

\\ 121 \\

**Il credito commerciale in Italia:
una nota su alcuni aspetti strutturali e
sulle implicazioni di politica monetaria**

di

Giuseppe Marotta

Novembre 1995

Università di Modena
Dipartimento di Economia Politica
Viale Berengario, 51
41100 Modena (Italia)
e-mail: marotta@merlino.unimo.it

IL CREDITO COMMERCIALE IN ITALIA: UNA NOTA SU ALCUNI ASPETTI STRUTTURALI E SULLE IMPLICAZIONI DI POLITICA MONETARIA

Giuseppe Marotta

Classificazione del JEL: E52, G32

Abstract: Aggregate gross and net trade credit for two panels of large and medium-sized private firms can be explained through stable (cointegrated) relations over the time span 1970-93, thus resulting impermeable to the quite dramatic changes in the financial environment; contrary to the credit view, large firms do not expand net trade credit when monetary policy is restrictive. Implicit interest charges accruing out of the stretching of net inter-firm payment periods are shown to be of a sizable amount and varying across size, sectors and class of profitability, thus enhancing uneven liquidity effects of the monetary policy through the interest rate channel.

Dipartimento di Economia Politica, viale Berengario 51, 41100 Modena; tel. 059-417876, fax 059-417848, e-mail MAROTTA@MERLINO.UNIMO.IT. Il lavoro si è avvalso di contributi 40% e 60% del Ministero dell'Università e della Ricerca Scientifica.

1. Introduzione

Il nesso tra politica monetaria e credito commerciale è stato di recente oggetto di alcuni lavori prevalentemente empirici, perché la controversia (*only*) *money vs credit view* sul meccanismo di trasmissione della politica monetaria ha posto al centro dell'attenzione le differenti opportunità di accedere a finanziamenti esterni per imprese di dimensioni diverse e le conseguenti implicazioni distributive di misure restrittive di politica monetaria. Un'implicazione della *credit view* è infatti che se le banche non possono schermare dagli impulsi restrittivi della politica monetaria, tramite politiche di *asset* (riduzione del portafoglio titoli) e/o di *liabilities management*, l'ammontare dei fondi prestabili, la difficoltà per le medio-piccole imprese a sostituire prestiti bancari con finanziamenti diretti di mercato introduce un canale aggiuntivo, incentrato su shocks all'offerta di impieghi, al meccanismo classico di trasmissione della politica monetaria (Bernanke - Blinder, 1988). Se però, accanto alla dicotomia analitica tra piccole (*bank dependent*) e grandi imprese, si include tra gli strumenti di finanziamento il credito commerciale, contraddistinto nel contesto istituzionale americano da un ampio differenziale positivo d'interesse rispetto agli impieghi bancari, l'efficacia della politica monetaria restrittiva può essere attenuata ove le grandi agiscano da intermediari impropri, ridistribuendo alla Meltzer (1960)¹, sotto forma di dilazioni di pagamento, i finanziamenti diretti ottenuti sul mercato alle piccole, soggette a razionamento del credito e/o a penalizzazioni eccessive di costo.

L'obiettivo di esaminare la rilevanza di questo approccio anche in contesti diversi da quello americano e la consapevolezza delle forti disomogeneità nelle consuetudini nazionali circa i sistemi di finanziamenti commerciali motivano il moltiplicarsi di sforzi per giungere a stime, anche se rozze, della dimensione macroeconomica e della sua allocazione tra i diversi segmenti merceologici e dimensionali delle imprese. In effetti, al di là delle statistiche di bilancia dei pagamenti sui crediti commerciali da e con l'estero per l'intera economia, solo pochissimi paesi forniscono stime che includano la componente interna; il guadagno informativo offerto da basi di dati d'impresa, oltre ai limiti spesso molto forti circa la loro rappresentatività, specie nel caso di campioni chiusi, va spesso a scapito della disponibilità di serie storiche sufficientemente lunghe per poter effettuare adeguate indagini econometriche circa l'esistenza di relazioni statisticamente significative sui nessi tra la politica monetaria e le decisioni di erogazione dei crediti e di domanda di finanziamenti commerciali da parte delle imprese.

Una premessa per un confronto a livello internazionale è costituita dallo studio condotto presso la BRI, nell'ambito di una ricerca sulle differenze nazionali nel meccanismo di trasmissione della politica monetaria, sulla struttura finanziaria delle imprese (Kneeshaw, 1995). In un paese, la Francia, comparabile con l'Italia quanto a criteri di rilevazione statistica, dimensione e struttura economica, il settore delle imprese non finanziarie aveva nel 1993 crediti e debiti commerciali pari rispettivamente al 49.3 e al 39.4 per cento del PIL, ovvero circa il triplo dei corrispondenti valori per Stati Uniti e Gran Bretagna (tab. 1). Con tutte le avvertenze del caso, questi dati sembrano riproporre una classificazione tra sistemi banco-centrici e non, con un maggiore ruolo delle banche per sovvenire all'arretratezza nei sistemi di regolazione dei rapporti di credito tra imprese. A questo proposito è interessante notare come il paese banco-centrico per

¹ Recentemente, questa visione, che nella letteratura sul credito commerciale è nota come teoria del credito netto (cfr. Brechling-Lipse, 1963) è stata così riproposta da alcuni sostenitori della *credit view*: "The [credit] view of the monetary policy transmission has implications for the pattern of interfirm trade credit flows (...) For example, if loan supply is constricted, we might expect to see larger firms with access to public debt markets extending more trade credit to smaller firms (...)" (A.K. KASHYAP et al., 1993, p. 88).

eccellenza, la Germania, contraddistinto da rigorose norme circa il rispetto dei termini di pagamento (Dallocchio, 1993), presenti le dimensioni più contenute per entrambi i crediti e i debiti. Come accennato, dati comparabili non sono disponibili nel caso italiano, anche se presumibilmente non dovrebbero essere molto diversi dal caso francese, anche alla luce delle informazioni ottenibili da dati aziendali (vedi Confindustria, 1990).

Tabella 1

Crediti e debiti commerciali del settore non finanziario
(in percentuale del PIL)

	Crediti		Debiti	
	1983	1993	1983	1993
Canada	20.4	19.3	22.5	21.1
Francia	42.4	49.3	40.2	39.4
Germania	7.5	5.7	4.6	3.5
Giappone	64.4	50.8	52.1	39.0
Regno Unito	19.4	14.7	20.3	15.5
Spagna	40.1	32.1	30.6	20.8
Stati Uniti	17.5	15.8	14.2	12.8

Fonte: Kneeshaw (1995), Table 6.

Questo lavoro si inserisce in un progetto di ricerca sul fenomeno del credito commerciale in Italia che nelle elaborazioni empiriche si è concentrato su dati disaggregati relativi al campione chiuso di imprese manifatturiere private della Centrale dei Bilanci (Marotta 1992, 1995). Qui si intendono indagare, con i dati del campione Mediobanca, che comprende solo imprese medie e grandi, due aspetti strutturali, e trarre alcune implicazioni per l'operare della politica monetaria. Il primo aspetto, non esaminato in modo rigoroso nei lavori citati, a causa dei limiti temporali posti dalla disponibilità di dati del *panel* di imprese manifatturiere private solo dal 1982, è se l'evidenza empirica relativa allo scorso decennio segni una soluzione di continuità con quella degli anni settanta, come sembrerebbe da una semplice analisi descrittiva dell'andamento nel periodo 1968-93 dei crediti commerciali lordi e netti aggregati per i due gruppi delle imprese private medie e grandi private del campione chiuso di Mediobanca, oppure se sia possibile rinvenire relazioni econometriche stabili (di cointegrazione) per l'intero quarto di secolo, nonostante i profondi mutamenti verificatisi quanto a regimi di politica monetaria e a sviluppo dei mercati finanziari nel passaggio dagli anni '70 al periodo successivo (par. 2). Il secondo aspetto è costituito dalla dimensione dei flussi impliciti di oneri finanziari in eccesso che in presenza di incertezza nei tempi effettivi di pagamento o incasso dei debiti/crediti commerciali le imprese, classificate oltre che per la dimensione, anche per settori merceologici e per tipologia di redditività, devono sopportare, con ovvie conseguenze negative sulla loro situazione patrimoniale. Questo canale del meccanismo di trasmissione, esaltando gli effetti di liquidità di manovre sui tassi di interesse, può generare effetti redistributivi della politica monetaria a danno delle imprese meno grandi (par. 3). La discussione di alcune implicazioni circa le modalità di funzionamento della politica monetaria e l'operare degli intermediari bancari e non conclude il lavoro (par. 4).

2. Crediti e debiti commerciali nel periodo 1968-93

2.1. Un'analisi descrittiva

L'andamento di una serie di indicatori sulla gestione finanziaria corrente ricavabili dai dati aggregati per le due classi di imprese private medie e grandi del campione chiuso di Mediobanca sembra individuare nel passaggio dagli anni settanta agli anni ottanta un mutamento strutturale; in misura più attenuata lo stesso avviene all'inizio degli anni '90, quando all'inizio di una fase negativa del ciclo economico si somma l'esaurirsi dello shock positivo sull'offerta di prestiti bancari tra il 1987 e il 1991 (cfr. Buttiglione-Ferri, 1994).

Un indicatore sintetico della gestione dei crediti commerciali, costituito dall'incidenza sul fatturato dei crediti netti, presenta nell'arco temporale 1968-1993 andamenti differenziati nei diversi sottoperiodi. Dopo una fase di redistribuzione a favore della media impresa sino alla fine degli anni settanta, la tendenza si è progressivamente rovesciata, con un'attenuazione nei primi anni '90 (fig. 1). Considerando i crediti netti a prezzi costanti per i due aggregati d'impresa, sembra emergere una modifica nella correlazione dei profili ciclici delle due serie intorno al 1980, confermata dall'indice di correlazione lineare, che passa da 0.90 tra il 1968 e il 1980 a -0.43 tra il 1981 e il 1993. Per meglio valutare questi andamenti è opportuno introdurre nel quadro conoscitivo l'altro elemento costitutivo del capitale circolante, ovvero il magazzino. Un aumento dei crediti commerciali potrebbe infatti risultare in contropartita al mantenimento di scorte più elevate presso l'impresa debitrice. L'evidenza empirica mostra invece come la redistribuzione dei crediti commerciali a favore della grande impresa sia avvenuta contemporaneamente a un'ancor più significativa tendenza sfavorevole alla media impresa nella gestione delle scorte. L'evidenza visiva individua ancora in un intorno del 1980 il punto di svolta; a differenza dei crediti netti, la forbice si è ulteriormente divaricata a sfavore delle medie imprese nel periodo finale.

(FIGURA 1 QUI)

L'incidenza dei debiti bancari sulle passività a breve (impieghi e debiti commerciali), mentre nel corso degli anni '70 era risultata abbastanza simile per le due classi di imprese, ha successivamente registrato un ampliarsi del differenziale a scapito delle medie; alla fine del periodo la quota è pari a circa un terzo per le grandi mentre risulta ancora inferiore alla metà per le medie. Queste ultime non sono riuscite a consolidare il processo di riduzione della quota dei debiti bancari, finendo anzi nei primi anni '90 per raggiungere livelli storicamente elevati; le grandi, invece, solo nella parte terminale del periodo hanno parzialmente invertito la tendenza al contenimento, ottenuto tramite sia il minor ricorso alle banche ma anche attraverso l'allungamento delle dilazioni dei pagamenti dovuti ai fornitori (figg. 3-4).

(FIGURE 2, 3 e 4 QUI)

Anche la posizione di liquidità delle imprese, come rappresentata dalla quota sul fatturato dei titoli e della liquidità in portafoglio, ha registrato andamenti differenziati nel tempo: mentre nel corso degli anni settanta per entrambe le categorie di imprese non emerge una tendenza univoca, a partire dal 1980 si è verificata una crescita impetuosa dell'indicatore, che sia pure con un punto di svolta intorno al 1986-87. Tuttavia, nella fase di flessione, mentre le imprese medie, pur decumulando in termini relativi, sono rimaste su livelli storicamente elevati, nel caso delle grandi il fenomeno ha assunto ritmi molto più vivaci, finendo su livelli prossimi a quelli di inizio

decennio. Una possibile motivazione per questa divaricazione può essere ricondotta a una di natura precauzionale per assicurarsi contro rischi di illiquidità derivanti dall'estensione, più intensa nelle prime, dei crediti commerciali netti.

(QUI FIGURA 5)

L'esame descrittivo dei diversi indicatori sembra concordare nell'individuare in un intorno del 1980 e, sia pure con minore nettezza, del 1990 i momenti di un possibile mutamento strutturale nella gestione del capitale circolante e in particolare del credito commerciale, anche se non è possibile districare, su dati aggregati, le componenti della domanda da quelle dell'offerta. Ai fini di un'indagine sui nessi strutturali tra credito commerciale e politica monetaria sembra quindi opportuno privilegiare l'esplorazione nell'intervallo temporale più esteso possibile per verificare in modo statisticamente rigoroso se sono rinvenibili mutamenti strutturali in corrispondenza a quelle particolari date.

2.2. *Un'analisi econometrica*

Nell'individuare le relazioni oggetto dell'indagine si considereranno nell'ordine i crediti lordi e quelli netti, variabile quest'ultima che più è rilevante ai fini di una valutazione circa gli effetti della politica monetaria. Poiché l'interesse dell'esercizio è rivolto all'esistenza o meno di relazioni stabili interessanti dal punto di vista economico, ci si limiterà a considerare i nessi di lungo periodo, ponendo particolare attenzione agli aspetti di cointegrazione e di mutamenti strutturali nel 1980² e nel 1990.

La strategia di indagine econometrica è stata quella di esplorare i possibili nessi tra crediti commerciali, fatturato (come variabile di transazioni) e variabili di disponibilità finanziarie (liquidità, prestiti bancari e da fornitori) e/o di costo (tasso medio sugli impieghi in lire³ in lire e tasso d'inflazione). Un punto delicato è rappresentato dalla compresenza, su dati aggregati, di debiti commerciali che rappresentano i crediti concessi dall'impresa *i*-esima a quella *j*-esima compresa nel campione. Tuttavia, questo possibile elemento di simultaneità non dovrebbe essere quantitativamente significativo in un campione chiuso come quello qui esaminato e potrebbe in ogni caso essere sottoposto a verifiche di esogeneità debole dei regressori (non si riportano nel lavoro le statistiche del test di Hausman, che accettano sempre l'ipotesi nulla). In generale, le specificazioni finali ottenute seguendo la consueta metodologia dal generale al particolare, individuano relazioni di cointegrazione, come riscontrabile dalla statistica di Dickey-Fuller⁴, che superano anche i test di Chow di cambiamento strutturale al 1980 e di Hendry di fallimento previsivo per gli anni 1991-1993 nonché l'ulteriore verifica (informale) con le stime ricorsive. E' inoltre sempre accettata l'ipotesi nulla di relazione statica (ovvero di assenza di termini ritardati della variabile dipendente), come ci si dovrebbe aspettare data la relativa facilità nel modulare

² Anche se si riportano le statistiche per il solo 1980, esercizi analoghi condotti per gli anni sino al 1983, anche per tener conto degli effetti del regime di massimale sul credito vigente sino a quest'ultimo anno, forniscono esiti molto simili.

³ Solo nella Relazione sul 1994 la Banca d'Italia ha fornito informazioni, tratte da un questionario rivolto a un campione rappresentativo di imprese manifatturiere medio-grandi (almeno 50 dipendenti), su alcune caratteristiche contrattuali dei debiti commerciali, tra cui i tassi d'interesse impliciti negli sconti ottenibili con pagamenti anticipati, ma senza includere eventuali penali (peraltro notoriamente di difficile applicazione).

⁴ La statistica è validamente utilizzabile in presenza di residui non autocorrelati. Non si riportano, per motivi di spazio, i test statistici condotti sulle singole serie storiche (in logaritmo), che risultano integrate di ordine 1 ai livelli e di ordine 0 alle differenze.

temporalmente i termini dei finanziamenti commerciali attivo e passivo (cfr. al riguardo le considerazioni in Marotta, 1992).

In una semplice equazione log-lineare i crediti commerciali lordi per le imprese medie sono determinati, con segno positivo, dal fatturato e dai debiti commerciali (variabile di disponibilità di finanziamenti) e, con segno negativo, dal tasso d'inflazione (interpretabile come un costo opportunità); non è imposta, ma è accettabile, l'ipotesi nulla di omogeneità lineare dei crediti commerciali lordi al fatturato e ai debiti con i fornitori (tab. 2). Nel caso delle imprese grandi la relazione, che solo marginalmente accetta l'ipotesi nulla di radici unitarie nei residui e dunque di assenza di cointegrazione a un livello di significatività del 5% ma non mostra indizi di mutamenti strutturali negli anni indicati, è simile quanto alle variabili di scala (fatturato e debiti commerciali) ma include, a differenza del caso precedente, non un termine di costo bensì, con segno positivo, il differenziale tra il tasso di variazione delle disponibilità di titoli e della liquidità e quello dei debiti bancari a breve. Questo regressore è interpretabile come un indicatore che per le imprese grandi, più attrezzate per una gestione finanziaria integrata dell'attivo e del passivo, vi è un nesso di complementarità, almeno nel breve periodo, tra la disponibilità netta di risorse liquide e l'erogazione di crediti commerciali.

Tabella 2

Crediti commerciali lordi

Imprese medie(M) e grandi(G) del campione chiuso di Mediobanca: 1969-1993 ; stime OLS; t-statistici consistenti per eteroschedasticità in parentesi

variabile dipendente: LCCM

costante	LFAM	INFL	LDCM
-970 (2.30)	.632 (7.18)	-.707 (5.67)	.407 (5.83)

$R^2_c = .99$; SER = .025; DW = 2.00; forma funzionale $F(1,20) = .12$; normalità CHI-SQ (2) = 1.69; eteroschedasticità $F(1,23) = .13$; radici unitarie DF = -4.96 (-4.58); Chow test al 1980 $F(4,17) = 1.40$; fallimento previsivo al 1990 $F(3,17) = .02$

variabile dipendente: LCCG

costante	LFAG(-1)	LDCG	DLDISPN	DLFAG
-2.890 (3.32)	.585 (5.45)	.545 (6.74)	.065 (5.23)	.374 (2.83)

$R^2_c = .99$; SER = .025; DW = 2.05; forma funzionale $F(1,19) = 4.21^{**}$; normalità CHI-SQ (2) = 3.98^{**}; eteroschedasticità $F(1,23) = 2.06$; radici unitarie DF = -4.93 (-5.02); Chow test al 1980 $F(5,15) = .96$; fallimento previsivo al 1990 $F(3,17) = .96$

Legenda:

LCCM(G) = log (crediti commerciali lordi a prezzi costanti, usando il deflatore del PIL)

LFAM(G) = log (fatturato lordo a prezzi costanti)

LDCM(G) = log (debiti commerciali a prezzi costanti)

DLDISPN = differenziale tra i tassi di variazione delle disponibilità in titoli e liquidità e dei debiti bancari a breve termine, entrambi a prezzi costanti

INFL = tasso di variazione del deflatore del PIL (punti percentuali).

** = significativo al livello del 5%.

Nella spiegazione dei crediti commerciali netti, per cui si è adottata una specificazione simile a quella per i crediti lordi⁵, emergono ulteriori aspetti che differenziano le medie dalle grandi imprese:

1. come già nel caso dei crediti lordi, solo per le grandi imprese è significativo un effetto di liquidità, almeno nel breve periodo;

2. inoltre, ed è questo l'aspetto più importante, l'ammontare dei debiti bancari complessivi di inizio periodo entra con segno diverso, negativo per le medie imprese e positivo per le grandi (tab. 3).

Tabella 3

Crediti commerciali netti

Imprese medie(M) e grandi(G) del campione chiuso di Mediobanca: 1969-1993 ; stime OLS; t-statistici consistenti per eteroschedasticità in parentesi

variabile dipendente: LCNM

costante	LFAM	LDEBM(-1)	INFL
-1.622 (3.49)	1.149 (12.50)	-.186 (2.00)	-.014 (4.19)

$R^2 c = .96$; SER = .064; DW = 2.30; forma funzionale $F(1,20) = .12$; normalità CHI-SQ (2) = 1.38; eteroschedasticità $F(1,23) = .90$; radici unitarie DF = -5.70 (-4.59); Chow test al 1980 $F(4,17) = .57$; fallimento previsivo $F(3,18) = .63$.

variabile dipendente: LCNG

costante	LFAG(-1)	LDEBG(-1)	DLDISPG
-10.940 (4.29)	1.229 (9.93)	.230 (2.09)	.308 (3.87)

$R^2 c = .89$; SER = .097; DW = 2.24; forma funzionale $F(1,20) = .03$; normalità CHI-SQ (2) = 5.92; eteroschedasticità $F(1,23) = 2.39$; radici unitarie DF = -5.60 (-4.59); Chow test al 1980 $F(4,17) = 1.06$; fallimento previsivo al 1990 $F(3,189) = .12$.

Legenda:

LCNM(G) = log (crediti commerciali netti a prezzi costanti)

LFAM(G) = log (fatturato lordo a prezzi costanti)

LDEBM(G) = log (debiti bancari complessivi a prezzi costanti)

DLDISPG = tasso di variazione delle disponibilità in titoli e liquidità, a prezzi costanti.

In una valutazione complessiva dell'esercizio econometrico qui condotto per i crediti commerciali lordi e netti emerge innanzitutto che l'ipotesi di una soluzione di continuità a cavallo del 1980 e del 1990, come sembrava fosse suggerito dall'evidenza descrittiva, non è convalidata. In secondo luogo, pur con le cautele suggerite dal fatto che si tratta di forme ridotte, le equazioni stimate mostrano che le determinanti sono diverse a seconda della classe dimensionale: in particolare, solo per le grandi viene individuato un ruolo per una gestione integrata della liquidità attiva e passiva. Infine, con riferimento agli effetti della politica monetaria, per le grandi imprese si individua un nesso di complementarità tra la disponibilità di risorse finanziarie, siano esse ottenute a debito dalle banche o siano esse mantenute come

⁵ Specificazioni lineari, aventi per variabile dipendente la quota sul fatturato dei crediti netti, forniscono risultati economicamente molto simili e sono disponibili a richiesta.

liquidità, e l'erogazione di crediti commerciali netti; viceversa, nel caso delle medie, una maggiore esposizione nei confronti delle banche tende a essere compensata riducendo il fabbisogno di fondi derivante dalla concessione di crediti commerciali netti. E' da precisare che in termini quantitativi questi nessi sono relativamente deboli (il valore dell'elasticità rispetto ai debiti bancari è pari, in valore assoluto, a circa 0.2), per cui la politica dei crediti commerciali solo in misura parziale rafforza o mitiga, a seconda dei casi, l'impatto di riduzioni nei prestiti bancari. Un'implicazione importante di questi risultati è tuttavia che una manovra restrittiva di politica monetaria che riduca la disponibilità di fondi bancari si traduce in uno spostamento dei crediti commerciali netti dalle medie alle grandi, ovvero esattamente nella direzione opposta a quella ipotizzata dalla *credit view*, come del resto suggerito da altri riscontri empirici ottenute su altre basi di dati nel caso italiano (cfr. Marotta 1995, anche per riferimenti ad esperienze di altri paesi).

3. Una stima degli oneri finanziari in eccesso

In questo paragrafo si fornisce una stima dei flussi di interessi passivi impliciti attribuibili allo stato di arretratezza del sistema dei pagamenti tra imprese nel nostro paese, come noto caratterizzato da tempi di incasso estremamente ampi e non predeterminati, nonché da modalità di regolamentazione dei rapporti di credito/debito che non consentono un'adeguata e tempestiva protezione al creditore.⁶

Il procedimento di stima seguito consiste nel ricostruire l'ammontare di finanziamenti bancari in eccesso richiesti per erogare crediti commerciali netti che comportino dilazioni nella regolazione delle transazioni superiori a parametri temporali fissi (90 o 60 giorni, a titolo esemplificativo) e nel determinare i conseguenti oneri finanziari, che peraltro costituiscono solo una parte dei costi che l'assenza di modalità trasparenti nella regolazione degli obblighi contratti determina (detenzione di scorte di liquidità precauzionale, oneri amministrativi, ecc.).

Nel decennio 1984-1993, la quota sui finanziamenti bancari a breve termine dei crediti commerciali netti in eccesso rispetto a una dilazione di pagamento di 90 giorni si commisura mediamente al 47 e al 16.4 per cento per le imprese private medie e grandi, rispettivamente, comprese nel campione chiuso (nel caso di una dilazione pari a 60 giorni, i corrispondenti valori sono 60.8 e 35.5). Considerando il più ampio campione aperto, tali valori, lievemente inferiori, presumibilmente per effetti di composizione settoriali, mostrano una distanza tra medie e grandi imprese private per la quota dei crediti commerciali netti sui debiti bancari a breve di circa 20 punti percentuali (tab. 4).

⁶ Secondo l'indagine della Banca d'Italia, la maggior parte dei debiti commerciali vengono regolati mediante strumenti che non garantiscono il creditore: il 52.2 per cento mediante rimesse dirette, in assenza quindi di un titolo esecutivo, e il 39.8 per cento mediante ricevuta bancaria, che è un titolo di credito che può essere portato allo sconto, ma che non è uno strumento esecutivo. In entrambi i casi, se il cliente non provvede al pagamento alla scadenza non subisce immediatamente conseguenze giuridiche e il creditore deve procedere in via giudiziale, con le prevedibili lungaggini dato lo stato della giustizia in Italia.

Tabella 4

Crediti commerciali netti in eccesso delle imprese private
(in % dei debiti bancari a breve termine)

anno	in eccesso a 90 giorni				in eccesso a 60 giorni			
	medie		grandi		medie		grandi	
	camp. chiuso	camp. aperto	camp. chiuso	camp. aperto	camp. chiuso	camp. aperto	camp. chiuso	camp. aperto
1984	52	31	28	24	68	46	44	39
1985	60	36	26	22	77	53	45	40
1986	59	43	24	21	76	61	47	43
1987	59	47	9	10	75	64	30	31
1988	51	41	14	15	68	58	39	37
1989	48	42	9	11	60	55	30	30
1990	40	39	8	10	51	51	26	26
1991	38	40	15	14	49	53	32	30
1992	33	34	14	12	43	46	29	27
1993	30	32	17	14	41	44	33	28
media	47	38,5	16,4	15,3	60,8	53,1	35,5	33,1

Fonte: ns elaborazioni da Mediobanca (1994). I crediti commerciali lordi in eccesso sono stati ottenuti sottraendo da quelli effettivi (rettificati per le svalutazioni) quelli generati applicando una dilazione di incasso pari a 90 e a 60 giorni al fatturato netto dell'anno. Analogamente, i debiti commerciali lordi in eccesso sono stati ottenuti replicando il metodo di calcolo nel caso degli acquisti di beni e servizi.

Tabella 5

Oneri finanziari in eccesso
(in % degli oneri finanziari effettivi)

anno	medie		grandi	
	oltre 90 giorni	oltre 60 giorni	oltre 90 giorni	oltre 60 giorni
1985	20	30	11	18
1986	24	34	9	18
1987	29	40	6	15
1988	29	40	5	14
1989	27	37	6	15
1990	26	34	4	12
1991	25	33	5	13
1992	24	32	6	12
1993	21	28	5	11
media	25	34,22	6,33	14,22

Fonte: ns elaborazioni su dati del campione aperto Mediobanca (1994) e Banca d'Italia. Gli oneri finanziari in eccesso, calcolati applicando il tasso medio dei prestiti in lire alle consistenze medie dei crediti commerciali netti in eccesso, ottenuti come esposto nella tab. 4, sono rapportati agli oneri finanziari effettivi, esclusi quelli relativi ai finanziamenti obbligazionari.

Assumendo come costo opportunità il tasso medio sugli impieghi in lire, e dunque non tenendo conto del differenziale dei tassi attivi, favorevole alle grandi imprese, l'incidenza dei maggiori oneri finanziari su quelli effettivi (al netto di quelli relativi ai finanziamenti obbligazionari) per le imprese incluse nel campione aperto è pari al 25 e al 6.3 per cento, rispettivamente per le medie e le grandi, nel caso di dilazioni a 90 giorni, e al 34.2 e 14.2 nel caso di dilazioni a 60 giorni (tab. 5). Esaminando la dinamica delle serie emerge come la riallocazione dei crediti commerciali netti a favore delle grandi imprese si concretizzi in una quota pressoché costante per gli oneri finanziari delle imprese medie, a fronte di una flessione prossima alla metà per le grandi; una dinamica simile, sebbene più attenuata, è riscontrabile per la quota dei crediti commerciali netti in eccesso sui debiti bancari.

Valutazioni più dettagliate, che tengono conto del costo implicito dei finanziamenti (esclusi quelli obbligazionari) per aggregati di imprese private diverse per dimensione e per

aggregati di imprese private e pubbliche classificate a seconda dell'andamento del risultato economico o dei settori merceologici, consentono di precisare ulteriormente alcuni aspetti (tab. 6). Limitandoci per comodità ad esaminare il caso per la regolazione dei debiti/crediti oltre i 60 giorni, emerge che:

1. risulta confermata la distanza di circa 20 punti percentuali tra medie e grandi imprese private, sebbene in relazione a valori assoluti più elevati;

2. includendo nella disamina, accanto alle imprese private, anche quelle pubbliche, caratterizzate da una maggiore incidenza relativa dei debiti commerciali, e considerando gli aggregati di imprese distinte a seconda che nell'arco temporale considerato abbiano conseguito un risultato economico sempre positivo (662), sempre negativo (103) ovvero con segno alterno (1029), si manifestano differenze estremamente significative, sia con riferimento ai dati medi sia nell'andamento nel tempo dell'indicatore. Sia le imprese sempre in attivo sia quelle sempre in passivo, tra cui presumibilmente la maggior parte di quelle pubbliche, mostrano valori medi prossimi allo zero; quelle sempre in passivo hanno addirittura goduto di trasferimenti a proprio favore nella parte iniziale e finale del periodo. E' interessante notare che il diverso andamento dell'indicatore è da attribuire principalmente all'incidenza dei debiti commerciali sugli acquisti di beni e servizi, a suggerire un ruolo della forza contrattuale dell'impresa nel modulare il proprio indebitamento commerciale;

3. differenze molto rilevanti emergono considerando diversi comparti produttivi, con una debole presenza pubblica. A parte settori con caratteristiche loro proprie, come ad esempio quello della grande distribuzione, strutturalmente debitore netto e quindi fruitore di trasferimenti in conto interessi, all'interno del settore industriale i valori medi dell'indicatore degli oneri finanziari in eccesso variano di circa 30 punti percentuali passando dalla meccanica all'abbigliamento alla costruzione di mezzi di trasporto, coerentemente con il diverso grado di concentrazione del comparto. Il caso esemplare è costituito dall'ultimo settore, dove la presenza prevalente di un unico gruppo si riflette in valori dell'indicatore prossimi allo zero, con una inversione strutturale di segno da positivo a negativo a partire dal 1987.

Tabella 6

Oneri finanziari in eccesso per regolazioni oltre 60 giorni
(in % degli oneri finanziari effettivi)

	grandi private	medie private	risultato sempre positivo	risultato sempre negativo	risultato variabile	meccanica	abbigliamento	costruz. mezzi di trasporto	distribuzione
1985	.23	.37	.04	-.13	.23	.84	.19	.09	-5.95
1986	.24	.41	.03	-.13	.22	.80	.31	.03	-7.31
1987	.21	.45	.04	-.02	.18	.74	.48	-.04	-7.75
1988	.18	.43	.03	.11	.16	.73	.47	-.07	-7.79
1989	.18	.40	.02	.09	.14	.68	.39	-.09	-8.41
1990	.16	.38	.01	.05	.11	.57	.35	-.13	-8.80
1991	.15	.38	-.01	.04	.10	.47	.33	-.11	-6.87
1992	.15	.36	-.01	-.01	.10	.42	.32	-.06	-5.88
1993	.15	.33	.01	-.03	.09	.38	.34	-.04	-5.73
media	.18	.39	.02	-.00	.14	.63	.35	-.05	-7.17

Fonte: ns elaborazioni su dati del campione aperto Mediobanca (1994). Gli oneri finanziari in eccesso, calcolati applicando il costo medio implicito delle passività finanziarie alle consistenze medie dei crediti commerciali netti in eccesso oltre i 60 gg, ottenuti come esposto nella tab. 4, sono rapportati agli oneri finanziari effettivi, esclusi quelli relativi ai finanziamenti obbligazionari.. Il segno meno indica i casi di debitori netti.

Queste stime illustrano come l'arretratezza nelle consuetudini di pagamento tra imprese finisca per aggiungere un significativo onere al comparto produttivo italiano, poichè è presumibile che date le consuetudini prevalenti negli altri maggiori paesi non sia facile eludere gli impegni contrattuali con i partners esteri, con le ulteriori conseguenze di fenomeni di redistribuzione poco trasparenti al suo interno e di accresciuta fragilità finanziaria per alcune sue componenti. Trascurando gli effetti che ciò comporta sull'accresciuto rischio di credito, ne deriva nell'aggregato un significativo trasferimento di risorse al settore bancario. Ove si tenga conto che il campione Mediobanca comprende imprese grandi e medio-grandi e che l'incidenza relativa dei crediti commerciali netti è correlata negativamente con le dimensioni aziendali almeno nell'esperienza degli anni 80, le stime sopra riportate rappresentano una valutazione prudenziale delle dimensioni del fenomeno.

4. Implicazioni per la politica monetaria

Si possono rinvenire delle relazioni tra la gestione dei finanziamenti commerciali e il grado di stringenza della politica monetaria? Per il caso italiano, sulla base del pionieristico lavoro di Bianchi et al. (1976) basato sui dati Mediobanca per il periodo 1968-75, le indicazioni che emergevano, sia pure con molta cautela, erano che tra credito bancario e credito commerciale si poteva individuare una relazione di complementarità, nel senso che, in particolare in fasi di restrizioni monetarie, la flessione dei crediti bancari non era interamente compensata dall'erogazione netta dei crediti commerciali. A sua volta, il saldo risultava modificato soprattutto attraverso la variazione dei giorni di debito, un fenomeno che gli autori ponevano in relazione con le teorie del credito lordo. Inoltre, data la composizione distorta verso le grandi imprese del campione Mediobanca, gli autori inferivano che la redistribuzione dei crediti netti in fase di stretta monetaria era a favore delle grandi imprese. Tuttavia, in assenza di una disaggregazione dimensionale e dato il peso rilevante dei crediti commerciali esteri, essi non erano in grado di respingere l'ipotesi in base alla quale le grandi imprese prenditrici di fondi all'estero avrebbero potuto trasferirle alle piccole. A tale riguardo occorre ricordare che sino agli inizi degli anni ottanta le autorità monetarie hanno affiancato a manovre restrittive sul credito modifiche nei termini di pagamento/incasso delle transazioni con l'estero, allo scopo di favorire l'entrata di capitali tramite il canale dei crediti commerciali netti.

Alla luce dei risultati ottenibili sul campione Mediobanca in un arco temporale venticinquennale, la tesi di un nesso di complementarità presso le grandi imprese tra l'erogazione dei crediti commerciali netti e la disponibilità di fondi bancari appare essere confermata, sebbene risulti limitata in termini quantitativi. Tenuto conto che nel caso delle medie imprese il nesso risulta essere invece uno di sostituibilità, nel complesso le indicazioni appaiono contraddire quanto sarebbe suggerito dalla *credit view* e fornire invece un supporto empirico a favore della tesi che, almeno considerando le medie-grandi imprese del campione Mediobanca, l'efficacia della politica monetaria risulta nel nostro paese rafforzata includendo nel quadro d'analisi il credito commerciale.

Un secondo aspetto meritevole di considerazione è che, pur con le ovvie cautele nel cercare di inferire indicazioni più dettagliate sulla base di specificazioni in forma ridotta su dati aggregati, quando sono note le enormi differenze per comparto merceologico e per comparto dimensionale, l'esistenza di relazioni di cointegrazione indica che nonostante i mutamenti molto significativi nel corso del quarto di secolo nei regimi di politica monetaria, nelle modalità di funzionamento dei mercati finanziari e dei beni, non emergono indicazioni di mutamenti strutturali nei nessi che legano i crediti commerciali lordi e netti alle loro determinanti di domanda e di offerta. La spiegazione più plausibile appare essere che la vischiosità delle consuetudini nei rapporti di finanziamento commerciale, in assenza di un insieme di regole che

disciplini in modo credibile la prevedibilità dei tempi di pagamento, sia stata tale da vanificare gli effetti di innovazione derivanti dallo sviluppo delle tecniche di gestione finanziaria. Lo stesso sviluppo del *factoring*, divenuto fenomeno quantitativamente rilevante solo nel corso degli anni '80 ma utilizzato prevalentemente dalla grande impresa, risulta del resto condizionato dalla scarsa liquidità dei crediti commerciali, anche in relazione alle clausole di non cedibilità che le grandi imprese impongono ai loro fornitori, a meno che l'operazione non sia gestita da una loro società *captive* (Dallocchio, 1993).

L'esame, a livello più disaggregato, compiuto nel paragrafo 3 mostra un ulteriore canale d'influenza della politica monetaria. L'elevata variabilità dell'incidenza dei crediti commerciali nella struttura finanziaria delle imprese e il persistere delle differenze a seconda del grado di redditività e dei settori merceologici di appartenenza sono all'origine di forti effetti distributivi, a scapito soprattutto delle imprese private meno grandi, della manovra dei tassi d'interesse, dato il drenaggio derivante dagli accresciuti oneri finanziari attribuibili alle modalità di regolazione dei crediti inter-imprese.

Quali implicazioni di politica economica si possono trarre da questi rilievi?

1. Modifiche strutturali volte a rendere meno aleatori i tempi della regolazione dei crediti tra imprese consentirebbero, come nel caso di altre riforme volte a rendere più trasparenti le modalità di funzionamento dei mercati, di attribuire al differenziale di tassi (una volta che il tasso implicito negli sconti per pagamenti anticipati nonché per penali per ritardati pagamenti non sia di fatto vanificato, quanto a rilevanza economica, dalle difficoltà di renderlo un prezzo effettivo) rispetto ai finanziamenti bancari o di mercato (carta commerciale) un maggior ruolo nei calcoli di convenienza degli operatori.

2. Un adeguato *pricing* del credito commerciale potrebbe creare gli incentivi per modifiche nelle forme stesse del finanziamento bancario a breve. Si consideri l'alternativa tra il finanziamento diretto all'acquirente rispetto a quello, oggi di gran lunga più diffuso, triangolare, in base al quale la banca finanzia le dilazioni di pagamento concesse dal venditore all'acquirente, con presumibili maggiori costi di transazione. Ciò naturalmente non significa che il confronto tra credito commerciale e bancario si esaurisca nei tassi, dato che la componente finanziaria è solo uno, accanto a quello forse ancor più importante di strumento di promozione delle vendite, delle caratteristiche specifiche del credito commerciale (cfr. Marotta 1995).

3. La maggiore trasparenza nei tassi, poiché ridurrebbe la dipendenza delle piccole dalle grandi imprese implicita in un rapporto informale, potrebbe accrescere il grado di liquidità dei crediti commerciali e quindi avere un impatto benefico sullo sviluppo del *factoring* e della tecnica, ancora appena agli inizi in Italia, di *asset securitization*.

Riferimenti bibliografici

Banca d'Italia (1995), *Relazione Annuale sul 1994*.

Bernanke, B.S., Blinder, A.S. (1988), Is it money or credit, or both, or neither? Credit, money and aggregate demand, *American Economic Review*, vol. 78, pp. 435-39; traduzione italiana in *La teoria degli intermediari bancari*, a cura di G. Marotta- G.B. Pittaluga, Bologna, Il Mulino, pp. 211-17.

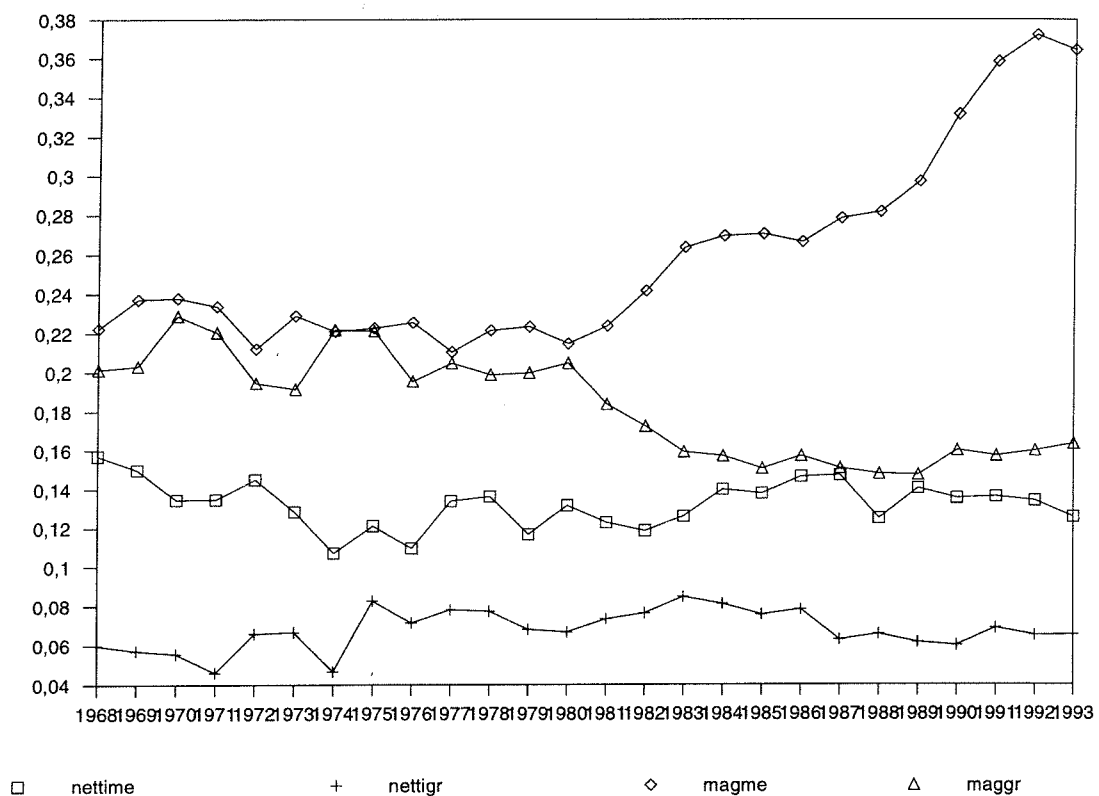
Bianchi, B., Frasca, F., Micossi, S. (1976), Il credito commerciale nella gestione d'impresa. Rilevanza ai fini della politica economica, in Banca d'Italia, *Contributi alla ricerca economica*, n. 6, pp. 7-76.

Brechling, F., Lipsey, R. (1963), Trade credit and monetary policy, in *Economic Journal*, 73, pp. 619-41.

- Buttiglione, L.- Ferri, G. (1994), Monetary policy transmission via lending rates in Italy: any lessons from recent experience?, Banca d'Italia, *Temi di discussione*, n. 224.
- Confindustria (1990), *XII Rapporto CSC*, Roma.
- Dalocchio, M. (1993), *Credit management*, Milano, Etaslibri.
- Kashyap, A.K., Stein, J.C., Wilcox, D.W. (1993), Monetary policy and credit conditions: evidence from the composition of external finance, *American Economic Review*, vol. 83, pp. 78-98.
- Kneeshaw, J.T. (1995), A survey of non-financial sector balance sheets in industrialised countries: implications for the monetary policy transmission mechanism, BIS W.P. n. 25.
- Marotta, G. (1992), L'allocatione del credito commerciale tra le imprese italiane, *Politica economica*, VIII, pp.245-77.
- Marotta, G. (1995), Credito commerciale e lending view, *Giornale degli economisti e annali di economia*, (in corso di pubblicazione)
- Mediobanca (1994) *Dati cumulativi di 1754 società italiane*, Milano.
- Meltzer, A.H. (1960), Mercantile credit, monetary policy and the size of the firms, in *Review of Economics and Statistics*, 42, pp. 429-36.

CREDITI COMMERCIALI NETTI E MAGAZZINO

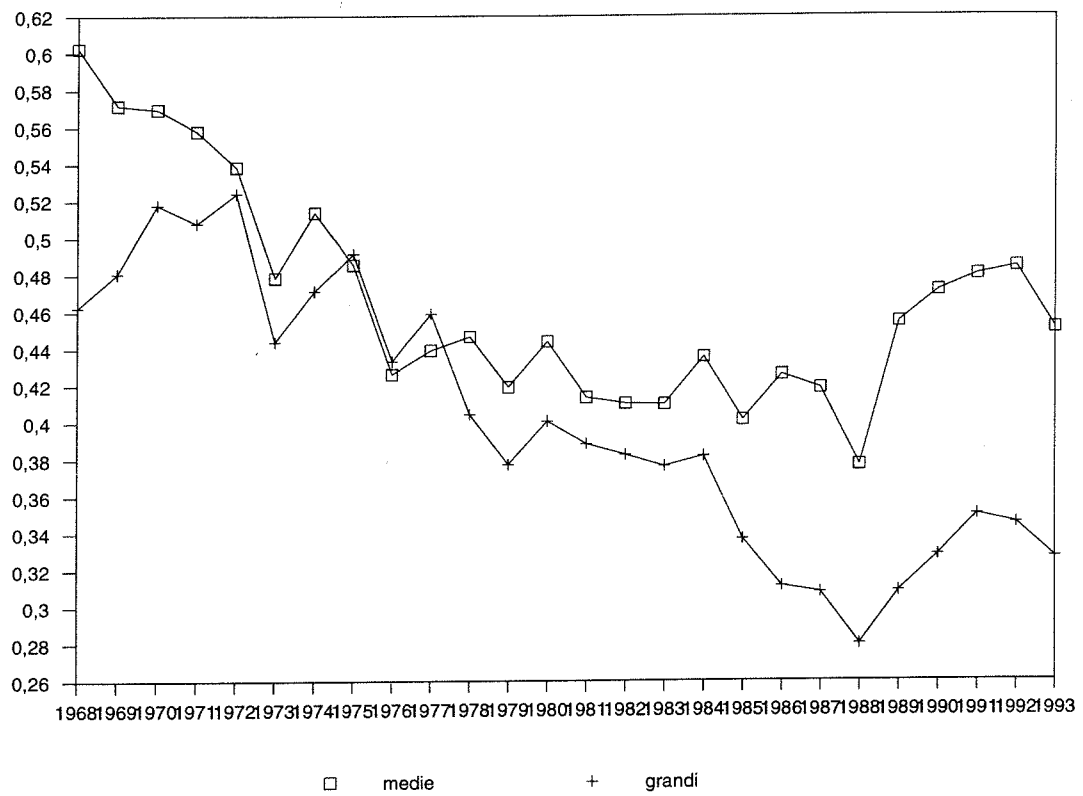
% del fatturato lordo



Fonte: ns. elaborazioni per imprese private medie (me) e grandi (gr) da Mediobanca (1994)

COMPOSIZIONE DEI DEBITI A BREVE TERMINE

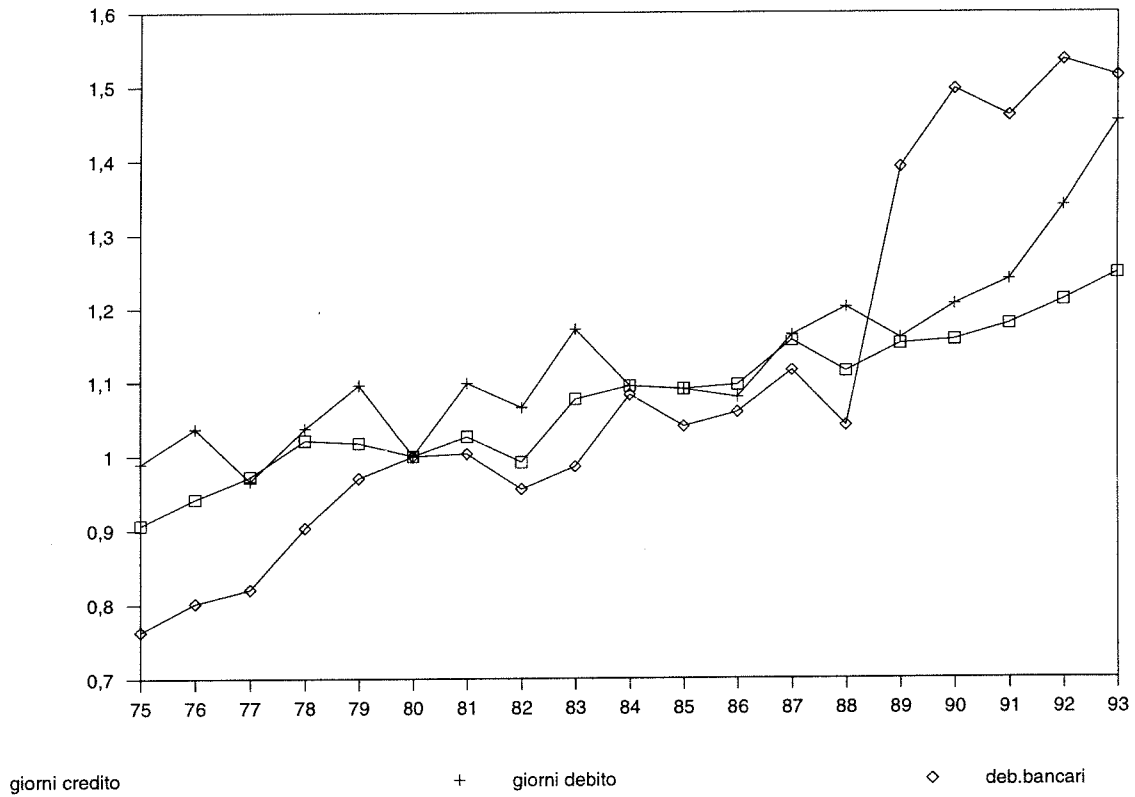
debiti bancari/(debiti bancari e commerciali)



Fonte: vedi fig. 1

GIORNI DI CREDITO E DEBITO COMMERCIALI E DEBITI BANCARI TOTALI - IMPRESE MEDIE

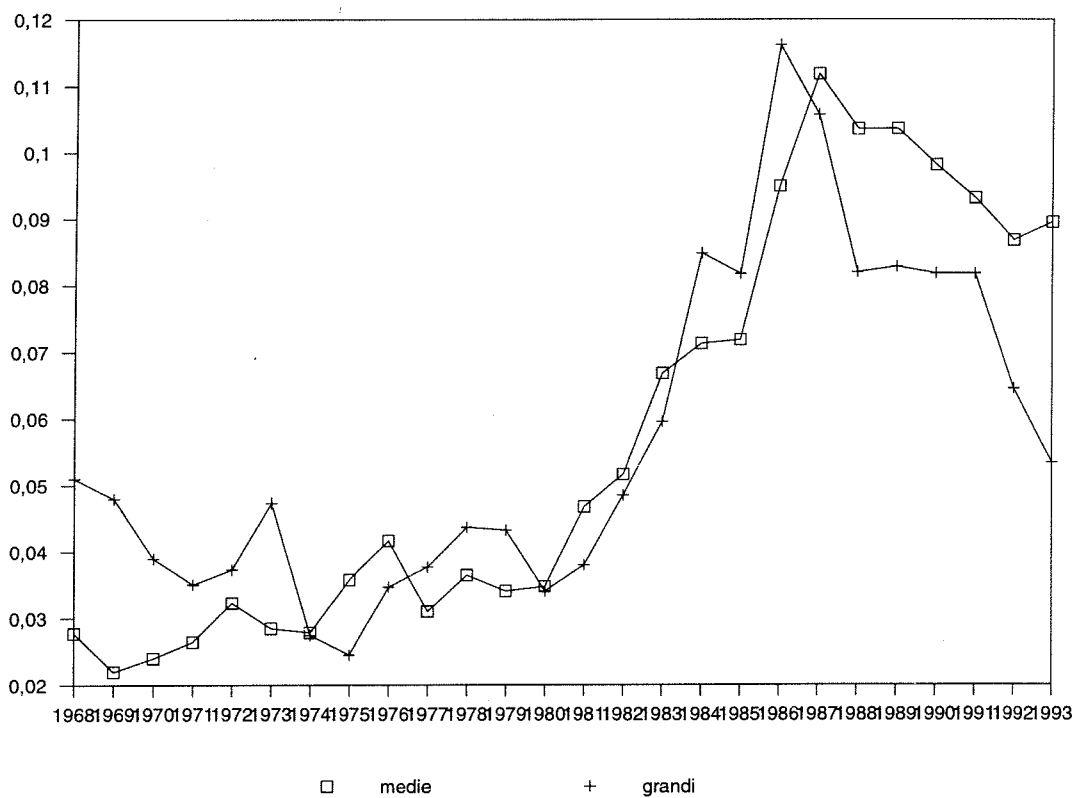
numeri indici (1980=1); consistenze a prezzi costanti



Fonte: vedi fig. 1

LIQUIDITA' E TITOLI

% del fatturato lordo



Fonte: vedi fig. 1

1. Maria Cristina Marcuzzo [1985] "Yoan Violet Robinson (1903-1983)", pp. 134
2. Sergio Lugaresi [1986] "Le imposte nelle teorie del sovrappiù", pp. 26
3. Massimo D'Angelillo e Leonardo Paggi [1986] "PCI e socialdemocrazie europee. Quale riformismo?", pp. 158
4. Gian Paolo Caselli e Gabriele Pastrello [1986] "Un suggerimento hobsoniano su terziario ed occupazione: il caso degli Stati Uniti 1960/1983", pp. 52
5. Paolo Bosi e Paolo Silvestri [1986] "La distribuzione per aree disciplinari dei fondi destinati ai Dipartimenti, Istituti e Centri dell'Università di Modena: una proposta di riforma", pp. 25
6. Marco Lippi [1986] "Aggregations and Dynamic in One-Equation Econometric Models", pp. 64
7. Paolo Silvestri [1986] "Le tasse scolastiche e universitarie nella Legge Finanziaria 1986", pp. 41
8. Mario Forni [1986] "Storie familiari e storie di proprietà. Itinerari sociali nell'agricoltura italiana del dopoguerra", pp. 165
9. Sergio Paba [1986] "Gruppi strategici e concentrazione nell'industria europea degli elettrodomestici bianchi", pp. 56
10. Nerio Naldi [1986] "L'efficienza marginale del capitale nel breve periodo", pp. 54
11. Fernando Vianello [1986] "Labour Theory of Value", pp. 31
12. Piero Ganugi [1986] "Risparmio forzato e politica monetaria negli economisti italiani tra le due guerre", pp. 40
13. Maria Cristina Marcuzzo e Annalisa Rosselli [1986] "The Theory of the Gold Standard and Ricardo's Standard Comodity", pp. 30
14. Giovanni Solinas [1986] "Mercati del lavoro locali e carriere di lavoro giovanili", pp. 66
15. Giovanni Bonifati [1986] "Saggio dell'interesse e domanda effettiva. Osservazioni sul cap. 17 della General Theory", pp. 42
16. Marina Murat [1986] "Betwin old and new classical macroeconomics: notes on Lejonhufvud's notion of full information equilibrium", pp. 20
17. Sebastiano Brusco e Giovanni Solinas [1986] "Mobilità occupazionale e disoccupazione in Emilia Romagna", pp. 48
18. Mario Forni [1986] "Aggregazione ed esogeneità", pp. 13
19. Sergio Lugaresi [1987] "Redistribuzione del reddito, consumi e occupazione", pp. 17
20. Fiorenzo Sperotto [1987] "L'immagine neopopulista di mercato debole nel primo dibattito sovietico sulla pianificazione", pp. 34
21. M. Cecilia Guerra [1987] "Benefici tributari nel regime misto per i dividendi proposto dalla commissione Sarcinelli: una nota critica", pp. 9
22. Leonardo Paggi [1987] "Contemporary Europe and Modern America: Theories of Modernity in Comparative Perspective", pp. 38
23. Fernando Vianello [1987] "A Critique of Professor Goodwin's 'Critique of Sraffa'", pp. 12

24. Fernando Vianello [1987] "Effective Demand and the Rate of Profits. Some Thoughts on Marx, Kalecki and Sraffa", pp. 41
25. Anna Maria Sala [1987] "Banche e territorio. Approccio ad un tema geografico-economico", pp. 40
26. Enzo Mingione e Giovanni Mottura [1987] "Fattori di trasformazione e nuovi profili sociali nell'agricoltura italiana: qualche elemento di discussione", pp. 36
27. Giovanna Procacci [1988] "The State and Social Control in Italy During the First World War", pp. 18
28. Massimo Matteuzzi e Annamaria Simonazzi [1988] "Il debito pubblico", pp. 62
29. Maria Cristina Marcuzzo (a cura di) [1988] "Richard F. Kahn. A discipline of Keynes", pp. 118
30. Paolo Bosi [1988] "MICROMOD. Un modello dell'economia italiana per la didattica della politica fiscale", pp. 34
31. Paolo Bosi [1988] "Indicatori della politica fiscale. Una rassegna e un confronto con l'aiuto di MICROMOD", pp. 25
32. Giovanna Procacci [1988] "Protesta popolare e agitazioni operaie in Italia 1915-1918", pp. 45
33. Margherita Russo [1988] "Distretto Industriale e servizi. Uno studio dei trasporti nella produzione e nella vendita delle piastrelle", pp. 157
34. Margherita Russo [1988] "The effect of technical change on skill requirements: an empirical analysis", pp. 28
35. Carlo Grillenzoni [1988] "Identification, estimations of multivariate transfer functions", pp. 33
36. Nerio Naldi [1988] "'Keynes' concept of capital", pp. 40
37. Andrea Ginzburg [1988] "locomotiva Italia?", pp. 30
38. Giovanni Mottura [1988] "La 'persistenza' secolare. Appunti su agricoltura contadina ed agricoltura familiare nelle società industriali", pp. 40
39. Giovanni Mottura [1988] "L'anticamera dell'esodo. I contadini italiani della 'restaurazione contrattuale' fascista alla riforma fondiaria", pp. 40
40. Leonardo Paggi [1988] "Americanismo e riformismo. La socialdemocrazia europea nell'economia mondiale aperta", pp. 120
41. Annamaria Simonazzi [1988] "Fenomeni di isteresi nella spiegazione degli alti tassi di interesse reale", pp. 44
42. Antonietta Bassetti [1989] "Analisi dell'andamento e della casualità della borsa valori", pp. 12
43. Giovanna Procacci [1989] "State coercion and worker solidarity in Italy (1915-1918): the moral and political content of social unrest", pp. 41
44. Carlo Alberto Magni [1989] "Reputazione e credibilità di una minaccia in un gioco bargaining", pp. 56

45. Giovanni Mottura [1989] "Agricoltura familiare e sistema agroalimentare in Italia", pp. 84
46. Mario Forni [1989] "Trend, Cycle and 'Fortuitous cancellation': a Note on a Paper by Nelson and Plosser", pp. 4
47. Paolo Bosi, Roberto Golinelli, Anna Stagni [1989] "Le origini del debito pubblico e il costo della stabilizzazione", pp. 26
48. Roberto Golinelli [1989] "Note sulla struttura e sull'impiego dei modelli macroeconomici", pp. 21
49. Marco Lippi [1989] "A Short Note on Cointegration and Aggregation", pp. 11
50. Gian Paolo Caselli e Gabriele Pastrello [1989] "The Linkage between Tertiary and Industrial Sector in the Italian Economy: 1951-1988. From an External Dependence to an International One", pp. 40
51. Gabriele Pastrello [1989] "Francois quesnay: dal Tableau Zig-zag al Tableau Formule: una ricostruzione", pp. 48
52. Paolo Silvestri [1989] "Il bilancio dello stato", pp. 34
53. Tim Mason [1990] "Tre seminari di storia sociale contemporanea", pp. 26
54. Michele Lalla [1990] "The Aggregate Escape Rate Analysed through the Queueing Model", pp. 23
55. Paolo Silvestri [1990] "Sull'autonomia finanziaria dell'università", pp. 11
56. Paola Bertolini, Enrico Giovannetti [1990] "Uno studio di 'filiera' nell'agroindustria. Il caso del Parmigiano Reggiano", pp. 164
57. Paolo Bosi, Roberto Golinelli, Anna Stagni [1990] "Effetti macroeconomici, settoriali e distributivi dell'armonizzazione dell'IVA", pp. 24
58. Michele Lalla [1990] "Modelling Employment Spells from Emilia Labour Force Data", pp. 18
59. Andrea Ginzburg [1990] "Politica Nazionale e commercio internazionale", pp. 22
60. Andrea Giommi [1990] "La probabilità individuale di risposta nel trattamento dei dati mancanti", pp. 13
61. Gian Paolo Caselli e Gabriele Pastrello [1990] "The service sector in planned economies. Past experiences and future prospectives", pp. 32
62. Giovanni Solinas [1990] "Competenze, grandi industrie e distretti industriali. Il caso Magneti Marelli", pp. 23
63. Andrea Ginzburg [1990] "Debito pubblico, teorie monetarie e tradizione civica nell'Inghilterra del Settecento", pp. 30
64. Mario Forni [1990] "Incertezza, informazione e mercati assicurativi: una rassegna", pp. 37
65. Mario Forni [1990] "Misspecification in Dynamic Models", pp. 19
66. Gian Paolo Caselli e Gabriele Pastrello [1990] "Service Sector Growth in CPE's: An Unsolved Dilemma", pp. 28
67. Paola Bertolini [1990] "La situazione agro-alimentare nei paesi ad economia avanzata", pp. 20

68. Paola Bertolini [1990] "Sistema agro-alimentare in Emilia Romagna ed occupazione", pp. 65
69. Enrico Giovannetti [1990] "Efficienza ed innovazione: il modello "fondi e flussi" applicato ad una filiera agro-industriale", pp. 38
70. Margherita Russo [1990] "Cambiamento tecnico e distretto industriale: una verifica empirica", pp. 115
71. Margherita Russo [1990] "Distretti industriali in teoria e in pratica: una raccolta di saggi", pp. 119
72. Paolo Silvestri [1990] "La Legge Finanziaria. Voce dell'enciclopedia Europea Garzanti", pp. 8
73. Rita Paltrinieri [1990] "La popolazione italiana: problemi di oggi e di domani", pp. 57
74. Enrico Giovannetti [1990] "Illusioni ottiche negli andamenti delle Grandezze distributive: la scala mobile e l' 'appiattimento' delle retribuzioni in una ricerca", pp. 120
75. Enrico Giovannetti [1990] "Crisi e mercato del lavoro in un distretto industriale: il bacino delle ceramiche. Sez I", pp. 150
76. Enrico Giovannetti [1990] "Crisi e mercato del lavoro in un distretto industriale: il bacino delle ceramiche. Sez. II", pp. 145
78. Antonietta Bassetti e Costanza Torricelli [1990] "Una riqualificazione dell'approccio bargaining alla selezioni di portafoglio", pp. 4
77. Antonietta Bassetti e Costanza Torricelli [1990] "Il portafoglio ottimo come soluzione di un gioco bargaining", pp. 15
79. Mario Forni [1990] "Una nota sull'errore di aggregazione", pp. 6
80. Francesca Bergamini [1991] "Alcune considerazioni sulle soluzioni di un gioco bargaining", pp. 21
81. Michele Grillo e Michele Polo [1991] "Political Exchange and the allocation of surplus: a Model of Two-party competition", pp. 34
82. Gian Paolo Caselli e Gabriele Pastrello [1991] "The 1990 Polish Recession: a Case of Truncated Multiplier Process", pp. 26
83. Gian Paolo Caselli e Gabriele Pastrello [1991] "Polish firms: Pricate Vices Pubblis Virtues", pp. 20
84. Sebastiano Brusco e Sergio Paba [1991] "Connessioni, competenze e capacità concorrenziale nell'industria della Sardegna", pp. 25
85. Claudio Grimaldi, Rony Hamoui, Nicola Rossi [1991] "Non Marketable assets and households' Portfolio Choice: a Case of Study of Italy", pp. 38
86. Giulio Righi, Massimo Baldini, Alessandra Brambilla [1991] "Le misure degli effetti redistributivi delle imposte indirette: confronto tra modelli alternativi", pp. 47
87. Roberto Fanfani, Luca Lanini [1991] "Innovazione e servizi nello sviluppo della meccanizzazione agricola in Italia", pp. 35
88. Antonella Caiumi e Roberto Golinelli [1992] "Stima e applicazioni di un sistema di domanda Almost Ideal per l'economia italiana", pp. 34

89. Maria Cristina Marcuzzo [1992] "La relazione salari-occupazione tra rigidità reali e rigidità nominali", pp. 30
90. Mario Biagioli [1992] "Employee financial participation in enterprise results in Italy", pp. 50
91. Mario Biagioli [1992] "Wage structure, relative prices and international competitiveness", pp. 50
92. Paolo Silvestri e Giovanni Solinas [1993] "Abbandoni, esiti e carriera scolastica. Uno studio sugli studenti iscritti alla Facoltà di Economia e Commercio dell'Università di Modena nell'anno accademico 1990/1991", pp. 30
93. Gian Paolo Caselli e Luca Martinelli [1993] "Italian GPN growth 1890-1992: a unit root or segmented trend representatin?", pp. 30
94. Angela Politi [1993] "La rivoluzione fraintesa. I partigiani emiliani tra liberazione e guerra fredda, 1945-1955", pp. 55
95. Alberto Rinaldi [1993] "Lo sviluppo dell'industria metalmeccanica in provincia di Modena: 1945-1990", pp. 70
96. Paolo Emilio Mistrulli [1993] "Debito pubblico, intermediari finanziari e tassi d'interesse: il caso italiano", pp. 30
97. Barbara Pistoresi [1993] "Modelling disaggregate and aggregate labour demand equations. Cointegration analysis of a labour demand function for the Main Sectors of the Italian Economy: 1950-1990", pp. 45
98. Giovanni Bonifati [1993] "Progresso tecnico e accumulazione di conoscenza nella teoria neoclassica della crescita endogena. Una analisi critica del modello di Romer", pp. 50
99. Marcello D'Amato e Barbara Pistoresi [1994] "The relationship(s) among Wages, Prices, Unemployment and Productivity in Italy", pp. 30
100. Mario Forni [1994] "Consumption Volatility and Income Persistence in the Permanent Income Model", pp. 30
101. Barbara Pistoresi [1994] "Using a VECM to characterise the relative importance of permanent and transitory components", pp. 28
102. Gian Paolo Caselli and Gabriele Pastrello [1994] "Polish recovery form the slump to an old dilemma", pp. 20
103. Sergio Paba [1994] "Imprese visibili, accesso al mercato e organizzazione della produzione", pp. 20
104. Giovanni Bonifati [1994] "Progresso tecnico, investimenti e capacità produttiva", pp. 30
105. Giuseppe Marotta [1994] "Credit view and trade credit: evidence from Italy", pp. 20
106. Margherita Russo [1994] "Unit of investigation for local economic development policies", pp. 25
107. Luigi Brighi [1995] "Monotonicity and the demand theory of the weak axioms", pp. 20
108. Mario Forni e Lucrezia Reichlin [1995] "Modelling the impact of technological change across sectors and over time in manufacturing", pp. 25
109. Marcello D'Amato and Barbara Pistoresi [1995] "Modellin wage growth dynamics in Italy: 1960-1990", pp. 38

110. Massimo Baldini [1995] "INDIMOD. Un modello di microsimulazione per lo studio delle imposte indirette", pp. 37
111. Paolo Bosi [1995] "Regionalismo fiscale e autonomia tributaria: l'emersione di un modello di consenso", pp. 38
112. Massimo Baldini [1995] "Aggregation Factors and Aggregation Bias in Consumer Demand", pp. 33
113. Costanza Torricelli [1995] "The information in the term structure of interest rates. Can stochastic models help in resolving the puzzle?" pp. 25
114. Margherita Russo [1995] "Industrial complex, pôle de développement, distretto industriale. Alcune questioni sulle unità di indagine nell'analisi dello sviluppo." pp. 45
115. Angelika Moryson [1995] "50 Jahre Deutschland. 1945 - 1995" pp. 21
116. Paolo Bosi [1995] "Un punto di vista macroeconomico sulle caratteristiche di lungo periodo del nuovo sistema pensionistico italiano." pp. 32
117. Gian Paolo Caselli e Salvatore Curatolo [1995] "Esistono relazioni stimabili fra dimensione ed efficienza delle istituzioni e crescita produttiva? Un esercizio nello spirito di D.C. North." pp. 11
118. Mario Forni e Marco Lippi [1995] "Permanent income, heterogeneity and the error correction mechanism." pp. 21
119. Barbara Pistoresi [1995] "Co-movements and convergence in international output. A Dynamic Principal Components Analysis" pp. 14
120. Mario Forni e Lucrezia Reichlin [1995] "Dynamic common factors in large cross-section" pp. 17