survey.

Per quanto riguarda il nostro paese, secondo quanto pubblicato dalla Banca d'Italia [2012a], prima dell'aggravarsi della crisi sul debito pubblico italiano (estate del 2011), le banche italiane si caratterizzavano per una posizione debitoria netta sull'estero pari a circa 100 miliardi di dollari. A seguito degli sviluppi della crisi le passività sull'estero delle banche hanno registrato una netta

contrazione, fino a trasformare la posizione netta sull'estero in una posizione leggermente creditoria già alla fine del 2011. A questa data le passività estere delle banche italiane si ragguagliavano a 870 miliardi di dollari, pari al 21% delle passività totali. Il dato del sistema riflette una grande eterogeneità tra i diversi istituti; sono infatti le banche più grandi che ricorrono per la gran parte alla raccolta estera. Alla fine del febbraio 2012, le passività sull'estero erano scese al 18,8%. Per la parte restante la raccolta del settore bancario italiano era costituita per il 47,5% da depositi sull'interno, per il 25,3% da obbligazioni bancarie, e per l'8,4% da passività nei confronti della BCE.

L'accresciuto ricorso a quest'ultima componente della raccolta ha contribuito sia a ridurre il costo complessivo sia a migliorare la posizione di liquidità delle banche. Da un lato, il maggior ricorso al rifinanziamento della BCE ha compensato l'incremento dei tassi di interesse corrisposti sulla componente interna e sull'estero, e dall'altro ha allentato l'effetto negativo sull'offerta di prestiti dovuto a tensioni sul fronte della posizione di liquidità delle banche. Quest'ultima aveva risentito delle tensioni sui mercati interbancari, ma è tornata su livelli più normali in seguito all'operazione di rifinanziamento a lungo termine effettuata dalla BCE a fine 2011 [Banca d'Italia, 2012b].

Una serie di lavori ha poi cercato di misurare, utilizzando dati aggregati, l'impatto del deterioramento della sostenibilità dei debiti pubblici sull'erogazione di credito da parte del settore bancario alle imprese. Neri [2013] mostra che un aumento di 100 punti base dello spread sui titoli del debito pubblico italiano è associato con un aumento dei tassi di interesse alle imprese non finanziarie pari a 33 punti base nel trimestre successivo. Effetti simili, benché minori, sono osservabili per gli altri paesi periferici, mentre lo spread sui titoli governativi non ha effetti sui tassi bancari nei paesi centrali. L'effetto dello spread sui tassi attivi bancari viene confermato per il mercato italiano da Zoli [2013], che calcola un coefficiente di pass-through pari a circa il 30-40% su base trimestrale e pari a 50-60% su base semestrale, e da Albertazzi et al. [2012], le cui regressioni indicano un effetto pari al 50% su base trimestrale e pari al 100% dopo un anno.

L'utilizzo di dati aggregati, tuttavia, pone alcuni problemi relativi all'identificazione dell'effetto di spillover dalla crisi sovrana a quella bancaria, poiché non tiene conto dei fattori di domanda, che possono influenzare la quantità e il prezzo di equilibrio. A questo proposito, Bofondi et al. [2013] utilizzano dati sui singoli prestiti in modo da poter controllare per fattori di domanda che possono distorcere la stima del *credit crunch* dovuto all'esposizione delle banche rispetto ai debiti sovrani. Assumendo che sia possibile considerare la crisi del debito in Italia esogena rispetto alle condizioni del settore bancario, la strategia di identificazione proposta da Bofondi et al. [2013] permette di osservare come le banche domestiche abbiano reagito all'aumento degli spread sul debito pubblico aumentando i

tassi di interesse e riducendo l'offerta di credito in misura significativamente maggiore rispetto alle banche straniere, meno esposte verso i titoli di stato italiani. Questi risultati trovano conferma a livello europeo in recente lavoro di Popov e Van Horen [2013]. I due autori, utilizzando un dataset sui prestiti sindacati in Europa, sfruttano la possibilità di controllare per effetti fissi di banca e paese (interagiti con le dummy temporali, per controllare per variazioni della domanda), al fine di isolare l'effetto della diversa esposizione delle banche verso i debiti dei paesi PIIGS. In questo modo, mostrano che le banche europee più esposte verso i debiti sovrani di Spagna, Italia, Portogallo, Irlanda e Grecia hanno contratto la loro attività di prestito durante la crisi del 2010-2011 in misura significativamente maggiore delle banche meno esposte verso i debiti dei paesi periferici.

Tutti questi lavori, però, sia quelli su dati aggregati sia quelli su dati di prestito, assumono che la crisi del debito sovrano e l'allargamento dello spread sui titoli del debito pubblico titoli italiano siano stati un evento esogeno rispetto al comportamento e allo stato di salute della banche italiane. Per quanto abbiamo detto, si tratta di un'ipotesi che merita di essere analizzata in maniera più approfondita dalla ricerca futura che dovrà tener conto dei possibili effetti di causazione inversa e variabili omesse che potrebbero rendere le stime finora disponibili distorte e inconsistenti.

5. Considerazioni conclusive

Gli studi sulle crisi finanziarie mettono in evidenza diversi aspetti che le accomunano, come l'euforia dei mercati finanziari e/o immobiliari che precede la maggior parte delle crisi e il successivo crollo di fiducia allo scoppio delle bolle speculative.²⁰ Nello stesso tempo ciascuna crisi presenta alcune caratteristiche distintive legate ai diversi contesti storici, istituzionali e operativi.

La crisi ancora in corso presenta entrambi i connotati del *déjà-vu* e di alcune nuove specificità contestuali che rendono più problematica l'interpretazione. L'esame dei fatti e delle analisi compiute con riferimento all'Italia mette in chiara evidenza le conferme e le novità della crisi.

Sul piatto delle conferme troviamo tre caratteristiche che possiamo definire standard:

1. Il ruolo centrale svolto dal mercato del credito sia nell'assorbire gli effetti della crisi sia nel trasmetterli.
2. Il ciclo della fiducia che svolge un ruolo di catalizzatore che accentua la ben nota ciclicità del credito bancario, che tende ad espandersi nelle fasi di crescita e a restringersi nelle fasi di recessione.

²⁰ Tra i più noti vedi Kindleberger [1987] e il recente Reinhart e Rogoff [2010].

3. A tutto ciò si sovrappone la ciclicità periodica degli interventi di regolamentazione che alternano fasi di liberalizzazione con l'obiettivo di favorire le innovazioni e l'efficienza dei mercati a fasi di regolamentazione con l'obiettivo di favorire la stabilità.

A queste tre ciclicità del credito, della fiducia, della regolamentazione, ormai consolidate dagli studi delle crisi, si sommano le caratteristiche specifiche che rendono la crisi attuale più complessa e difficile da risolvere di quanto l'esperienza storica abbia insegnato. La complessità è articolata in diversi aspetti problematici.

Una prima caratteristica distintiva si riscontra nella sequenza temporale di due crisi che hanno una radice comune, ma connotati diversi. La radice comune si ravvisa nei cicli della fiducia e del credito e nell'effetto contagio che i mercati globalizzati hanno diffuso. I diversi connotati delle due crisi riguardano l'ambito territoriale e la rilevanza degli effetti. La prima è una crisi che possiamo definire americana anche se ha avuto risonanza mondiale, perché i suoi principali focolai sono localizzati negli Stati Uniti: la crisi iniziale dei *crediti sub-prime* e il successivo fallimento della *Lehman Brothers*. La seconda è una crisi europea, che si colloca all'interno dell'area euro, della quale ha messo in evidenza la fragilità istituzionale.

Un secondo aspetto che caratterizza l'attuale crisi è l'adozione di una politica monetaria molto permissiva nei tassi ufficiali e nelle quantità, frutto dell'insegnamento tratto dalla crisi degli anni Trenta che nelle fasi iniziali venne aggravata dalla restrizione monetaria.²¹ Sta di fatto che questa volta le principali banche centrali del mondo hanno svolto un ruolo esplicito o implicito di *lender of last resort*. Ciò nonostante, all'abbondanza di liquidità non ha corrisposto la auspicata disponibilità di credito bancario, necessaria per combattere gli effetti depressivi della crisi. Il freno al meccanismo di trasmissione è venuto dalla crisi di sfiducia conseguente al fallimento della *Lehman*, che ha bloccato il mercato interbancario internazionale.

Il terzo aspetto specifico riguarda le interazioni tra crisi di debito pubblico e crisi bancaria messe in evidenza dalla crisi europea. Alla crisi di fiducia che ha penalizzato l'intermediazione bancaria si è sommata la crisi di fiducia sulla sostenibilità delle finanze pubbliche dei paesi europei più colpiti dalla crisi. La novità contestuale di questa seconda crisi è data dalla presenza dell'euro. Mentre la prima crisi ha evidenziato i vantaggi in termini di stabilità della esistenza dell'area monetaria comune, la seconda crisi ne ha messo in luce i limiti conseguenti a un processo di integrazione istituzionale incompiuto.

²¹ Su questo si rinvia agli studi di Friedman e Schwartz [1963] e di Bernanke [2000], che non solo ha studiato la politica monetaria adottata negli anni Trenta, ma poi ha avuto la rara possibilità di trarre vantaggio dagli insegnamenti che ne ha ricavato nella gestione della attuale crisi come presidente della Fed.

All'interno di questa intricata rete di ciclicità ricorrenti e aspetti innovativi, di ritardi ed eccessi, di fattori permissivi e frenanti, che rappresenta il bagaglio di conoscenze che la crisi accumula e trasmette alla storia, abbiamo messo a fuoco i nessi causali che hanno influito il mercato del credito bancario italiano. Questa scelta è giustificata dal ruolo determinante che le banche svolgono nel finanziamento del nostro sistema produttivo, caratterizzato dalla prevalenza di piccole e medie imprese. L'evidenza empirica sinora compiuta consente di delineare un quadro sufficientemente chiaro del passaggio delle due crisi attraverso le banche italiane e delle necessità di intervento che ne conseguono.

Innanzitutto, i problemi di identificazione della direzione degli effetti a seconda della provenienza dal lato della domanda o dell'offerta di credito viene reso relativamente più facile dalla diversa origine delle due crisi. L'evidenza raccolta dimostra che la prima crisi ha provocato un effetto shock sull'offerta di credito per la difficoltà delle banche italiane a ottenere la liquidità sull'interbancario, dopo la crisi Lehman della quale si è detto. Relativamente più complessi sono gli effetti della seconda crisi. In questo caso lo shock è venuto in prima battuta dal rapido aumento dello *spread* tra i titoli pubblici italiani e tedeschi. Questa causa scatenante ha avuto due effetti sul mercato del credito. Un impatto concorrenziale sul costo e sulla disponibilità della raccolta bancaria che si è riversato sull'offerta di credito all'economia. A questo si è sommato un secondo effetto riguardante il peggioramento qualitativo e quantitativo della domanda di credito a seguito dell'effetto depressivo sull'economia provocato dalla restrizione fiscale.

La letteratura empirica ha stimato questi effetti con risultati in linea con le attese, ma unidirezionali perché i lavori assegnano alle banche un ruolo passivo rispetto alla crisi. È vero che alle banche italiane non si può attribuire la colpa di avere scatenato la crisi con operazioni finanziarie spericolate. Non si può però negare che anche le banche, loro malgrado, abbiano avuto un ruolo destabilizzante sulle finanze pubbliche dei governi impegnati a sostenerle, come abbiamo descritto nelle pagine precedenti. La ricerca empirica non ha ancora approfondito questa direzione retroattiva dei fenomeni che alimenta il circolo vizioso della interazione tra instabilità bancaria e instabilità fiscale che è alla base della profonda fase di stagnazione delle economie periferiche dell'area euro.

Questo circolo vizioso è difficile da interrompere per trasformarlo in circolo virtuoso. Difficile, ma assolutamente necessario. Su questo fronte si è ripetuta l'esperienza storica, come è avvenuto nella crisi degli anni Trenta, di interventi non solo tardivi, ma anche dannosi. Tardivi perché introdotti a crisi avvenuta, senza misure preventive che abbiano da subito saputo attenuarne gli effetti, prima che si aggravassero. Dannosi perché hanno imposto criteri drastici e rigidi di aggiustamento dei bilanci pubblici e dei bilanci bancari che hanno accentuato l'entità della crisi depressiva, anziché ridurla.

L'austerità fiscale ha annullato la funzione anticiclica che normalmente svolgono i bilanci pubblici tramite l'effetto spugna degli ammortizzatori fiscali. Va riconosciuto che dinanzi alla crisi dei debiti sovrani l'attenuazione degli ammortizzatori fiscali sarebbe stata comunque inadeguata.

Ciò che va messo in discussione alla prova dei fatti è invece l'effetto cumulato degli interventi di austerità, ciascuno dei quali preso a sé ha una sua logica. All'austerità fiscale si è aggiunta l'austerità bancaria dei vincoli patrimoniali di stabilità. Il normale impatto pro ciclico del credito bancario è stato accentuato in senso depressivo dalle perdite da credito deteriorato che hanno inciso sulla disponibilità di capitale. La somma delle due austerità non ha spezzato il circolo vizioso della crisi fiscale e bancaria.²² Si è bloccato il meccanismo di trasmissione all'economia della abbondante liquidità a basso costo immessa dalla BCE. Ne hanno fatto le spese le imprese strozzate dalla riduzione di fatturato da un lato e dalla restrizione del credito dall'altro, con gravi conseguenze sui livelli occupazionali e sugli investimenti.

La principale via di uscita per bloccare il circolo vizioso è rilanciare lo sviluppo via domanda aggregata. Se non si può contare sulla spinta propulsiva della politica fiscale che non ha sufficienti spazi fiscali di manovra, si deve puntare sul rilancio del credito bancario. Non è però pensabile chiedere alla economia nel pieno della crisi di fornire capitale aggiuntivo alle banche, sufficiente per allentare i vincoli patrimoniali e riavviare l'offerta di credito. Anche perché in presenza di bilanci bancari deficitari non vi sono prospettive di remunerazione adeguate. Si può solo puntare su investitori in grado di attendere la futura rivalutazione delle quote delle azioni bancarie e/o che hanno finalità di controllo delle banche in crisi, ma scalabili a poco prezzo. Su questo fronte le soluzioni più percorribili sono di tipo istituzionale a livello privato o pubblico.

L'intervento istituzionale privato viene effettuato all'interno del sistema bancario, tramite acquisizioni o fusioni, il più delle volte sollecitate dalle autorità monetarie, come è avvenuto in Italia a partire dagli anni Novanta per le acquisizioni di banche meridionali in crisi da parte di banche settentrionali. La crisi attuale che ha colpito la maggior parte delle banche italiane non lascia molto spazio a processi di consolidamento domestici. Più facilmente si dovrà ricorrere a interventi di gruppi bancari esteri, di paesi nord-europei meno colpiti dalla crisi.

In proposito vanno fatte due considerazioni. La prima riguarda la scarsa attrattiva degli investimenti esteri nelle banche italiane, penalizzate da rating bassi, che ridurrebbero il rating

²² Una analisi critica sull'abbinamento dei vincoli di bilancio e della regolamentazione bancaria in Europa viene sviluppata analiticamente in Masera (2012).

complessivo del gruppo bancario investitore. Questo significa che attrarre capitale stranieri è non solo difficile, ma anche costoso.

La seconda considerazione è che comunque si tratterebbe di acquisizioni non temporanee che debbono giustamente portare vantaggi alle banche acquirenti, in base al loro piano strategico. Certamente il salvataggio è prioritario all'autonomia delle banche acquisite, se l'autonomia viene gestita male. È altrettanto certo che si perde in prossimità funzionale, in qualità e quantità di posti di lavoro. La crisi porterà a una nuova geografia del potere bancario che, in mancanza di alternative, porrà la maggior parte delle banche italiane in un ruolo subalterno rispetto a scelte decisionali prese altrove. Ciò che deve preoccupare non è la perdita di italianità delle nostre banche, che pone un falso problema di nazionalismo, ma la perdita di funzionalità gestionale con ulteriore periferizzazione del nostro paese. Non è un aspetto da sottovalutare se, come abbiamo ricordato nelle pagine precedenti, la stessa crisi ha messo in evidenza l'importanza del radicamento territoriale, dei rapporti durevoli di relazione banca-impresa, della vicinanza funzionale delle banche ai territori nei quali operano. Aspetti resi ancora più significativi per i sistemi di piccole imprese che caratterizzano il nostro paese.

Senza chiudere le porte a eventuali consolidamenti bancari che si prefiggano il rispetto delle diverse realtà territoriali, la seconda soluzione degli investimenti istituzionali pubblici offre vantaggi di temporaneità, di flessibilità anticiclica e di rispetto della vicinanza funzionale delle banche che ne beneficiano. Le vie da percorrere possono essere almeno due e non necessariamente sono in alternativa.

La prima è la costituzione di una *bad bank* collettiva, che raccolga almeno una parte dei crediti deteriorati delle banche in un fondo gestito da un ente pubblico autonomo con la eventuale supervisione della Banca d'Italia. La stima dei crediti da confluire deve essere fatta sulla base dei lavori empirici che hanno stimato l'impatto della crisi sul deterioramento del credito bancario e sulla conseguente necessità di maggiori accantonamenti prudenziali che hanno eroso il capitale delle banche. Questa soluzione, che dovrebbe permettere alle banche di cedere parte dei crediti deteriorati a valori più elevati di quelli attualmente riscontrabili nei loro bilanci – in modo analogo a quanto concesso alle banche americane con il noto TARP (Troubled Asset Relief Program) nel 2008-09 - avrebbe un impatto sistemico positivo sulle stesse banche, sui loro parametri patrimoniali e sulla possibilità di riprendere ad offrire credito alle imprese. La seconda via è quella dell'apporto diretto di capitale pubblico sotto forma di prestiti subordinati, remunerati e restituibili in tre anni. Si tratta di interventi temporanei e straordinari, raccomandati dalla stessa Autorità Bancaria Europea e adottati in varie forme e misure in altri paesi europei, quali la Germania, l'Austria, i Paesi Bassi, la Spagna e l'Irlanda. In Italia l'intervento pubblico sulle banche è stato avviato dai Tremonti Bond e successivamente con i

Monti Bond, ma in misura limitata e nel 2012 ristretta soltanto al Monte dei Paschi. Entrambe le soluzioni scontano due limiti. In primo luogo, il maggior vincolo di bilancio che grava sul nostro paese e, in secondo luogo, l'impopolarità di una azione a sostegno delle banche. Soprattutto nella seconda soluzione proposta si potrebbe fare leva sulla temporaneità dell'intervento che non è a fondo perduto e che offre vantaggi di rilancio dell'economia via la maggiore disponibilità di credito. Rilancio che andrà anche a beneficio delle finanze pubbliche. Non appena l'economia ripartirà, le banche potranno rimborsare il capitale pubblico e sostituirlo con capitale privato. Per questo intervento dovrebbe essere costituito presso la Cassa Depositi e Prestiti un buffer stock di capitale da investire nelle banche in fasi di depressione e da recuperare nella ripresa, con importanti effetti anticiclici.

Negli altri paesi, Stati Uniti e Regno Unito inclusi, hanno salvato con capitale pubblico le banche in crisi per sostenere l'economia. Questa politica, che fa di necessità virtù, deve essere adottata anche in Italia. Deve essere riconosciuta dalle autorità monetarie, dal governo e dall'opinione pubblica l'importanza strategica di mantenere vitale, accanto a pochi grandi gruppi bancari, la cintura funzionale di banche del territorio del nostro paese. Banche commerciali che devono sentire lo stimolo selettivo della concorrenza. Ma che devono poter contare sul sostegno (anch'esso selettivo (per evitare azzardi morali) del capitale pubblico quando è necessario, come ad esempio fa la Germania con le proprie banche del territorio.

Riferimenti bibliografici

- Accetturo A., Bassanetti A., Bugamelli, M., Faiella I, Finaldi Russo P., Franco D., Giacomelli S. e Omiccioli M.
- 2013 *Il sistema industriale italiano tra globalizzazione e crisi*, in «Questioni di Economia e Finanza», 193, Roma, Banca d'Italia.
- Acharya V.V., Drechsler I. e Schalb P.
- 2013 *A Pyrrhic victory? Bank bailouts and sovereign credit risk*, in «mimeo», New York, NYU Stern.
- Albertazzi U. e Marchetti D. J.
- 2010 *Credit supply, flight to quality and evergreening: an analysis of bank-firm relationships after Lehman*, in «Temi di discussione», 756, Roma, Banca d'Italia.
- Albertazzi U., Ropele T., Sene G. e Signoretti F.M.
- 2012 *The impact of the sovereign debt crisis on the activity of Italian banks*, in «Questioni di Economia e Finanza», 133, Roma, Banca d'Italia.
- Alessandrini P., Fratianni M., Hughes Hallett A. e Presbitero A.F.
- 2013 *External imbalances and financial fragility in the euro area*, in «MoFiR working papers», 66, Ancona, Università Politecnica delle Marche.
- Arteta C. e Hale G.
- 2008 *Sovereign debt crises and credit to the private sector*, in «Journal of International Economics», vol. 74, pp.53-69.
- Banca d'Italia,
- 2012a Rapporto sulla stabilità finanziaria, n. 3, aprile.
- 2012b Relazione annuale sul 2011.
- Barth J., Prabha A. e Yun G.
- 2012 *The Euro zone financial crisis: role of interdependencies between bank and sovereign*, in «Journal of Financial Economic Policies», vol. 4, pp. 76-97.
- Bernanke B.S. e Lown C.S.
- 1991 *The Credit Crunch*, in «Brookings Papers on Economic Activity», vol. 22, pp. 205-248.
- Blundell-Wignall A.
- 2012 *Solving the Financial and Sovereign Debt Crisis in Europe*, in «OECD Financial Market Trends», vol. 2011(2), pp. 201-24.
- Bofondi M., Carpinelli L. e Sette E.

- 2013 *Credit supply during a sovereign debt crisis*, in «Temi di discussione», 909, Roma, Banca d'Italia.
- Barboni G. e Rossi C.
- 2012 *Does your neighbour know you better? Local banks and credit tightening in the financial crisis*, in «mimeo», banca d'Italia
- Bernanke, B.S.
- 2000 *Essays on the Great Depression*, Princeton, Princeton University Press.
- Cardillo A. e Zaghini A.
- 2012 *Recent trends in long-term bank funding*, in «Questioni di Economia e Finanza», 137, Roma, Banca d'Italia.
- Caruana J. e Avdjiev S.
- 2012 *Sovereign creditworthiness and financial stability: an international perspective*, in «Banque de France Financial Stability Review», n. 16, pp. 71-85.
- Casolaro L., Eramo G. e Gambacorta L.
- 2006 *Un modello econometrico per il credito bancario alle imprese in Italia*, in «Moneta e Credito», vol. 59, pp. 151-183.
- De Bruyckere V., Gerhardt, M., Schepens, G. e Vander Vennet, R.
- 2012 *Bank/sovereign risk spillovers in the European debt crisis*, in «NBB Working Paper Research», 232, Bruxelles, National Bank of Belgium.
- Del Giovane P., Eramo G. e Nobili A.
- 2011 *Disentangling Demand and Supply in Credit Developments: a survey-based analysis for Italy*, in «Journal of Banking and Finance», vol. 35, pp. 2719-2732.
- Friedman, M. and Schwartz, A.J,
- 1963 *A monetary history of the United States, 1867-1960*, Princeton, NBER, Princeton University Press.
- Ehrmann M., Fratzscher M., Gurkaynak R. e Swanson E. T.
- 2011 *Convergence and Anchoring of the Yield Curves in the Euro Area*, in «Review of Economics and Statistics», vol. 93, pp. 350-64.
- Gambacorta, L. and Mistrulli, P. E.
- 2011 *Bank heterogeneity and interest rate setting: what lessons have we learned since Lehman Brothers?*, in «Temi di discussione», 829, Roma, Banca d'Italia.
- Gelos R.G, Sahay R. e Sandleris G.

- 2004 *Sovereign Borrowing by Developing Countries: What Determines Market Access?*, “IMF Working Papers”, n. 04/221
- Gobbi G. e Sette E.
- 2012 *Relationship lending in a financial turmoil*, in «MoFiR Working Papers», 59, Ancona, Università Politecnica delle Marche.
- Jiménez G., Ongena S., Peydró, J.L. e Saurina J.
- 2012 *Credit supply and monetary policy: identifying the bank balance-sheet channel with loan applications*, in «American Economic Review», vol. 102, pp. 1-30
- Kindleberger, C.P.
- 1987 *Euforia e Panico. Storia delle Crisi Finanziarie*, Bari, Laterza.
- Iyer, R., Lopes, S., Peydro, J. and Schoar, A.
- 2013 *Interbank liquidity crunch and the firm credit crunch: evidence from the 2007-2009 crisis*, in «mimeo», MIT.
- Lane P.
- 2012 *The European Sovereign Debt Crisis*, in «Journal of Economic Perspectives», vol. 26, pp. 49-68.
- Masera R.
- 2012 *Risk, Regulation and Supervision of Financial Systems: US and Eurozone Solutions*, in ZÖR vol.67, pp. 251–280
- Mody A. e Sandri D.
- 2012 *The Eurozone crisis: how banks and sovereigns came to be joined at the hip*, in «Economic Policy», vol. 27, pp. 199-230.
- Neri, S.
- 2013 *The impact of the sovereign debt crisis on bank lending rates in the euro area*, in «Questioni di Economia e Finanza», 170, Roma, Banca d’Italia.
- OECD
- 2010 *OECD Economic Outlook*, vol. 2010, n. 1, Parigi.
- Panetta F. e Signoretti F.M.
- 2010 *Domanda e offerta di credito in Italia durante la crisi finanziaria*, in «Questioni di Economia e Finanza», 193, Roma, Banca d’Italia.
- Panizza U., Sturzenegger F. e Zettelmeyer J.

- 2009 The economics and law of sovereign debt and default, in , in «Journal of Economic Literature», vol. 47, pp. 651-698.
- Popov, A. e Udell, G.F.
- 2012 *Cross-border banking, credit access, and the financial crisis*, in «Journal of International Economics», vol. 87, pp. 147–161.
- Popov A. e Van Horen N.
- 2013 *The impact of sovereign debt exposure on bank lending: evidence from the European debt crisis*, in «DNB Working Papers», 382, Amsterdam, Netherlands Central Bank.
- Presbitero, A.F., Udell, G.F., Zazzaro, A.
- 2013 *The home bias and the credit crunch: a regional perspective*, in «Journal of Money Credit and Banking», in corso di pubblicazione.
- Puri M., Rocholl J. e Steffen S.
- 2011 *Global retail lending in the aftermath of the us financial crisis: distinguishing between supply and demand effects*, «Journal of Financial Economics», vol. 100, pp. 556–578.
- Reinhart C. e Rogoff K.
- 2010 *Questa volta e' diverso – Otto secoli di follia finanziaria*, Milano, Il Saggiatore.
- Rixtel van A. e Gasperini G.
- 2013 *Financial crises and bank funding: recent experience in the Euro area*, in «BIS Working Papers», 406, Basilea, Bank of International Settlements.
- Shambaugh J.
- 2012 *The Euro's three crises*, in «Brookings Papers on Economic Activity», vol. 43, pp.157-231.
- Tomz M. e Wright M.L.
- 2005 *Sovereign debt, defaults and bailouts*, in «mimeo», presentato alla NBER-IMF summer conference.
- Zoli, E.
- 2013 *Italian sovereign spreads: their determinants and pass-through to bank funding costs and lending conditions*, in «IMF Working Papers», 13/84, Washington, International Monetary Fund.