

C. Di Bernardino, G. Casmiri, G. Mauro

## Sul legame credito bancario e crescita economica: alcune evidenze a livello locale

(doi: 10.1432/73423)

Rivista economica del Mezzogiorno (ISSN 1120-9534)

Fascicolo 4, dicembre 2012

### **Ente di afferenza:**

*Università degli studi "G. D'Annunzio" di Chieti-Pescara (unich)*

Copyright © by Società editrice il Mulino, Bologna. Tutti i diritti sono riservati.

Per altre informazioni si veda <https://www.rivisteweb.it>

### **Licenza d'uso**

L'articolo è messo a disposizione dell'utente in licenza per uso esclusivamente privato e personale, senza scopo di lucro e senza fini direttamente o indirettamente commerciali. Salvo quanto espressamente previsto dalla licenza d'uso Rivisteweb, è fatto divieto di riprodurre, trasmettere, distribuire o altrimenti utilizzare l'articolo, per qualsiasi scopo o fine. Tutti i diritti sono riservati.

# Sul legame credito bancario e crescita economica: alcune evidenze a livello locale

di Claudio Di Bernardino, Giuseppe Casmiri e Giuseppe Mauro

## 1. Introduzione

Numerosi studi hanno trattato il legame tra finanza e crescita. Tuttavia, la prevalenza di questi lavori si basa su analisi aggregate di natura *cross-section*, segnatamente con riferimento a nazioni o a regioni di uno stesso paese. Viceversa, minore attenzione è stata prestata a lavori di natura microeconomica, che hanno per oggetto un campione di imprese. Il presente lavoro contribuisce ad arricchire la letteratura attraverso l'analisi della relazione tra finanziamento bancario e crescita degli investimenti aziendali all'interno di un'area tipicamente distrettuale. Le analisi su imprese operanti in un medesimo contesto territoriale permettono, da un lato, di controllare più adeguatamente i fattori istituzionali, legali e culturali e, dall'altro, di rendere più accurata l'omogeneità informativa finanziaria, diversamente dai lavori *cross-country*. L'attenzione a un caso studio sulle imprese distrettuali assume un'importanza particolare in ragione del forte legame che si viene a instaurare tra distretti e banche e del rilevante peso esercitato dai sistemi locali distrettuali nel panorama dello sviluppo economico dell'Italia (Bagella, 2004; Alessandrini *et al.*, 2008). In più, la possibilità di operare con dati recenti (2005-2010) consente di affrontare in via preliminare gli effetti scaturenti dalla crisi finanziaria sull'economia reale e investigare le dinamiche credito-sviluppo all'interno di una cornice storica di tendenziale instabilità<sup>1</sup>.

Codici JEL: R10; R15; G21.

*Pur nell'impostazione generale comune, si precisa che i paragrafi 1 e 4 sono da attribuire a Claudio Di Bernardino, il paragrafo 2 a Giuseppe Mauro e i paragrafi 3 e 5 a Giuseppe Casmiri.*

<sup>1</sup> Sull'argomento si segnalano i lavori di Banca Intesa-San Paolo (2010) con il terzo rapporto sulla finanza dei distretti industriali, e quelli curati dai ricercatori di Banca d'Ita-

Il lavoro conduce un'indagine sui bilanci di un campione rappresentativo di imprese localizzate nel distretto industriale specializzato nelle produzioni del *made in Italy* in provincia di Teramo. Questa area è tra le province italiane con il più alto tasso di industrializzazione e quella che in Abruzzo meglio ha rappresentato l'idea di sviluppo basata su una rete di imprese autoctone, strettamente interdipendenti e ampiamente diffuse sul territorio. È noto che il fabbisogno finanziario delle piccole imprese viene a essere in parte colmato con capitali propri e soprattutto con l'apporto di capitali attinti con il vincolo del prestito bancario tradizionale. La banca, in questo scenario, svolge un ruolo attivo nella fase di intervento proprio in contesti caratterizzati da elevate asimmetrie informative, in particolare presenti nelle aree di sviluppo locale in cui operano essenzialmente le imprese minori.

Dal punto di vista empirico, il nesso tra intermediazione creditizia e crescita è stato interpretato sotto varie prospettive. Un importante aspetto concerne la direzione di causalità. Il lavoro attraverso una specifica metodologia econometrica, nota in letteratura, intende affrontare la questione. L'utilizzo di *panel data* dinamici consente di misurare la relazione tra finanziamento esterno bancario e crescita del capitale investito sulla base di variabili strumentali che non risentono del problema dell'endogeneità e della simultaneità tra gli indicatori. Inoltre, una volta tenute costanti alcune variabili di controllo, come ad esempio la dimensione aziendale e l'equilibrio finanziario, viene effettuato il test di Granger che contribuisce a chiarire sul problema della direzionalità del legame.

Il lavoro è così ripartito: nel prossimo paragrafo si richiamano alcuni importanti elementi teorici sul rapporto tra canale finanziario-bancario e sistema delle imprese; nel terzo e quarto paragrafo, l'attenzione è rivolta all'indagine empirica, attraverso l'analisi descrittiva ed econometrica. L'ultimo paragrafo getta alcune considerazioni finali.

## 2. *Credito e sviluppo economico: un profilo teorico*

Il sistema bancario ha subito a partire dagli anni '90 un intenso processo di trasformazione stimolato da numerosi fattori, tra

lia (Panetta, Signoretti, 2010; Caivano *et al.*, 2010) che analizzano, sulla base di indagini qualitative per un campione di imprese, le prime conseguenze della crisi sul rapporto domanda e offerta di credito.

cui l'affermazione di mercati non regolamentati, l'utilizzo sempre più esteso delle nuove tecnologie, che ha innalzato il livello di efficienza del sistema nella produzione e nella distribuzione dei servizi bancari e l'introduzione dei cambi fissi grazie all'avvento dell'Unione Europea, che ha favorito la rimozione delle barriere all'entrata all'interno dei singoli sistemi bancari. In virtù di questi mutamenti è via via divenuto meno stringente per le banche il rapporto globale-locale, centro-periferia, breve-lungo termine, finanza tradizionale-finanza innovativa. Bisogna domandarsi se in presenza di tali cambiamenti la relazione tra sistema finanziario e crescita economica mantiene ancora intatta la sua importanza e se l'attività creditizia è in grado di favorire l'espansione della produzione, tenuto conto che in una economia dinamica un'eventuale insufficienza di finanziamenti può avere effetti negativi per quanto riguarda il percorso espansivo delle imprese e il raggiungimento di livelli di equilibrio di reddito più elevati. Qui entrano in gioco gli intermediari finanziari, la cui funzione principale consiste «nell'acquistare titoli primari dai richiedenti prestito finali e di emettere titoli indiretti per i portafogli dei prestatori finali» (Gurley e Shaw, 1960), all'interno di un circuito virtuoso in cui le unità in surplus, che spendono in misura inferiore al reddito percepito, prestano tutto o parte del loro avanzo di bilancio alle unità in deficit, il cui reddito conseguito risulta insufficiente per l'attività di investimento. È dalla dissociazione tra i centri di formazione del risparmio e i centri di formazione dell'investimento che si genera il ricorso al finanziamento esterno, consentendo alle unità in disavanzo di effettuare investimenti superiori alle risorse interne disponibili. Non solo, ma nel finanziamento esterno indiretto la presenza degli intermediari consente di soddisfare le opposte preferenze di portafoglio, nel senso di assicurare diversi gradi di sicurezza, liquidità e rendimento ai settori in avanzo e scadenze diversificate a quelli in disavanzo.

Le ragioni economiche che giustificano tale ampio e complesso processo sono molteplici e vanno dalla capacità degli intermediari di mobilitare il risparmio e stimolare gli investimenti alla riduzione dei costi di informazione e di transazione, sino alla trasformazione delle scadenze e dei rischi. Con la prima caratteristica, gli intermediari non trasmettono passivamente le risorse finanziarie dai risparmiatori agli investitori, ma influenzano soprattutto l'allocazione delle risorse e le abitudini e le preferenze dei risparmiatori. Inoltre, la divisibilità del titolo emesso permette di intervenire su ciascuna fascia di risparmiatore e quindi di distribuire il risparmio

raccolto in pacchetti decisamente più consistenti, favorendo così la quantità di risorse che affluisce alle imprese. Con riferimento alla seconda caratteristica, ossia alla riduzione dei costi di informazione e di transazione, non vi è dubbio che l'intermediario goda di economie di scala nella raccolta delle informazioni e nella gestione del portafoglio. Esiste un'attività di selezione e controllo che implica costi di ricerca e di *monitoring* particolarmente pesanti, tali da non poter essere sopportati dal singolo operatore. Alla stessa maniera, il grado di rendimento dell'investimento implica l'esigenza di affrontare problemi connessi alla rischiosità delle strategie aziendali, alla verifica della capacità del manager di guidare l'evoluzione dell'impresa e a una corretta informazione sui risultati conseguiti dall'impresa. Riguardo alla funzione della trasformazione delle scadenze e del rischio, la possibilità di gestire un ampio portafoglio di passività consente al sistema degli intermediari, soprattutto alle banche, di fronteggiare eventuali rischi di insolvenza e di effettuare impieghi a scadenza protratta e quindi di godere di un rischio-rendimento e di un rischio-liquidità molto più contenuti rispetto al singolo investitore (Manzocchi e Padoan, 2004, p. 27). Il principio che permette la trasformazione del rischio è quello della diversificazione, che consiste nella distribuzione delle attività su un gran numero di soggetti. Sotto questo profilo il modello in questione può essere assimilato a quello che si svolge nell'ambito della teoria delle scelte di portafoglio (Bain, 1981, p. 58).

Sul piano della riflessione teorica, l'approccio schumpeteriano costituisce un valido punto di riferimento ai fini di una concezione dinamica del ruolo delle istituzioni creditizie. L'essenza dell'intuizione di Schumpeter (1949) parte dal presupposto che l'espansione economica, trainata dall'insieme delle innovazioni, viene finanziata dalla creazione di credito, concepito come il completamento monetario del processo innovativo. Questa visione può essere associata al concetto keynesiano di «motivo finanziario» nell'ambito della teoria della preferenza della liquidità, secondo cui l'incremento dell'investimento necessita di una quantità addizionale di moneta. Per Schumpeter le banche non svolgono solo la mera funzione di trasferire e trasformare potere d'acquisto ma, attraverso l'emissione di mezzi di pagamento e di credito, creano nuovo potere d'acquisto che viene messo a disposizione degli imprenditori. L'importanza del contributo di Schumpeter consiste nel fatto che per la prima volta e in maniera organica il fattore credito viene inserito all'interno delle teorie che spiegano il processo di sviluppo economico.

Anche se la letteratura macroeconomica che segue la pubblicazione della Teoria Generale di Keynes concentra l'attenzione sulla teoria della preferenza per la liquidità, ignorando i potenziali legami tra mercati finanziari e mercati reali, è con l'approccio di Gurley e Shaw (1955; 1960) che si manifesta il tentativo più compiuto di riportare le istituzioni finanziarie al centro dell'attenzione teorica. L'obiettivo è quello di evidenziare il ruolo che il sistema degli intermediari svolge nel processo di interazione con la spesa aggregata e quindi nel processo di formazione dell'offerta creditizia e non della sola offerta di moneta. Le considerazioni degli autori si estendono al concetto, sviluppato anche da Schumpeter, di «capacità finanziaria» dell'economia, intesa come possibilità da parte dei mutuatari di allargare la sfera debitoria senza ridurre le spese correnti o gli impegni futuri di spesa. La capacità finanziaria diventa così parte non trascurabile della domanda aggregata, resa possibile dagli intermediari in virtù della loro presenza nel meccanismo di spesa, nella concessione del mutuo e nelle condizioni del prestito (Gertler, 1988).

Sulla scia dell'elaborazione di Gurley e Shaw si è sviluppata una letteratura tendente ad affermare l'importanza delle componenti finanziarie sia a livello micro e macro e sia per quanto riguarda la situazione dei paesi in via di sviluppo. Ad esempio, per Shaw (1973, p. 77) attraverso la liberalizzazione dei mercati finanziari e il *deepening*, ossia l'aumento delle attività finanziarie in relazione al livello del reddito, risulta possibile stimolare il risparmio, aumentare il rendimento degli investimenti e di discriminare più efficacemente tra gli investimenti stessi. Condizione indispensabile è che si riesca a superare la situazione di «bassa finanza» al fine di rendere la struttura finanziaria più articolata sotto il profilo degli strumenti e delle istituzioni operanti nel mercato. Fama (1985) evidenzia il vantaggio comparato delle banche nella raccolta delle informazioni e sottolinea come l'intermediazione non sia semplicemente un velo ma un modo efficiente per minimizzare le distorsioni informative. Minsky (1975) e Kindleberger (1978), con grande lungimiranza rispetto ai recenti avvenimenti legati ai mutui *subprime* americani e agli effetti devastanti prodotti sull'economia reale, mettono in risalto le conseguenze di un eventuale crisi del sistema finanziario sull'intero sistema economico e come, inoltre, possa determinarsi una situazione di instabilità finanziaria a causa di una finanza che tenda a configurarsi in termini essenzialmente speculativi. Pur in un contesto relazionale tra aspetti finanziari e aspetti economici, Minsky ritiene necessaria non tanto una politi-

ca di controllo monetario quanto una politica volta a diminuire il peso della finanza speculativa nell'economia.

Sotto il profilo empirico, Goldsmith (1969) utilizza uno schema contabile-descrittivo per lo studio del fenomeno finanziario in un gruppo di paesi, individuando nel saggio di interrelazione finanziario, vale a dire nel rapporto in valore delle attività finanziarie rispetto alla ricchezza nazionale, l'indicatore capace di misurare il grado di evoluzione della struttura finanziaria e le sue interrelazioni con lo sviluppo economico.

Sulla base dell'impostazione empirica di Goldsmith sono state condotte altre elaborazioni e stime<sup>2</sup>, tutte volte al tentativo di misurare empiricamente il legame che intercorre tra la struttura finanziaria e la crescita economica. Anche se dai lavori indicati non sembrano emergere risultati omogenei, tuttavia è possibile delineare alcuni fattori che spiegano in maniera efficace l'importanza degli intermediari all'interno dell'attività economica. Anzitutto, lo sviluppo degli intermediari consente il raggiungimento di più elevati modelli produttivi. Inoltre, il credito permette di finanziare le decisioni di spesa in funzione delle aspettative circa il futuro andamento dell'economia (Niccoli, 1989, p. 135) e infine riflette la capacità delle istituzioni finanziarie di valutare le tendenze evolutive del sistema produttivo in relazione alle scelte compiute dalle imprese (Gnesutta, 1986, p. 481).

Un importante contributo teorico all'analisi del rapporto tra struttura finanziaria e crescita economica viene svolto dalle informazioni asimmetriche. Secondo questo approccio, le imperfezioni di tipo informativo nel funzionamento del mercato finanziario producono inefficienze e riducono il livello dell'attività economica. I modelli che sono stati proposti evidenziano l'importanza degli intermediari quali organismi in grado di superare le due tipologie di informazioni imperfette che si vengono a determinare sul mercato finanziario: l'*adverse selection* e il *moral hazard*. La selezione avversa è un fenomeno che nasce *ex ante*, poiché il finanziatore non conosce le strategie assunte dal manager d'impresa per quanto concerne il progetto di investimento. Il *moral hazard* è invece un fenomeno *ex post* e riflette il comportamento del prenditore dopo la concessione del finanziamento, la cui atti-

<sup>2</sup> Per una visione più ampia dell'argomento si veda Manzcocchi e Padoan (2004, pp. 23-49). Tra i numerosi studi si ricordano quelli di Levine e Zerbos (1998); Beck e Levine (2001); Leahy *et al.* (2001); Rajan e Zingales (1998); Leva e Piazza (2004, pp. 332-365); Giannola e Sarno (2004, pp. 217-253).

vità diventa di difficile osservazione e controllo. Pertanto, anche se i mercati sono competitivi i problemi informativi possono procurare disfunzioni nel circuito diretto finanza-impresa e costi più elevati. L'intermediario bancario, invece, è in grado di superare tali inefficienze attraverso un'adeguata produzione di informazioni e un'attenta selezione nell'attività di finanziamento (Myers e Mayluf, 1984). È la buona informazione, caratteristica intrinseca nella selezione del finanziamento bancario, che consente al mercato di conseguire un'efficiente allocazione delle risorse. Inoltre, le economie di scala e i più bassi costi informativi di cui godono gli intermediari permettono al soggetto bancario di effettuare un'azione di monitoraggio «delegato» a costi inferiori (Diamond, 1984; Williamson, 1987).

Diversi studi spaziano da valutazioni che esaltano il ruolo di un sistema finanziario basato sull'attività bancaria (Mayer, 1988) ad altre che manifestano una preferenza verso un sistema volto al mercato (Allen, 1993) o, ancora, a riflessioni che invece ritengono di porre l'accento sulla distribuzione dei rischi tra i vari gruppi sociali e, più in generale, sugli aspetti politico-sociali nella scelta del tipo di sistema (Perotti e von Thadden, 2003). Alla luce delle considerazioni svolte, l'analisi empirica non rende abbastanza chiaro il nesso di causa-effetto, ovvero non stabilisce con sicurezza se sono i fattori finanziari ad accelerare la crescita economica o se viceversa è lo sviluppo dell'economia reale a determinare l'evoluzione del sistema finanziario. Tuttavia, appare corretto individuare nel sistema creditizio una funzione attiva, di sostegno e di incentivazione nel processo di accumulazione e quindi ritenere che gli intermediari bancari assumano un ruolo trainante nel generale processo di crescita economica.

Da un punto di vista microeconomico, per quanto riguarda il sistema nazionale, i contributi tendono a sottolineare una sorta di relazione inversa tra crescita e dimensione aziendale (Angeli e Generale, 2008). Se ci si concentra sugli investimenti delle imprese emerge chiaramente come le risorse finanziarie interne rappresentino la principale determinante che garantisce la copertura dei piani di investimento in attività fisiche (Gaiotti e Generale, 2002). Inoltre il grado di reattività degli investimenti riguardo alle variazioni del *cash flow* appare significativamente inferiore nel caso di imprese di grandi dimensioni (Bianco, 1997). Questa relazione persiste anche nel caso di investimenti c.d. «innovativi», per i quali i risultati ottenuti dimostrano come le piccole imprese che innovano siano caratterizzate da un grado di indebitamento (*leve-*



*rage*) minore a cui però si accompagna una maggiore incidenza di risorse finanziarie interne (*cash flow*) rispetto alle piccole imprese che non innovano. Questa tendenza appare meno significativa nel caso di imprese di grandi dimensioni e ciò risulta coerente con le note difficoltà presenti per le piccole imprese a gestire i flussi di informazioni (Magri, 2007).

Nel caso delle piccole imprese quindi si assiste alla commistione tra patrimonio personale dell'imprenditore e patrimonio aziendale (caso delle imprese familiari), all'estrema semplificazione delle funzioni gestionali e di pianificazione finanziaria. Si verifica una insufficiente formazione di dati necessari all'esterno, sia dal punto di vista quantitativo che dal punto di vista qualitativo. Anche l'effettiva mancanza di convenienza per queste realtà produttive a ricorrere a forme di indebitamento quali l'emissione di titoli obbligazionari, rappresenta un ulteriore ostacolo alla possibilità di reperire le fonti di finanziamento necessarie all'avvio dei progetti aziendali. Appare evidente come per questa tipologia di impresa il canale bancario risulti l'unica fonte di finanziamento esterno a cui accedere. Da qui l'importanza dei rapporti che tali imprese instaurano con gli intermediari bancari ai fini della gestione della loro finanza.

In merito a quest'ultimo aspetto alcuni autori dimostrano la presenza di una relazione positiva tra sviluppo dell'imprenditorialità, concorrenza e crescita del valore aggiunto, in quelle aree in cui sia presente un sistema finanziario discretamente sviluppato. Di contro per le aree in cui vi sia sviluppato un tessuto produttivo caratterizzato dalla presenza di grandi imprese, appare irrilevante la presenza di un *network* finanziario locale, in virtù della nota capacità di queste imprese di attingere a finanziamenti anche sui mercati nazionali ed internazionali (Guiso, Sapienza e Zingales, 2004)

Inoltre diversi studi empirici evidenziano la persistenza di una sorta di specializzazione dimensionale del settore dell'intermediazione creditizia, per la quale le banche più strutturate operano generalmente con le imprese più grandi, mentre le banche minori sembrano essere maggiormente interessate a relazionarsi e a intrattenere rapporti con le piccole e medie imprese (Berger *et al.*, 1996; Strahan *et al.*, 1998). La conoscenza del territorio e la costruzione nel tempo di relazioni fiduciarie con tali imprese, permette alla banca locale di attenuare i rischi conseguenti alla incompleta informativa tipica delle realtà imprenditoriali minori (Birindelli *et al.*, 2010).

### 3. *Analisi descrittiva*

In questa prima fase si individuano le performance economiche delle imprese<sup>3</sup>. Il periodo preso in esame appare interessante perché, da un lato, consente di rilevare l'evoluzione delle performance reddituali e finanziarie del distretto in un periodo di relativa espansione economica (2005-2008) e, dall'altro, di evidenziare i primi effetti scaturenti dalla crisi economica e finanziaria del 2009 e la successiva ripresa registratasi nel corso del 2010.

Il piano di rilevazione si articola su un campione di 68 imprese aventi natura giuridica di società di capitali, appartenenti alla provincia distrettuale di Teramo<sup>4</sup>, legata ai settori del *made in Italy*, come l'arredo, il tessile abbigliamento e la meccanica strumentale.

Le caratteristiche economiche, sociali ed istituzionali del distretto si combinano in funzione della crescita economica e del benessere della comunità. La diffusa specializzazione settoriale, la presenza molto ampia di unità produttive, la modesta dimensione, il rapporto molto stretto con il territorio sono alcuni dei tratti distintivi del distretto. Questo modello ha rappresentato l'asse portante del sistema industriale di Teramo; ha contribuito in misura rilevante allo sviluppo e alla competitività della provincia. Ancora oggi rappresenta un punto di riferimento per l'intera economia locale, tanto è vero che Teramo mantiene la caratteristica di essere considerata una delle province più industrializzate d'Italia, con una percentuale di occupati nel settore industriale sul totale pari a oltre il 35%.

In merito al criterio di riclassificazione dei bilanci per la determinazione degli indici e dei flussi relativi, si è adottato quello maggiormente utilizzato in letteratura e notoriamente impiegato per le analisi periodiche del Centro Studi di Banca Intesa per le osservazioni sui distretti industriali<sup>5</sup>. Nella Tab. 1 si riportano gli andamenti delle variabili prese in esame.

<sup>3</sup> La base informativa viene acquisita mediante l'utilizzo della banca dati AIDA, Bureau Van Dijk.

<sup>4</sup> Il campione osservato risulta abbastanza rappresentativo. Esso si compone del 50% di piccole imprese, del 31% di medie imprese e il restante è formato da grandi unità. Il criterio di classificazione segue l'aspetto dimensionale previsto dall'ISTAT secondo cui le unità con meno di 50 addetti sono piccole imprese, fino a 249 addetti sono medie mentre le grandi imprese sono identificate come unità con oltre i 250 addetti.

<sup>5</sup> Di seguito è riportata la descrizione di alcuni indicatori di bilancio utilizzati:

- fatturato: ricavi d'esercizio;
- capitale investito: somma di immobilizzazioni tecniche nette, magazzino, crediti verso clienti, di cui capitale circolante lordo (CCL): magazzino, crediti verso clienti;

TAB. 1. *Tassi di crescita degli indicatori finanziari (in %)*

	2005-2008	2009	2010
Fatturato	40,7	-7,7	5,2
Capitale investito	52,6	-3,6	4,0
Debiti bancari	61,5	6,3	3,4
Cash Flow	-0,5	7,7	-14,4
Patrimonio netto	58,5	-0,3	3,1
Debiti bancari/fatturato (a)	28,0	32,2	32,7

(a) Valori medi annuali.

(b) Ns. elaborazione su dati di bilancio AIDA.

L'analisi del fatturato distrettuale evidenzia una sostanziale interruzione del processo di crescita. Il distretto subisce una contrazione di fatturato tale da azzerare i risultati positivi conseguiti nel quadriennio passato (-7,7%). A livello dimensionale le maggiori difficoltà sono riconducibili alle imprese di piccole e media dimensione, che non riescono a conseguire risultati positivi in termini di conduzione della gestione caratteristica. Nell'anno della ripresa inoltre mentre le piccole e medie imprese registrano una modesta crescita del fatturato la grande impresa consegue in termini di ricavi interessanti performance economiche (12,1%).

Adeguate informazioni scaturiscono dall'impiego degli altri indicatori. Tra questi, è fondamentale il capitale investito che fornisce l'indicazione dei piani d'investimento delle singole aziende, indirizzati sia verso la formazione di scorte che in investimenti tecnici. Il campione viene da un periodo di generale e positivo dinamismo che sembra interrompersi solo nel 2009, per poi registrare una ripresa in media del 4%. Per quanto riguarda invece la copertura di tali investimenti è interessante notare che sia l'apporto di mezzi propri (tipicamente capitale di rischio e reinvestimento di utili) che il ricorso alle fonti di finanziamento esterne, sembrano aver contribuito a sostenere i piani di investimento nel primo periodo mentre nella fase di crisi non si assiste ad un tra-

- debiti bancari: somma di tutti i debiti di natura bancaria, sia di breve che di lungo periodo;
- *cash flow*: misura della capacità di autofinanziamento di una impresa, relativamente ai flussi monetari generati;
- patrimonio netto: sommatoria delle poste di capitale sociale, riserve varie, al netto di eventuali perdite.

collo delle fonti di copertura, nonostante la generale riduzione del capitale investito<sup>6</sup>.

Alla luce di queste considerazioni diventa molto interessante verificare come sono stati modificati gli investimenti e le fonti di finanziamento nel campione selezionato. Volendo verticalizzare l'analisi rispetto alle componenti del capitale investito, e in particolar modo rispetto alle variazioni subite dal capitale circolante lordo e dalle immobilizzazioni, emerge un marcato dinamismo della componente in investimenti fissi, che registra valori positivi anche nell'anno di crisi. Per quanto attiene invece il tasso degli investimenti nell'attivo fisso il periodo pre-crisi registra un saldo positivo soprattutto grazie agli investimenti posti in essere dalle piccole (91%) e medie imprese (110%) e questo potrebbe rappresentare un segnale di ammodernamento del comparto relativamente alle imprese di dimensioni più contenute.

Passando alla lettura dei dati più squisitamente finanziari, emerge altresì una situazione di crescita relativa ai finanziamenti attinti con il vincolo del prestito bancario, che tende a ridursi nel periodo di crisi, mantenendo però valori di crescita positivi per quanto attiene le grandi imprese. Si delinea, soprattutto per le piccole, una relazione tra la caduta degli investimenti e la minore capacità o disponibilità di risorse finanziarie attinte con il vincolo del prestito bancario. Da questo punto di vista, invece, le medie e grandi imprese sembrano contenere maggiormente gli effetti negativi derivanti dalla contrazione del credito bancario con ripercussioni limitate rispetto alle politiche d'investimento avviate nel periodo pre-crisi. La capacità di produrre liquidità mediante la gestione corrente viene misurata dal *cash flow* operativo che, solitamente in maniera dinamica, segnala flussi monetari che si realizzano l'anno successivo a quello in cui si registra la manifestazione economica dell'operazione. Così, nel nostro caso, la contrazione di liquidità si manifesta nel 2010, anche se tale carenza pare non abbia però comportato una significativa riduzione dei piani d'investimento.

Dal punto di vista dimensionale, si genera una sorta di dualismo tra le imprese che potrebbe essere in parte spiegato dalla maggiore propensione delle unità più piccole a ricorrere a forme di autofinanziamento (7,8%), mentre le grandi imprese sembre-

<sup>6</sup> In effetti, anche in questo caso, scomponendo l'aggregato per classe dimensionale appare significativo come la grande impresa registri più alti tassi di investimento sia nel periodo di crescita (77%) che nel periodo di ripresa (5%).

rebbero più orientate a consolidare le passività bancarie (20,9%). Questa circostanza potrebbe segnalare per una buona parte del campione una sensibilità maggiore della struttura finanziaria rispetto al canale di finanziamento attinto con il vincolo del prestito bancario.

Per quanto attiene il grado di incidenza dei debiti di natura bancaria rispetto al fatturato, emerge chiaramente come nel biennio 2009-2010 si sia mantenuto un certo equilibrio in merito alla migliore gestione del sistema finanziario rispetto all'elemento dimensionale. Ciò conferma un certo grado di solidità delle imprese stesse. Analoga considerazione scaturisce dai valori assunti dalla componente del patrimonio netto, in cui emergono logiche di progressiva ricapitalizzazione da parte della proprietà anche nel periodo di maggiore difficoltà.

Dall'analisi descrittiva sin qui condotta emerge chiaramente che la crisi ha comportato per il campione in oggetto un'inversione di tendenza nell'evoluzione del capitale investito, anche in conseguenza della riduzione generalizzata del fatturato che ha generato un inevitabile contenimento di magazzino e riduzione del monte crediti. Per quanto attiene le fonti di finanziamento in conseguenza della contrazione del credito offerto si innesca un meccanismo di consolidamento delle passività bancarie, in risposta al calo di liquidità scaturente dalla contrazione del fatturato, fermo restando la struttura immutata dei costi. Tale circostanza evidenzia come la copertura dei piani di investimento nel 2010 sia stata garantita prevalentemente da forme di finanziamento bancario.

#### 4. *Modello e analisi econometrica*

Come si è più volte accennato, le analisi empiriche hanno ampiamente evidenziato la relazione positiva tra finanza e crescita (tra gli altri, King e Levine, 1993a; 1993b; Levine e Zervos, 1998; La Porta *et al.*, 2002). In generale, i paesi con sistemi finanziari più sviluppati tendono a crescere in misura maggiore. Sia il livello del sistema creditizio che le condizioni di liquidità del mercato sono tra i principali fattori che concorrono a determinare la crescita economica (Levine, 2003). I risultati però divergono quando si vuole testare la direzione di causalità, sulla cui ambiguità, in verità, non si è ancora fatta luce (Capolupo, 2007, p. 3). In letteratura, sono state impiegate diverse metodologie empiriche per esaminare natura e direzione del nesso tra sviluppo finanzia-

rio e crescita economica. Nella maggior parte dei casi gli studiosi hanno privilegiato tecniche che si basano su dati sezionali (*cross-section*), giungendo a conclusioni piuttosto consolidate sulla dinamica della relazione. In effetti, la correlazione appare quasi sempre statisticamente significativa e altamente positiva; ciò tuttavia non basta per indicare con altrettanta sicurezza la direzionalità del legame. In pratica, esiste la possibilità che due variabili siano ampiamente correlate ma altresì indipendenti (Granger, 1986). I tentativi in ambito *cross-section* di testare il fenomeno (King e Levine, 1993a; 1993b) vanno incontro a diversi limiti metodologici (Demetriades e Hussein, 1996; Eng e Shah Habibullah, 2011), che difficilmente possono essere superati nell'ambito di queste tecniche di analisi. A tale fine, l'utilizzo di *panel data* può rappresentare una valida alternativa. Questa tecnica presenta non pochi vantaggi. In primo luogo, aumenta l'informazione sui dati, ottenendo più variabilità, meno collinearità tra le variabili, maggiori gradi di libertà e più efficienza (Baltagi, 2005, p. 5). I *panel data* riescono meglio a cogliere le dinamiche di aggiustamento perché incrociano i dati *cross-section* con le osservazioni in serie storica. Inoltre, è possibile controllare l'eterogeneità individuale che può distorcere i risultati di stima. In un modello di regressione *cross-section* gli effetti specifici individuali non osservabili sono parte del termine di errore, tale per cui la relazione tra credito e crescita potrebbe soffrire di distorsione da omissione di variabili. Infine, l'uso di strumenti, su cui fa perno la metodologia dei *panel data* dinamici, può risolvere il problema di potenziale endogeneità delle variabili esplicative, che stime *cross-section* viceversa non riescono a superare.

Il lavoro si propone dunque l'obiettivo di verificare la relazione esistente tra finanziamento esterno e sviluppo in ottica microeconomica. In linea con la letteratura, la crescita aziendale viene misurata sulla base del volume del capitale investito (CAPINV) mentre il finanziamento esterno attraverso il ricorso ai debiti bancari (DEBBAN). Pertanto, il capitale investito è stato utilizzato come variabile dipendente in un modello di regressione avente come variabili esplicative i debiti verso le banche, tenuto conto altresì di variabili di controllo e di possibili effetti temporali. Per queste ultime, in sintonia con un recente lavoro di Rahaman (2011), sono stati utilizzati tre indicatori per intercettare le caratteristiche individuali delle imprese. Essi riguardano il totale attivo (ATTIVO), la leva finanziaria (LEVA) e il *cash flow* (CASHFW), che sono impiegati come variabili approssimative rispettivamente della

dimensione aziendale, dell'equilibrio finanziario e della situazione di liquidità dell'impresa.

Come già detto, particolare attenzione è stata riservata alla possibile endogeneità della variabile esplicativa del finanziamento bancario. Per trattare il problema della causalità lo studio si basa su uno stimatore dinamico GMM (Metodo Generalizzato dei Momenti) proposto da Arellano e Bond (1991). Il modello empirico adottato è il seguente:

$$(1) \quad Y_{it} = \beta_1 Y_{i,t-1} + \beta_2 X_{i,t-1} + \beta_3 Z_{it} + u_{it}$$

Dove  $i$  indica il numero di imprese;  $t$  esprime il numero di anni;  $Y$  rappresenta il capitale investito;  $X$  i debiti bancari e  $Z$  raccoglie le tre variabili di controllo. Inoltre, si assume che  $u_{it}$  segua un modello di errore così composto:

$$(2) \quad u_{it} = \pi_i + \lambda_{it} + v_{it}$$

dove  $\pi_i$  rappresenta l'effetto specifico individuale non osservato,  $v_{it}$  indica l'effetto temporale specifico e  $\lambda_{it}$  esprime il termine di errore. Pertanto, il modello dinamico descritto in queste due equazioni appare contraddistinto da due fonti di persistenza che si distribuiscono nel tempo: l'autocorrelazione dovuta alla presenza della variabile dipendente a destra dell'equazione ritardata di un periodo e gli effetti individuali caratterizzati dalla eterogeneità. In altri termini, tenuto conto che  $Y_{it}$  è funzione di  $\pi_i$  allora segue che  $Y_{i,t-1}$  sia funzione di  $\pi_i$ . Perciò anche  $Y_{i,t-1}$  è correlato con il termine di errore. Questo fa sì che lo stimatore OLS appaia distorto e inconsistente. Arellano e Bond (1991) hanno proposto un *panel data* dinamico in cui viene utilizzato uno stimatore GMM che si traduce in uno stimatore strumentale (IV) che impiega i valori ritardati dei regressori endogeni così come i valori correnti delle variabili strettamente esogene come strumenti. Questo rende le variabili endogene predeterminate e dunque non correlate con il termine di errore nell'equazione. In più, l'uso delle differenze prime GMM permette di risolvere il problema degli effetti fissi specifici. Infatti, trasformando l'equazione (1) in differenze possiamo avere:

$$(3) \quad \Delta Y_{it} = \beta_1 \Delta Y_{i,t-1} + \beta_2 \Delta X_{i,t-1} + \beta_3 \Delta Z_{it} + u_{it}$$

Tale trasformazione è utile perché consente di rimuovere l'effetto fisso presente nel termine di errore. Dall'equazione (2) si ha:

$$(4) \quad \Delta u_{it} = \Delta v_{it} + \Delta \lambda_{it}$$

Anche il problema dell'autocorrelazione della variabile dipendente è risolto in quanto viene anch'essa strumentata con i livelli passati. Infine, lo stimatore Arellano-Bond appare molto efficiente per *panel* caratterizzati da una prevalenza della numerosità delle unità di osservazioni rispetto alla dimensione temporale, come nel presente caso in cui  $N$  è uguale a 68 imprese e  $T$  è pari a 6 anni. La metodologia sviluppata assume che non ci sia autocorrelazione di secondo ordine negli errori delle differenze prime. In aggiunta, si provvede al test di Sargan-Hansen per misurare la validità e l'appropriatezza degli strumenti e il test di Granger per la causalità della relazione. In questo ultimo caso, la procedura consiste nel testare l'ipotesi che i beta dell'equazione siano uguali a zero, dopo aver controllato i rispettivi ritardi e le variabili addizionali ( $Z$ ).

Sebbene la letteratura mostri come la relazione tra credito e sviluppo sia ambigua, diversi autori, utilizzando stimatori analoghi al presente studio, trovano evidenza empirica del legame positivo tra finanza e sviluppo (Valverde *et al*, 2004; Fafchamps e Schundeln, 2010; Rahaman, 2011; Eng e Shah Habibullah, 2011). I risultati indicano in alcuni casi fenomeni di causalità e in altri di bidirezionalità e interdipendenza. Tuttavia, sembrerebbe prevalere la prima ipotesi che indica un'influenza positiva del finanziamento esterno bancario sulla crescita delle imprese.

La Tab. 2 presenta le stime *panel* con riferimento al nostro campione. I risultati attestano l'influenza del finanziamento esterno bancario sulla crescita degli investimenti. Infatti, in tutte le specificazioni del modello il coefficiente della regressione che esprime i debiti bancari è positivo e statisticamente significativo. I test di specificazione sembrano supportare il modello scelto. Ne consegue una solida affidabilità. Per non incorrere nei problemi derivanti dell'endogeneità sono stati impiegati come strumenti le variabili ritardate fino a tre periodi. In tale ambito, il test di Hansen non rigetta la validità degli strumenti, così come i test di autocorrelazione dei residui del modello in differenze prime indicano che il termine di errore in livelli non ha componenti autoregressive, giustificando la scelta degli strumenti ritardati. Al fine di irrobustire i risultati ottenuti nella prima specificazione, che si basa sulla diretta relazione tra debiti bancari e crescita degli investimenti, occorre inserire variabili aggiuntive con lo scopo di tenere costanti quelle determinanti in grado di esprimere in modo pregnante le caratteri-



Tab. 2. *Stime panel data GMM con dummy temporali*

Variabile dipendente	CAPINV (1)	CAPINV (2)	CAPINV (3)	CAPINV (4)
CAPINV <sub>-1</sub>	0.20437 (0.567)	0.207722 (0.0564)	-0.12110 (0.206)	-0.19201 (0.008)***
DEBBAN <sub>-1</sub>	1.38628 (0.012)**	1.37028 (0.012)**	0.82632 (0.038)**	0.66719 (0.045)**
LEVA	-	4.16916 (0.085)*	0.42911 (0.673)	-0.51491 (0.548)
ATTIVO	-	-	0.86413 (0.000)***	0.95013 (0.000)***
CASHFW	-	-	-	-0.52934 (0.026)**
Numero di osservazioni	272	272	272	272
Hansen test (p-value)	(0.119)	(0.120)	(0.496)	(0.465)
Arellano-Bond test per AR(1), (p-value)	(0.444)	(0.444)	(0.247)	(0.235)
Arellano-Bond test per AR(2), (p-value)	(0.282)	(0.280)	(0.526)	(0.309)

*Nota:* La stima è stata effettuata attraverso la routine *xtabond2* di Stata 10 che implementa lo stimatore GMM di Arellano-Bond. I modelli usano valori ritardati della variabile predeterminata datati fino a  $t-3$  periodi come strumenti per le equazioni in differenze prime. Inoltre entrambi i modelli contengono le *dummy* temporali come regressori e strumenti, anche se non sono riportate nella tabella.

stiche di impresa. In tutte le successive specificazioni (modelli 2, 3, 4) resta confermata la validità statistica della relazione tra credito e crescita; il segno del coefficiente che esprime i debiti bancari resta quello atteso anche una volta che sono state inserite le *dummy* temporali. In questo modo, l'esistenza del nesso tra credito e crescita si conferma pur in presenza dei cambiamenti avvenuti negli ultimi anni a seguito dello shock della crisi finanziaria.

Com'è da attendersi, la crescita dell'impresa può essere influenzata anche dalle scelte intercorse nel passato in seno alla programmazione dei piani di investimento. L'inserimento della variabile dipendente (il volume degli investimenti) ritardata a destra dell'equazione permette di catturare questo fenomeno. Nella specificazione più interessante per le nostre finalità, che è quella completa del modello 4, il coefficiente conferma la sua significatività statistica e assume il segno negativo, evidenziando il ruolo espresso dalle diverse strategie intraprese nel passato dalle imprese.

Nell'ambito delle variabili di controllo, i dati suggeriscono una relazione significativa tra crescita e dimensione aziendale, approssimata come detto dal totale attivo, e con il *cash flow*. Meno rilevante, invece, sembra essere la leva finanziaria. Ne discende per le imprese un maggiore ricorso al finanziamento esterno rispetto

alle fonti interne, e che tale prevalente comportamento sia testimonianza di una possibile strategia intrapresa della composizione della struttura finanziaria. Nell'analisi descrittiva infatti si è avuto modo di registrare un aumento dell'incidenza dei debiti bancari sul fatturato aziendale, con particolare manifestazione soprattutto per le medie e grandi imprese. Non è da escludere che la situazione, come peraltro evidenziato in precedenza, può essere stata condizionata anche dalla crisi finanziaria, che ha spinto diverse imprese a un maggiore indebitamento bancario per coprire le esigenze di cassa derivanti dal calo del fatturato.

Altresì interessante appare il caso del *cash flow*. Nell'analisi la variabile sembrerebbe incidere negativamente sul volume di crescita degli investimenti. Il risultato attesta che il ricorso al finanziamento attinto con il vincolo del prestito bancario rappresenta per il campione osservato una forma preferibile di copertura degli investimenti programmati. A riprova di quanto affermato, infatti, la relazione tra *cash flow* e capitale investito non è statisticamente significativa.

Resta infine da trattare il tema concernente il nesso di causalità tra debiti bancari e investimenti aziendali. Sebbene il modello riscontri significatività statistica dei coefficienti non si può certo affermare con certezza se le variabili finanziarie precedono la crescita. L'analisi econometrica attesta l'esistenza di una correlazione significativa tra le variabili in oggetto, ma «l'opinione spesso condivisa è che quando una variabile precede un'altra variabile, o meglio aiuta a prevedere più correttamente l'andamento di un'altra variabile, si può interpretare tale eventualità come un nesso causale tra le variabili in oggetto» (Capolupo, 2007, p. 18). A tale scopo in letteratura è comune utilizzare il test di Granger. Il metodo, che opera secondo la statistica di Wald, prevede il rifiuto dell'ipotesi nulla che la variabile  $x$  non causa la variabile  $y$ . Nel momento che l'ipotesi nulla viene rifiutata, allora c'è evidenza di un nesso causale nel senso di Granger. La procedura comporta la stima di due modelli attraverso cui definire la diversa direzionalità. I risultati sono riportati nella Tab. 3. Nella specificazione 5 la variabile dipendente è la crescita del capitale investito. In questo caso il test rigetta l'ipotesi nulla al 5%. Viceversa, nel modello 6, dove sono i debiti bancari a rappresentare la variabile dipendente, non sembra esistere una relazione positiva e significativa e ciò viene confermato dal test di Granger attraverso cui non si rifiuta l'ipotesi nulla. Pertanto, la relazione sembrerebbe assumere una forma unidirezionale, in quanto solo in un caso la relazione di causalità

Tab. 3. *Stime panel data GMM con dummy temporali*

Variabile dipendente	CAPINV (5)	DEBBAN (6)
CAPINV <sub>-1</sub>	-0.19201 (0.008)***	-0.09938 (0.298)
DEBBAN <sub>-1</sub>	0.66719 (0.045)**	-0.12624 (0.746)
LEVA	-0.51491 (0.548)	-0.95788 (0.268)
ATTIVO	0.95013 (0.000)***	0.20971 (0.000)***
CASHFW	-0.52934 (0.026)**	-0.13189 (0.426)
Numero di osservazioni	272	272
Hansen test (p-value)	(0.465)	(0.254)
Arellano-Bond test per AR(1), (p-value)	(0.235)	(0.337)
Arellano-Bond test per AR(2), (p-value)	(0.309)	(0.089)
Granger Test (p-value)	(0.0453)**	(0.2982)

*Nota:* La stima è stata effettuata attraverso la routine *xtabond2* di Stata 10 che implementa lo stimatore GMM di Arellano-Bond. I modelli usano valori ritardati della variabile predeterminata datati fino a  $t-3$  periodi come strumenti per le equazioni in differenze prime. Inoltre entrambi i modelli contengono le dummy temporali come regressori e strumenti, anche se non sono riportate nella tabella.

appare significativa e si specifica dunque nel senso che il finanziamento esterno bancario causa la crescita del capitale investito.

## 5. Conclusioni

Il lavoro ha analizzato il legame tra credito e sviluppo allo scopo di contribuire a incrementare le informazioni sul tema banche-imprese all'interno dei sistemi locali che rappresentano la principale caratteristica del modello di sviluppo territoriale dell'Italia. In particolare, l'attenzione è stata riservata al ruolo dei finanziamenti esterni bancari sulla crescita degli investimenti. Il periodo di analisi che copre l'intervallo 2005-2010 ha permesso di inquadrare *in primis* gli aspetti essenziali del legame tra investimenti e indebitamento finanziario nel periodo pre-crisi e successivamente i cambiamenti intervenuti come effetto dello shock economico.

La letteratura sulla relazione finanza-crescita è piuttosto ampia e i numerosi studi convergono nel dimostrare un nesso positivo e altamente significativo. Tuttavia resta una certa ambiguità qualora si voglia analizzare la direzione di causalità. Recenti la-

vori su campioni di imprese e regioni di diverse nazionalità hanno evidenziato, da una prospettiva *panel data*, una tendenziale prevalenza per la causalità credito bancario *versus* crescita economica.

Dall'analisi descrittiva emerge un'indicazione importante sul ruolo dell'indebitamento bancario che per molte imprese non è diminuito nel corso della crisi, ma anzi ha posto le basi per fronteggiare il calo del fatturato e del capitale circolante lordo pur in condizioni di difficoltà di attingere all'autofinanziamento. Le analisi hanno evidenziato una sostanziale solidità finanziaria. Tuttavia, il quadro ultimo offerto dalla crisi segnala una maggiore tendenza alle fonti bancarie e soprattutto all'indebitamento a lungo termine, in particolare per fronteggiare gli effetti negativi ed evitare una eccessiva restrizione degli investimenti materiali programmati negli esercizi precedenti. Tale circostanza potrebbe dunque fornire indicazioni sul rapporto stretto tra banca e impresa, sulla base di un sistema consolidato di relazioni di tipo fiduciario. L'assenza di tale rapporto significativo ed esclusivo tra la banca e l'impresa, in mancanza di una ulteriore ricapitalizzazione societaria, avrebbe potuto compromettere l'equilibrio finanziario delle imprese stesse, minandone i presupposti di economicità e sussistenza.

I risultati dell'analisi econometrica confermano la relazione statisticamente significativa tra credito bancario e investimenti. L'applicazione dello stimatore GMM con variabili strumentali che permette di controllare il problema dell'endogeneità tra le variabili, così da rendere affidabili le stime empiriche, ha permesso di fornire maggiori indicazioni sulla direzione del nesso. In linea con i recenti studi della letteratura si può affermare che l'indebitamento bancario causa la crescita. L'analisi condotta ha evidenziato inoltre l'importanza che il sistema creditizio assume per garantire sia la copertura del fabbisogno finanziario di breve periodo (capitale circolante), sia per sostenere i piani di investimento già avviati, durante la prima fase recessiva che ha interessato l'ultimo anno di rilevazione.

Non mancano tuttavia spunti di riflessione per successive elaborazioni. In primo luogo, sarebbe interessante approfondire il ruolo delle componenti finanziarie sulla crescita attraverso un intervallo temporale più ampio del database. L'obiettivo infatti riguarderebbe l'esame dell'impatto e le modalità di trasmissione della crisi finanziaria, dal momento che gli effetti sull'economia reale si stanno via via esplicando con maggiore completezza e

chiarezza in questo ultimo periodo. In secondo luogo, si potrebbe analizzare l'andamento economico-finanziario di imprese operanti in altri contesti territoriali non direttamente riconducibili a forme organizzative tipicamente distrettuali. Un'analisi comparata delle diverse realtà locali consentirebbe di testare l'esistenza o meno di un effetto distretto e valutare in dettaglio le peculiarità del rapporto tra imprese e sistema bancario e il ruolo espresso dalle istituzioni creditizie locali, così come messo in luce dalla letteratura sull'argomento, che riconosce il ruolo attivo che soprattutto le banche locali hanno rivestito nel sostenere i processi di sviluppo e di consolidamento delle realtà distrettuali (Signorini, 2000; Brusco *et al.*, 1997; Fortis, 2008).

In termini di *policy*, l'analisi evidenzia che per quelle imprese che hanno potuto contare sull'appoggio del sistema bancario, in ragione del noto rapporto fiduciario, nonostante i primi segnali di peggioramento delle condizioni di operatività del mercato creditizio, sia in termini di impieghi che di domanda, si è mantenuto un soddisfacente equilibrio finanziario che ha permesso di confermare e supportare le strategie di crescita, avviate prima della crisi. Questa situazione non può che confermare l'importanza rivestita dal sistema creditizio in relazione alla concessione delle fonti di finanziamento richieste dal tessuto produttivo. La questione è cruciale soprattutto in un periodo come quello attuale caratterizzato da incertezza e instabilità dove nel sistema generale creditizio sembra emergere una progressiva decelerazione dei prestiti bancari alla quale si va accompagnando anche un incremento delle sofferenze e un peggioramento della qualità dei prestiti. Tutto ciò induce a considerare con maggior attenzione un eventuale irrigidimento dal lato dell'offerta. Il verificarsi di fenomeni di razionamento del credito, soprattutto per le imprese di piccola dimensione, a causa della loro sottocapitalizzazione e della propensione a ricorrere prevalentemente all'indebitamento bancario, può produrre effetti distorsivi in primo luogo sulle imprese stesse, sia in termini di calo della produttività, che in termini di ammodernamento della propria struttura produttiva, e indirettamente anche sull'economia reale, con il calo della domanda aggregata e conseguente aggravio della fase recessiva in corso.

## Riferimenti bibliografici

- Alessandrini P., Presbitero A.F., Zazzaro A. (2008), *Banche e imprese nei distretti industriali*, in «Quaderni di ricerca», n. 309, Università di Ancona.
- Allen F. (1993), *Stock Market and Resources Allocation*, in C. Mayer, X. Vives (a cura di), *Capital Markets and Financial Intermediation*, Cambridge, Cambridge University Press.
- Angelini P., Generale A. (2008), *On the Evolution of Firm Size Distributions*, in «American Economic Review», vol. 98, n. 1, pp. 426-438.
- Arellano M., Bond S.R. (1991), *Some Test of Specification For Panel Data: Monte Carlo Evidence and Application to Employment Equations*, in «Review of Economic Studies», n. 58, pp. 277-297.
- Bain A.D. (1981), *Economics of Financial System*, Oxford, Martin Robertson.
- Baltagi B. (2005), *Econometric Analysis of Panel Data*, England, John Wiley & Sons, Ltd.
- Banca Intesa-San Paolo (2010), *Economia e finanza nei distretti industriali*, Terzo Rapporto, dicembre.
- Beck T., Levine R. (2001), *Stock Market, Bank and Economic Growth: Correlation or Causality*, in «World Bank. Working Papers», n. 2146.
- Berger A.N., Udell G.F. (1996), *Universal Banking and the Future of Small Business Lending*, in A. Saunders, I. Walter (a cura di), *Financial System Design: The Case for Universal Banking*, Irwin, Homewood, IL, pp. 559-627.
- Bianco M. (1997), *Vincoli finanziari e scelte reali delle imprese italiane: gli effetti di una relazione stabile con una banca*, in I. Angeloni, V. Conti, F. Passacantando (a cura di), *Le banche e il finanziamento delle imprese*, Bologna, Il Mulino.
- Brusco S., Paba S. (1997), *Per una storia dei distretti industriali*, in F. Barca (a cura di), *Storia del capitalismo italiano*, Roma, Donzelli.
- Caivano M., Rodano L., Siviero S. (2010), *La trasmissione della crisi finanziaria globale all'economia italiana. Un'indagine controfattuale 2008-2010*, in «Questioni di Economia e Finanza», n. 64.
- Capolupo R. (2007), *Indici di sviluppo finanziario e crescita: l'evidenza sull'Italia*, in «Working Paper», n. 0020, Università di Bari.
- Demetriades P.O., Hussein K.A. (1996), *Does Financial Development Cause Economic Growth? Time Series Evidence from 16 Countries*, in «Journal of Development Economics», n. 51, pp. 387-411.
- Diamond D. (1984), *Financial Intermediation and Delegated Monitoring*, in «Review of Economic Studies», vol. 51, n. 3, pp. 57-70.
- Eng Y.-K., Shah Habibullah M. (2011), *Financial Development and Economic Growth Nexus: Another Look at The Panel Evidence From Different Geographical Regions*, in «Bank and Bank System», vol. 6, n. 1, pp. 62-71.

- Fafchamps M., Schundeln M. (2010), *Local Development and Firm Performance: Evidence from Morocco*, mimeo.
- Fama E. (1985), *What's the Difference About Banks?*, in «Journal of Monetary Economics», vol. 41, n. 1, pp. 393-414.
- Fortis M. (2008), *Banche territoriali, distretti e piccole e medie imprese*, Bologna, Il Mulino.
- Gaiotti E., Generale A. (2002), *Does Monetary Policy Have Asymmetric Effects? A Look at the Investment Decisions of Italian Firms*, Banca d'Italia, in «Temi di discussione», n. 429.
- Gertler M. (1988), *Financial Structure and Aggregate Economic Activity: An Overview*, in «Journal of Money, Credit and Banking», n. 20, pp. 559-588.
- Giannola A., Sarno D. (2004), *Strutture finanziarie, vincoli di liquidità, performance e crescita delle imprese. Un'analisi territoriale*, in M. Bagella (a cura di), *Finanza e crescita. Quali vincoli? Quali rischi?*, Bologna, Il Mulino.
- Gnesutta C. (1986), *Sistema finanziario, mercati e intermediari in una fase di transizione*, in AA.VV. (a cura di), *Oltre la crisi. Le prospettive di sviluppo dell'economia italiana e il contributo del sistema finanziario*, Bologna, Il Mulino.
- Goldsmith R. (1969), *Financial Structure and Development*, New Haven, Yale University Press.
- Granger C.W.J. (1986), *Developments in the Study of Cointegrated Economic Variables*, in «Oxford Bulletin of Economics and Statistics», n. 48, pp. 213-218.
- Guiso L., P. Sapienza, Zingales L. (2004), *Does Local Financial Development Matter?*, in «The Quarterly Journal of Economics», vol. 119, n. 3, pp. 929-969.
- Gurley J.G., Shaw E.S. (1955), *Financial Aspect of Economic Development*, in «American Economic Review», settembre, p. 3.
- Gurley J.G., Shaw E.S. (1960), *Money in a Theory of Finance*, Washington, The Brookings Institution.
- Kindleberger C. (1978), *Manias, Panics and Crashes*, New York, Basic Books.
- King R.G., Levine R. (1993a), *Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right*, in «Quarterly Journal of Economics», vol. 108, n. 3.
- King R.G., Levine R. (1993b), *Finance, Entrepreneurship and Growth: Theory and Evidence*, in «Journal of Monetary Economics», n. 32, pp. 513-542.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Andrei S. (2002), *Government Ownership of Banks*, in «Journal of Finance», vol. 57, n. 1, pp. 265-301.
- Lehay M., Scich S., Wehinger G., Pelgrin F., Thorgeirsson T. (2001), *Contributions of Financial System to Growth in OECD Countries*, in OECD Economic Department Working Paper, p. 280.

- Leva L., Piazza M. (2004), *Sviluppo del sistema finanziario e crescita economica: quanto contano le differenze regionali?*, in M. Bagella (a cura di), *Finanza e crescita. Quali vincoli? Quali rischi?*, Bologna, Il Mulino.
- Levine R. (2003), *More on Finance and Growth: More Finance, More Growth?*, The Federal Reserve Bank of St. Louis.
- Levine R., Zervos S. (1998), *Stock Market, Bank and Economic Growth*, in «American Economic Review», n. 88, pp. 537-558.
- Magri S. (2007), *The Financing of Small Innovative Firms: The Italian Case*, Banca d'Italia, in «Temi di discussione», n. 640.
- Manzocchi S., Padoan P.C. (2004), *Il nesso finanza-crescita nella recente letteratura economica*, in M. Bagella (a cura di), *Finanza e crescita. Quali vincoli? Quali rischi?*, Bologna, Il Mulino.
- Mayer C. (1988), *New Issue in Corporate Finance*, in «European Economic Review», n. 3, pp. 1167-1189.
- Minsky H.O. (1975), *John Maynard Keynes*, New York, Columbia University Press.
- Modina M. (2010), *Ricorso al debito e rapporto banca-impresa: un inquadramento teorico*, in G. Birindelli, M. Modina (a cura di), *Le evidenze di un'analisi territoriale alla luce della crisi finanziaria*, Milano, Franco Angeli.
- Myers S., Majluf N.S. (1984), *Corporate Financing and Investment Decision When Firms Have Information That Investor Do Not Have*, in «Journal of Financial Economics», vol. 13, n. 2, pp. 187-221.
- Niccoli A. (1989), *L'innovazione finanziaria*, Roma, La Nuova Italia Scientifica.
- Panetta F., Signoretti F.M. (2010), *Domanda e offerta del credito in Italia durante la crisi finanziaria*, in «Questioni di Economia e Finanza», n. 63.
- Perotti R., von Thadden F. (2003), *The Political Economy of Bank and Market Dominance*, mimeo.
- Rahaman M.M. (2011), *Access to Financing and Firm Growth*, in «Journal of Banking & Finance», n. 35, pp. 709-723.
- Rajan R., Zingales L. (1998), *Financial Dependence and Growth*, in «American Economic Review», n. 88, pp. 559-586.
- Schumpeter J.A. (1949), *The Theory of Economic Development*, Cambridge, Harvard University Press.
- Sharpe M. (1990), *Asymmetric Information, Bank Lending and Implicit Contracts: A Stylized Model of Customer Relationship*, in «Journal of Finance», n. 45, pp. 716-727.
- Shaw E.S. (1973), *Financial Innovation*, Lexington Books, D.C. Helath, Farnborough, Hans.
- Signorini L.F. (2000), *Lo sviluppo locale*, Corigliano Calabro, Meridiana libri.



- Strahan P.E., Weston J.P. (1998), *Small Business Lending and the Changing Structure of the Bank Industry*, in «Journal of banking and finance», n. 22, pp. 821-845.
- Valverde S.C., Lopez Del Paso R., Fernandez F.R. (2004), *Banks, Financial Innovations and Regional Growth*, in «Working Paper», n. 04/34.
- Williamson S.D. (1987), *Cost Monitoring, Financial Intermediation and Equilibrium Credit Rationing*, in «Quarterly Journal of Economics», n. 102, pp. 135-145.