Associazione per lo Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa

Università Cattolica del Sacro Cuore

OSSERVATORIO MONETARIO 3-2022

Gli scenari per l'economia e il sistema bancario

Quale 2023?

Codice ISSN: 1592-5684

Gli scenari per l'economia e il sistema bancario

novembre 2022

Autori del presente rapporto sono: Angelo Baglioni (Coordinatore), Mario Anolli, Roberto Bianchini, Alberto Citterio, Elisa Coletti, Fedele De Novellis, Rossella Locatelli, Andrea Tenconi

Associazione per Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa

Università Cattolica del Sacro Cuore

Comitato Scientifico del Laboratorio di Analisi Monetaria:
Marco Lossani (Direttore LAM), Angelo Baglioni, Andrea Boitani, Massimo Bordignon, Domenico Delli Gatti, Piero Giarda, Vittorio Emanuele Parsi

Laboratorio di Analisi Monetaria – Università Cattolica del Sacro Cuore:
Segreteria: Barbara Caprara
Via Necchi, 5 - 20123 Milano
tel. 02-7234.2487 - laboratorio.monetario@unicatt.it - LAM

Associazione per lo Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa:
Sede: presso Università Cattolica del Sacro Cuore – Largo A. Gemelli, 1 - Milano
Segreteria: Via Necchi, 5 - Milano – tel. 02-72342472 - www.assbb.it

INDICE

	INTRODUZIONE	pag. 1
1.	**LE PROSPETTIVE DELL'ECONOMIA ITALIANA ED EUROPEA – Fedele De Novellis**	pag. 3
1.	Il 2022, fra uscita dalla crisi del Covid-19 e accelerazione dell'inflazione	3
2.	Prospettive incerte per il 2023	6
3.	L'Italia migliora la propria performance rispetto ai Paesi europei, ma molti nodi ancora da affrontare	14
4.	Conclusioni	20
2.	**IL MERCATO DOMESTICO E INTERNAZIONALE DELL'ENERGIA – Roberto Bianchini, Andrea Tenconi**	23
1.	Le ragioni della crescita del prezzo gas in Europa	23
2.	L'interrelazione fra il mercato del gas e il mercato elettrico	29
3.	Le soluzioni proposte per ridurre i prezzi: price cap realmente applicabile?	31
3.	**LA NORMALIZZAZIONE DELLA POLITICA MONETARIA NELL'AREA EURO – Angelo Baglioni**	33
1.	La stretta monetaria e l'approccio meeting-by-meeting	33
2.	Il nuovo assetto operativo della Bce	37
3.	Politica monetaria e debito pubblico	40
4.	La linea verde nella strategia della Bce	42
4.	**LA SFIDA DELLA REDDIVITA' PER LE BANCHE EUROPEE – Andrea Citterio, Elisa Coletti, Rossella Locatelli**	45
1.	Un lungo periodo di redditività inadeguata	45
2.	A che punto siamo: miglioramento della redditività, proseguito nel 2022	50
3.	Quale 2023: i canali di trasmissione di inflazione e rialzo dei tassi di interesse sui bilanci bancari	53
4.	Le opzioni strategiche per il recupero della redditività.	64
5.	**RISCHIO DI CREDITO E RISCHIO DI MERCATO PER LE BANCHE ITALIANE – Mario Anolli**	73
1.	Introduzione	73
2.	Rischio di mercato	74
3.	Rischio di credito	79

INTRODUZIONE

Angelo Baglioni♦

L'avvicinarsi del prossimo anno solleva diversi interrogativi. Quali sono le prospettive della congiuntura internazionale e domestica, alla luce della crisi energetica e delle tensioni geo-politiche? Riusciranno le banche centrali a riportare sotto controllo la dinamica dei prezzi? Quali saranno le ripercussioni del rallentamento economico, previsto per il 2023, sui bilanci delle banche? Aumenteranno i rischi? Come evolverà la redditività del settore bancario in un contesto di tassi d'interesse crescenti? In questo numero di *Osservatorio Monetario* proviamo a dare qualche risposta a queste domande.

I dati più recenti segnalano un miglioramento delle condizioni macroeconomiche dal lato dell'offerta. I prezzi dell'energia e delle materie prime stanno calando rispetto ai picchi raggiunti nei mesi estivi. Il funzionamento delle catene del valore è migliorato rispetto alla fase più acuta delle strozzature legate all'uscita dalla pandemia. Anche la Cina sembra avere superato la più recente ondata di Covid che ha portato a diversi *lockdowns*. Indicatori di mercato finanziario segnalano che le banche centrali sono, per ora, riuscite a contenere le aspettative inflazionistiche: l'obiettivo del 2% è ancora credibile nel medio termine. La dinamica dei salari resta moderata in molti paesi: ciò comporta una riduzione del reddito reale ma limita i rischi di propagazione dell'inflazione (*second round effect*). Con il passare dei mesi, le preoccupazioni relative all'inflazione lasciano il posto a quelle dovute al rallentamento dell'economia, soprattutto in Europa. La riduzione dei redditi reali e la caduta della fiducia dei consumatori porta con sé un calo della domanda di beni e servizi, cui si aggiunge il caro-energia che spinge molte imprese a ridimensionare i programmi di investimento. Le previsioni per il 2023 sono state generalmente riviste al ribasso e indicano una sostanziale stagnazione. Rispetto alla crisi pandemica, i margini di manovra per attuare politiche espansive sono molto inferiori, non solo per la politica monetaria ma anche per quella fiscale. Tutti i governi europei mantengono una impostazione prudente nella gestione della finanza pubblica: i saldi di bilancio indicati a ottobre ribadiscono i target stabili nella scorsa primavera, pur in un quadro macro nettamente peggiorato e nonostante la necessità di venire incontro alle famiglie più deboli e alle imprese (almeno quelle "energivore") di fronte al caro-energia.

La discesa dei prezzi del gas avvenuta da settembre in poi è dovuta ad un parziale cambio di aspettative nel mercato. Da una condizione di elevato rischio di razionamento si è passati ad uno scenario meno drammatico grazie agli stoccaggi pieni, alle temperature miti del bimestre settembre-ottobre, e di un effetto di prezzo che, seppure con un ritardo comprensibile trattandosi di un bene di prima necessità, ha cominciato a manifestarsi: la domanda interna di gas per uso industriale e civile si è ridotta nei mesi recenti. Il calo del prezzo del gas è stato favorito anche dalla strategia di diversificazione degli approvvigionamenti da parte dei paesi europei. D'altra parte, rimane elevata la domanda di gas da parte del comparto termoelettrico, che brucia gas per produrre energia elettrica: di qui il legame tra il prezzo del gas e quello dell'elettricità. Uno strumento utile ad allentare questo legame è il *price cap* sul gas utilizzato per produrre energia elettrica, sull'esempio di quanto già fatto in Spagna e Portogallo: la differenza tra il prezzo di mercato del gas e il *cap* può essere rimborsata ai

♦Università Cattolica del Sacro Cuore

produttori mettendola a carico del bilancio pubblico. Occorre però intervenire anche dal lato della domanda, come peraltro prevede il recente accordo europeo relativo alla riduzione volontaria del 15% del consumo di gas.

La svolta di politica monetaria della Bce, con la fine del QE e l'aumento dei tassi di *policy*, si giustifica con la necessità di ancorare le aspettative d'inflazione all'obiettivo del 2%. Tuttavia, l'abbandono della *forward guidance* e il passaggio all'approccio *meeting-by-meeting* privano la Bce di uno strumento utile per guidare le aspettative: questo potrebbe rendere più costoso il processo di disinflazione. L'assetto operativo della politica monetaria nell'area euro sta evolvendo verso un *new normal*, nel quale l'obiettivo operativo è il livello dei tassi di interesse a breve termine e il mercato monetario continua a presentare un eccesso strutturale di riserve: in questo nuovo assetto, il tasso di *policy* rilevante non è più quello sulle operazioni di rifinanziamento principali, ma quello sulla *deposit facility*. In una fase, come quella attuale, di rialzo dei tassi di interesse è importante tenere sotto controllo i rischi di frammentazione tra i paesi della zona euro. A questo riguardo, va riconosciuto che il nuovo strumento TPI ha una condizionalità più leggera dell'OMT, ma comunque impegnativa; inoltre, il suo utilizzo lascia ampi margini di discrezionalità al *Governing Council*.

Negli scorsi anni, le banche hanno reagito al contesto sfavorevole, in relazione al livello dei tassi d'interesse, con un generalizzato spostamento verso i ricavi da commissioni. Nel 2022, l'aumento dei tassi ha determinato un recupero della redditività del settore bancario trainata dal margine di interesse. Tuttavia, la combinazione di inflazione, misure di politica monetaria e rallentamento economico fanno ritenere che accanto a elementi che influenzano positivamente il margine di interesse, e la redditività complessiva, ne esistono altri con impatto negativo. Per quello che riguarda il rischio di mercato, l'aumento dei tassi di interesse avrà un impatto negativo, via effetto sul valore del portafoglio titoli, sul valore economico del capitale. Una stima svolta sui rapporti di Terzo Pilastro (a fine 2021) evidenzia un maggior contributo dell'effetto positivo (sul margine di interesse) dell'aumento dei tassi rispetto all'effetto negativo (sul valore dei titoli in portafoglio). Per quello che riguarda il rischio di credito, un'analisi su alcuni indicatori di bilancio 2018-2021 di un ampio campione di imprese, oltre a confermare il non grave peggioramento nel periodo post-Covid (da ricondurre prevalentemente agli interventi di sostegno governativo) mostra per l'anno in corso una situazione non sfavorevole in termini di diffusione del numero di imprese con indicatori di tensione o di criticità. Nella stessa direzione di assenza di gravi preoccupazioni per il futuro si muove il tono delle *earnings conference calls* tenute dal management delle banche italiane quotate.

1 – LE PROSPETTIVE DELL'ECONOMIA ITALIANA ED EUROPEA

Fedele De Novellis♦

- *Il 2022 è stato un anno nel complesso deludente per l'economia mondiale. Ha visto sovrapporsi inizialmente le difficoltà legate alle nuove ondate del Covid-19, soprattutto in Cina, a quelle indotte dalla guerra in Ucraina.*
- *I problemi dal lato dell'offerta hanno alimentato ulteriormente le spinte sui prezzi. L'inflazione ha raggiunto livelli record nella maggior parte dei Paesi. Nell'area euro le tensioni sui prezzi sono state inizialmente meno intense rispetto alle altre maggiori economie; tuttavia, si sono intensificate a seguito delle restrizioni all'offerta di gas naturale da parte della Russia, che hanno comportato incrementi eccezionali dei prezzi dell'energia.*
- *Le banche centrali hanno iniziato a reagire alle tensioni sui prezzi. Gli aumenti dei tassi d'interesse hanno innescato un andamento cedente delle borse. Il peggioramento delle condizioni finanziarie comporta una frenata della domanda che, sovrapponendosi al deterioramento delle condizioni dal lato dell'offerta, rischia di determinare un significativo rallentamento dell'economia mondiale nel 2023.*
- *Per l'Italia le previsioni di crescita nel 2023 si assestano poco sopra lo zero. La nuova fase della politica di bilancio è orientata dal cambiamento nell'orientamento della politica monetaria, soprattutto rispetto alle politiche di acquisto dei titoli di Stato. La Nadef introduce misure di segno espansivo per affrontare il caro energia, ma con interventi per lo più circoscritti temporalmente, ribadendo la necessità di un rientro del deficit sotto la soglia del 3 per cento del Pil nei prossimi anni.*

1. Il 2022, fra uscita dalla crisi del Covid-19 e accelerazione dell'inflazione

1.1 La difficile uscita dalla crisi del Covid-19

La maggior parte delle economie avanzate fra la fine del 2021 e il primo semestre del 2022 ha completato il percorso di uscita dalla crisi legata alla pandemia.

Con la rimozione delle misure di distanziamento sociale si è osservata una fase di recupero dei consumi, che le famiglie hanno finanziato attraverso una riduzione del saggio di risparmio, riportatosi sui livelli pre-pandemia, e in alcuni casi su valori anche inferiori. La crescita dei consumi è avvenuta a fronte di una frenata del reddito disponibile reale, legata all'esaurimento delle misure fiscali introdotte a sostegno del potere d'acquisto delle famiglie e a salvaguardia dei bilanci delle imprese durante la fase più dura della crisi del Covid-19; ha contribuito alla frenata del potere d'acquisto l'accelerazione dell'inflazione, che ha superato la crescita dei salari.

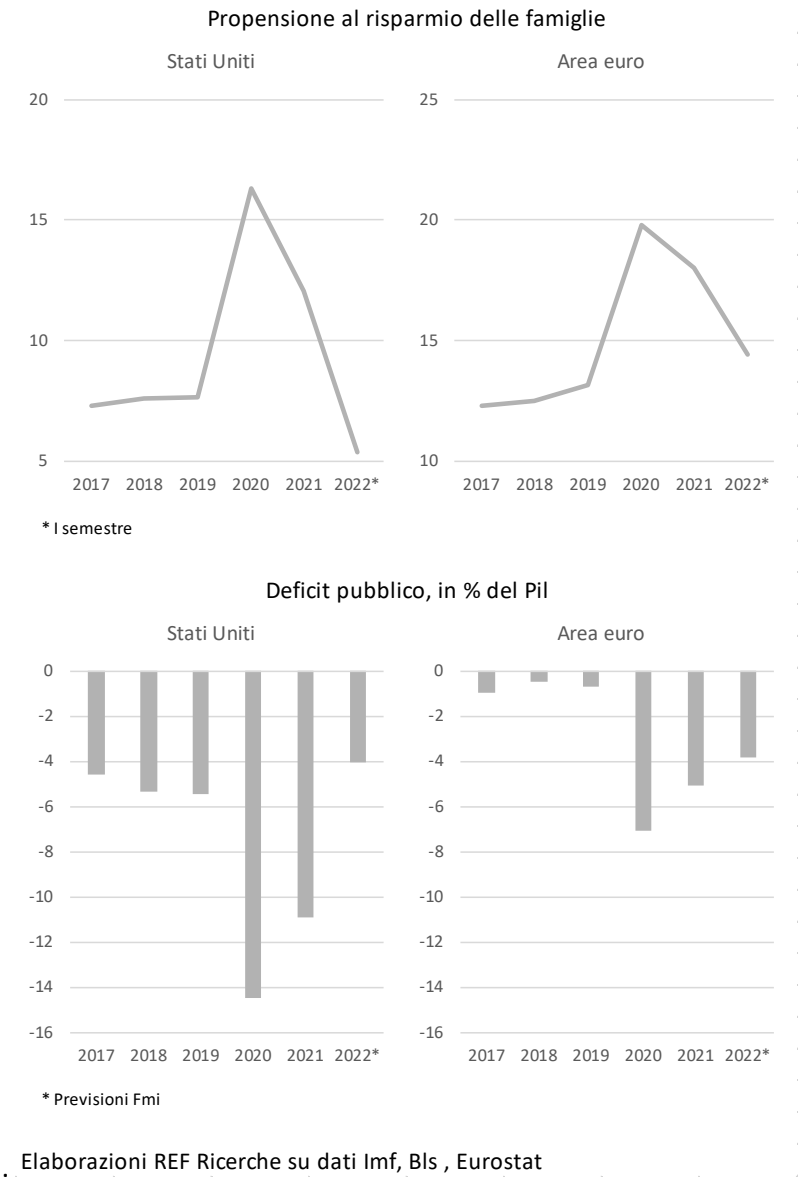
Interruzione delle misure straordinarie introdotte dai Governi con la pandemia e ripresa dell'economia hanno portato anche a un miglioramento dei saldi di finanza pubblica. Nel complesso, nel corso dell'ultimo anno la caduta del risparmio privato ha avuto quindi come controparte l'aumento del risparmio pubblico in tutte le economie avanzate (vedi FIG. 1).

Questo percorso ha accomunato le maggiori economie, con alcune differenze, soprattutto nell'intensità degli impulsi fiscali. In particolare, gli Stati Uniti, nel confronto con le maggiori economie dell'area euro, si sono caratterizzati per variazioni più accentuate dell'intonazione della politica fiscale, tanto nella fase espansiva del 2020, quanto in quella di segno opposto del 2021-22.

♦REF Ricerche

Se per le economie avanzate il 2022 è stato segnato dal superamento delle conseguenze della crisi del Covid-19, altre aree dell'economia mondiale si sono invece dovute confrontare ancora con la pandemia; in particolare, l'economia cinese nel secondo trimestre è stata colpita da una nuova ondata del Covid-19. La strategia "zero Covid" seguita dalle autorità cinesi, che non hanno portato a termine campagne vaccinali estese come nei Paesi occidentali, ha richiesto nuove misure di lockdown, da cui è seguita una brusca contrazione dell'attività economica recuperata poi nel terzo trimestre.

FIG. 1 – Saggio di risparmio delle famiglie e deficit pubblico: Usa e area euro



Elaborazioni REF Ricerche su dati Imf, Bls , Eurostat

1.2 Accelerazione dell'inflazione

Il tratto principale del 2022 è stata l'accelerazione dell'inflazione.

Gli aumenti dei prezzi erano stati innescati sin dalla seconda metà del 2021 dalla sovrapposizione della ripresa della domanda internazionale, sostenuta da politiche monetarie e fiscali di segno ampiamente espansivo, a diversi problemi dal lato dell'offerta, legati principalmente alla pandemia.

In generale, nelle fasi di ripresa del ciclo economico l'economia opera con ampi spazi di capacità produttiva inutilizzati, e quindi con pochi limiti alla crescita dal lato dell'offerta. È anche per questo che l'intensità degli aumenti dei prezzi osservata nell'ultimo anno ha colto di sorpresa la maggior parte dei previsori.

I problemi emersi nell'uscita dalla pandemia sono stati di diversa natura.

Innanzitutto, diversi problemi hanno investito le catene di fornitura, interessando più di altre le imprese manifatturiere che operano all'interno di catene del valore disintegrate verticalmente: fasi di interruzione della produzione che colpiscono specifici anelli della catena tendono ad avere ripercussioni su tutte le imprese che operano nelle fasi a monte e a valle generando ritardi nelle consegne e scarsità temporanee di prodotto finale, oltre a riduzioni della produttività. Ne sono state investite soprattutto le imprese di dimensione maggiore, che necessitano di regolarità delle forniture di quantitativi elevati.

Altre difficoltà hanno caratterizzato il comparto dei semiconduttori, dove l'impennata della domanda nel periodo della pandemia, legata anche all'accelerazione di molti processi di digitalizzazione, aveva portato a una saturazione della capacità produttiva. Diversi settori utilizzatori, come l'automotive, hanno subito ulteriori interruzioni dell'attività proprio per la mancanza di semiconduttori. Questo ha portato a ritardi nella produzione e ad aumenti dei prezzi.

Altri problemi sono derivati dal fatto che nel corso della pandemia i prezzi molto bassi di diverse commodities avevano scoraggiato gli investimenti, determinando poi problemi nella riattivazione della produzione quando la domanda è ripartita. Questo aspetto è stato importante nel condizionare gli andamenti nel mercato petrolifero e di altre commodities, specialmente i metalli.

Inoltre, anche i servizi sono stati condizionati dalla pandemia, che ha imposto importanti sforzi soprattutto nei settori che hanno dovuto riorganizzare l'attività per effetto delle misure di separazione, oppure per i cambiamenti nella struttura della domanda (si pensi all'accelerazione delle consegne a domicilio e allo spiazzamento del commercio tradizionale).

Infine, i problemi di offerta sono stati amplificati in Europa dalla crisi del mercato del gas, che ha visto prezzi eccezionalmente elevati soprattutto nel periodo estivo (**si veda il capitolo 2**) in risposta alla progressiva riduzione dell'offerta da parte della Russia, che ha utilizzato l'approvvigionamento di gas come strumento di ritorsione rispetto all'embargo dei Paesi europei agli scambi commerciali. L'aumento delle quotazioni del gas ha avuto un impatto diretto sui prezzi dell'energia in Europa, e quindi sull'andamento dell'inflazione.

1.3 L'inversione della politica della Federal Reserve

L'accelerazione progressiva dell'inflazione ha portato le banche centrali a guardare con crescente attenzione alle dinamiche dei prezzi. Dopo una prima fase, in cui queste avevano adottato una lettura degli aumenti dei prezzi come un fatto transitorio, legato soprattutto a fattori di offerta destinati a esaurire in tempi brevi i propri effetti, con il passare dei mesi è diventata prevalente la preoccupazione legata alla durata dell'episodio inflazionistico, e quindi ai rischi che la maggiore inflazione corrente potesse modificare i livelli dell'inflazione attesa. La Federal Reserve ha quindi avviato una fase di inversione della propria politica, aumentando più volte i tassi d'interesse, e avviando la fase di riduzione degli asset detenuti, attraverso un rinnovo solamente parziale dei titoli in scadenza.

Ai rialzi da parte della Fed hanno risposto le altre banche centrali che, nella maggior parte dei casi,

compresa la Bce (**si veda il capitolo 3**), hanno adottato ripetuti aumenti dei tassi d'interesse.
In passato i cambiamenti di regime della politica monetaria Usa comportavano frequentemente un rafforzamento del dollaro, soprattutto verso le economie emergenti, che si ritrovavano quindi esposte alle conseguenze di una progressiva svalutazione dei rispettivi tassi di cambio, aumenti dell'inflazione e ulteriori fughe di capitali. Non a caso, soprattutto negli anni novanta la politica della Fed aveva giocato un ruolo fondamentale nell'innescare le crisi che avevano colpito il Messico nel '94 e poi verso la fine del decennio Russia, Brasile ed economie asiatiche, sino alla crisi argentina del 2021.
Tuttavia, nella fase attuale diversi Paesi emergenti presentano fondamentali più solidi, soprattutto perché non evidenziano disavanzi delle partite correnti altrettanto elevati. Molte banche centrali stanno quindi cercando di limitare il deprezzamento delle rispettive valute, aumentando i tassi d'interesse. In alcuni casi ci sono anche stati interventi volti a stabilizzare i cambi, con riduzione delle riserve in dollari, e questo potrebbe avere favorito l'aumento dei tassi a lunga negli Stati Uniti.
Ne deriva che, da quando la Fed ha iniziato ad aumentare i tassi d'interesse quasi tutte le banche centrali hanno iniziato a farlo, e alcune in maniera piuttosto aggressiva. Il risultato è che le politiche monetarie a livello internazionale sono diventate rapidamente più restrittive contemporaneamente. È possibile che le diverse banche centrali non abbiano pienamente tenuto conto delle azioni di tutte le altre, sottovalutando quindi l'effetto congiunto sull'economia legato alle politiche monetarie adottate nei mesi scorsi anche dagli altri Paesi (Obstfleld, 2022). Nel complesso gli aumenti dei tassi d'interesse e le perdite osservate nei principali mercati azionari suggeriscono che le condizioni finanziarie a livello internazionale sono diventate più restrittive.

2. Prospettive incerte per il 2023

2.1 Condizioni finanziarie restrittive sino a quando le banche centrali saranno certe che l'episodio inflazionistico è rientrato

Naturalmente, il peggioramento delle condizioni finanziarie internazionali sovrapponendosi al deterioramento delle condizioni dal lato dell'offerta, rende più incerte le prospettive di crescita per il prossimo anno.
In particolare, le banche centrali cambieranno l'orientamento della politica monetaria quando saranno certe del rientro dell'inflazione. Se questo accadrà in tempi brevi, la fase di impasse della congiuntura internazionale sarà superata al costo di un semplice rallentamento. Il quadro si farebbe invece più complesso qualora le banche centrali dovessero essere obbligate a insistere, portando i tassi d'interesse su livelli tali da creare problemi per la stabilità finanziaria internazionale.
Il tema delle tendenze dell'inflazione diviene quindi cruciale in questa fase. Merita al proposito concentrare l'attenzione su due aspetti, fra i vari.
Il primo è legato alle anomalie di comportamento innescate dal Covid e dalla guerra, che in linea di principio dovrebbero tendere ad attenuarsi in base per l'appunto all'evoluzione della pandemia e dello scenario politico in Ucraina. In altri termini occorre capire se, e in che misura, lo shock sui prezzi del 2020-21 stia rientrando, facendo posto a un controshock di offerta.
Il secondo è relativo a come il passato shock potrebbe avere modificato i comportamenti nel mercato del lavoro, e più in generale avere portato a una crescita salariale più sostenuta nei prossimi anni.

2.2 A fronte dell'aumento dell'inflazione, le condizioni dal lato dell'offerta mondiale stanno migliorando…

Sul tema delle condizioni prevalenti da lato dell'offerta, va segnalato che i mesi estivi hanno rappresentato probabilmente il momento peggiore. Molti indicatori hanno difatti mostrato una fase di attenuazione delle tensioni. In particolare, le difficoltà del traffico merci internazionale legate dall'ondata primaverile di

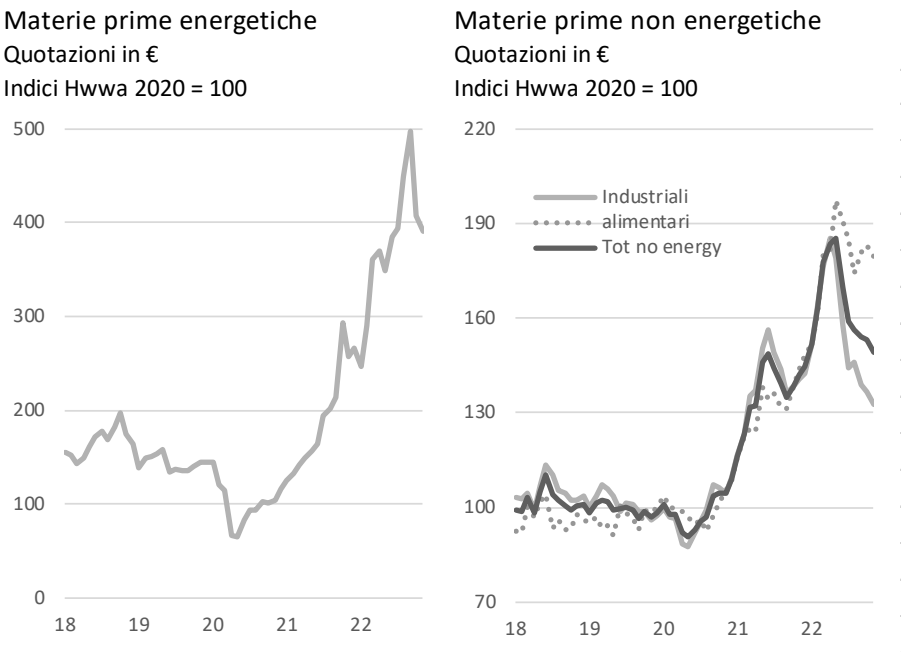
Covid in Cina sono state superate e i prezzi delle commodities più sensibili al ciclo, come i metalli, hanno iniziato una fase di discesa piuttosto marcata, riportandosi in diversi casi su livelli precedenti la crisi del Covid. Allo stesso modo, le quotazioni delle commodities energetiche hanno ripiegato dai massimi (vedi FIG. 2). La contrazione delle quotazioni in dollari delle materie prime è stata comunque in parte attenuata, nel suo impatto sui costi di produzione delle imprese europee, dal contestuale indebolimento del tasso di cambio dell'euro.

L'effetto dell'andamento dei tassi di cambio nei confronti del dollaro è naturalmente differenziato a seconda delle economie; alcuni Paesi più poveri, le cui valute si sono deprezzate in misura maggiore, hanno continuato a subire la pressione degli alti costi delle commodities alimentari, con effetti importanti sul tenore di vita della popolazione i cui panieri di spesa si caratterizzano per un peso elevato dei consumi di base, soprattutto delle materie prime alimentari.

Il quadro è migliorato molto soprattutto nelle economie dell'area euro dopo che le condizioni sul mercato dell'energia dal mese di ottobre sono diventate decisamente più distese grazie alla contrazione delle quotazioni del gas naturale sul mercato olandese; una situazione analoga ha caratterizzato le quotazioni del gas sui mercati asiatici. Se gli andamenti delle ultime settimane troveranno conferma, nei prossimi mesi i prezzi delle bollette di luce e gas pagati dai consumatori in Europa mostreranno una correzione al ribasso significativa.

Al contempo, anche il funzionamento delle catene del valore è migliorato dopo il superamento da parte della Cina dell'ondata del Covid che aveva portato a diversi lockdown la scorsa primavera. Soprattutto negli Stati Uniti, le survey presso le imprese manifatturiere hanno mostrato una riduzione dei ritardi negli ordinativi inevasi, e una attenuazione della dinamica dei costi di produzione.

FIG. 2 – Prezzi delle materie prime



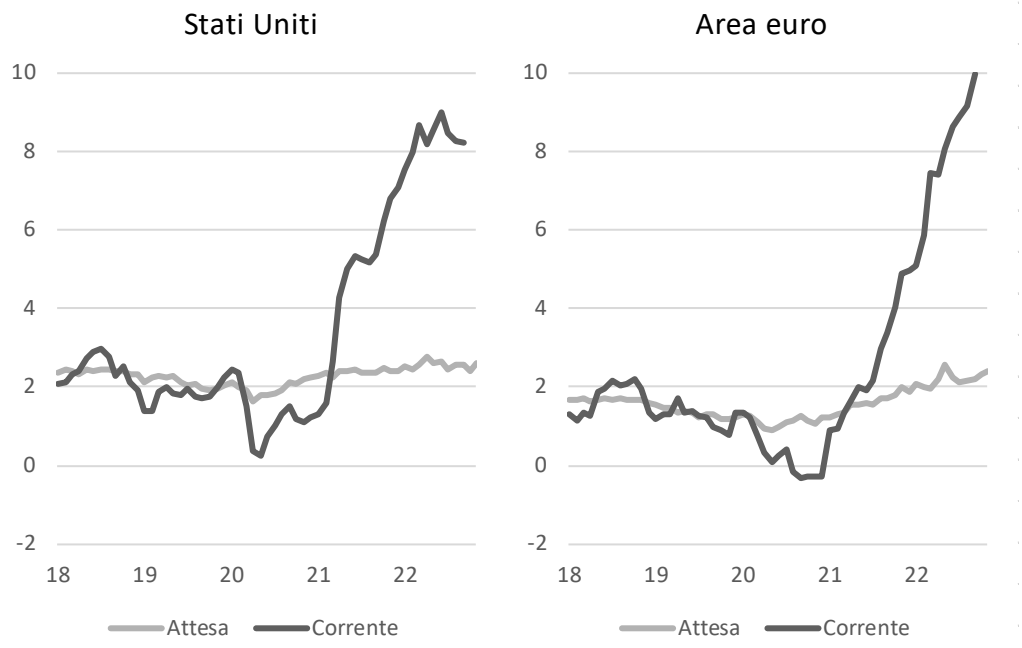
Elaborazioni REF Ricerche su dati Hwwa e Ocse

2.3 …e le aspettative d'inflazione sono rimaste basse

La fermezza dimostrata dalle banche centrali e i segnali di raffreddamento dei prezzi a monte delle catene produttive hanno favorito la stabilizzazione delle aspettative d'inflazione. Un aspetto significativo della fase più recente è difatti che le attese d'inflazione nel corso dell'ultimo episodio inflazionistico non si sono mai disallineate dagli obiettivi d'inflazione di medio termine delle banche centrali (vedi FIG. 3). In generale, quindi, l'aumento dei tassi d'interesse che abbiamo osservato è una misura del grado di restrizione monetaria che si è reso necessario da parte delle banche centrali per evitare una perdita di credibilità rispetto al rispettivo committment riguardo agli obiettivi d'inflazione.

FIG. 3 – Inflazione e aspettative d'inflazione: Stati Uniti e area euro

attese d'inflazione di medio termine 5y5y, sulla base degli inflation linked swap



Elaborazioni REF Ricerche su dati Bce e Refinitiv

2.4 In Europa pochi segnali di inflazione salariale

Se è vero che le tensioni a monte delle catene del valore si sono gradualmente attenuate, molte questioni restano ancora aperte, soprattutto con riferimento agli effetti di propagazione dello shock iniziale ai prezzi sulle dinamiche salariali. Negli ultimi trimestri i segnali di accelerazione salariale sono stati nel complesso modesti nella maggior parte delle economie; questo ha comportato una contrazione dei salari reali (Imf, 2022). Tuttavia, gli andamenti in corso evidenziano differenze di rilievo fra le maggiori economie. Nella Figura 4 si mostra in particolare l'andamento del costo del lavoro nel settore privato, ponendo a confronto gli Stati Uniti con l'area euro.

I dati degli ultimi due anni sono molto accidentati in quanto condizionati dal peso che le misure adottate dai Governi (sussidi di disoccupazione o utilizzo di schemi di lavoro a orario ridotto) hanno avuto in via transitoria sul costo orario del lavoro.

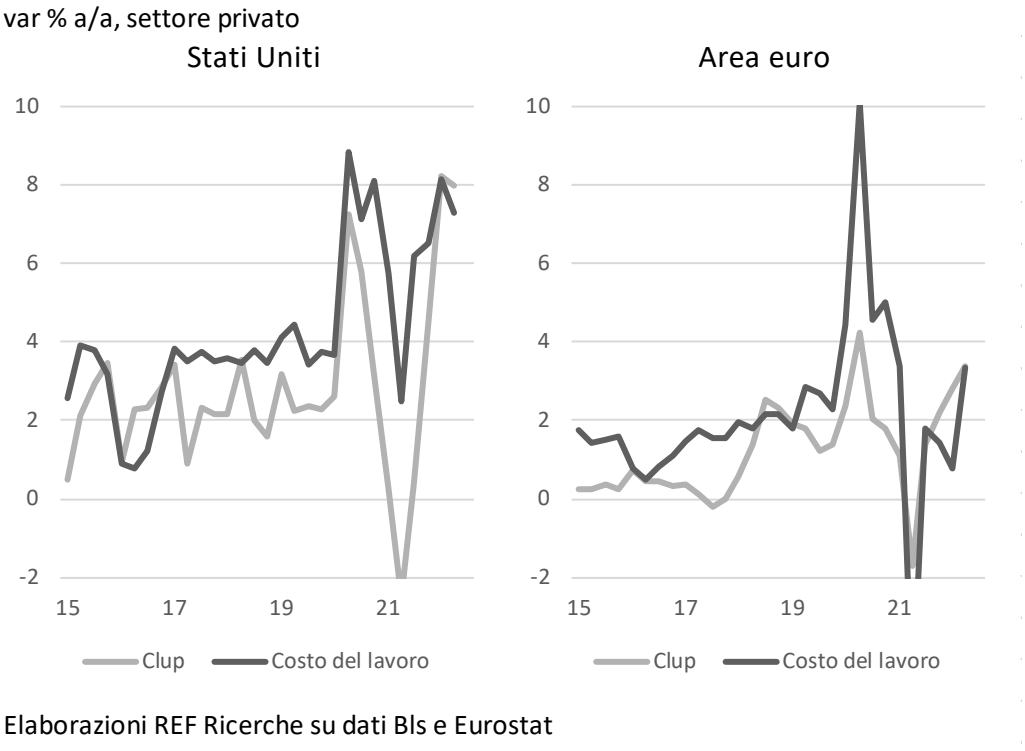
Tuttavia, dai dati si coglie come la differenza fra le due aree sia stata significativa. D'altra parte, negli Stati Uniti il costo del lavoro cresceva più che nell'eurozona già prima che arrivasse la crisi del Covid.

Le divergenze nella crescita del costo del lavoro hanno poi a loro volta riscontro nella diversa dinamica del Costo del lavoro per unità di prodotto.

I dati fanno emergere quindi come l'inflazione dell'area euro, pur avendo seguito un profilo simile a quello registrato negli Stati Uniti, abbia una radice macroeconomica molto diversa, essendo largamente legata alla perdita di ragioni di scambio osservata nel corso dell'ultimo anno e mezzo. Un andamento opposto a quello osservato negli Stati Uniti che sono un Paese esportatore netto di commodities energetiche, anche verso i Paesi europei, e quindi stanno traendo beneficio dall'aumento dei prezzi internazionali del gas.

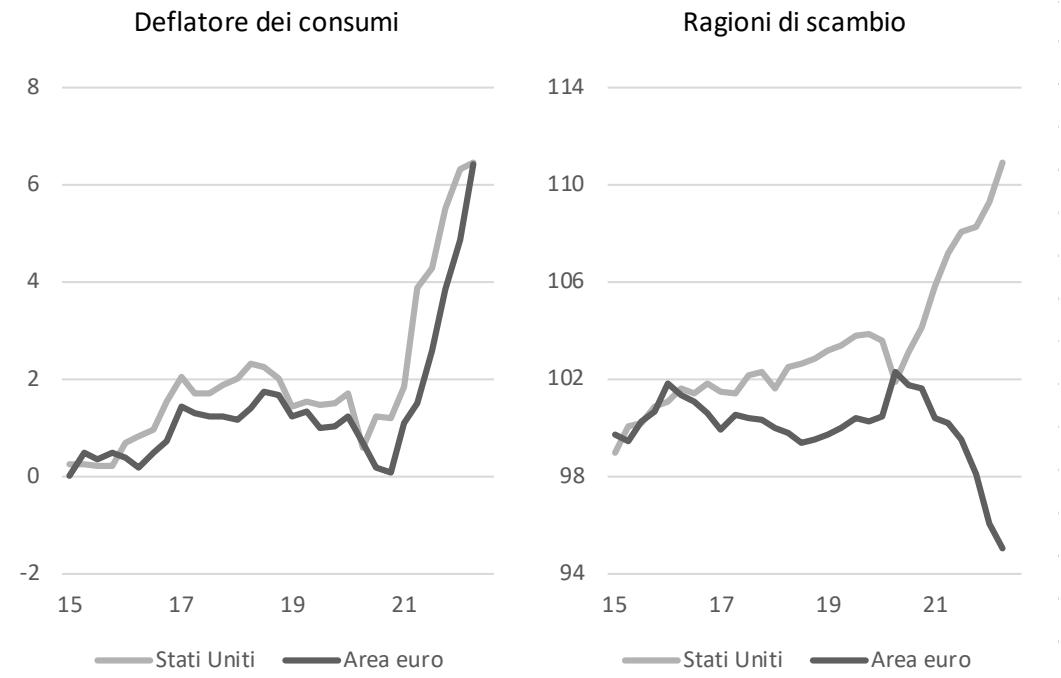
In generale, i dati mostrano come, nonostante il profilo simile dell'inflazione (misurata nella Figura 5 dal deflatore dei consumi delle famiglie) osservato nelle due aree, lo shock cui è stata sottoposta l'economia dell'eurozona (al pari degli altri Paesi europei, Ue e non) è decisamente più pesante rispetto a quanto visto nel caso americano. Questo, quindi, giustifica pienamente il ritardo nella reazione della Bce rispetto alla Federal Reserve, e il deprezzamento del tasso di cambio dell'euro rispetto al dollaro. Inoltre, proprio l'ampiezza della perdita di ragioni di scambio subita dall'area euro rende gli andamenti dei prossimi trimestri fortemente dipendenti dalle evoluzioni che osserveremo sul mercato dell'energia, e dalla capacità delle politiche di attenuarne gli impatti sul quadro macroeconomico (si veda su questo punto il capitolo 2).

FIG. 4 – Costo del lavoro e Clup: Stati Uniti e area euro



Elaborazioni REF Ricerche su dati Bls e Eurostat

FIG. 5 – Deflatore dei consumi e ragioni di scambio: Stati Uniti e area euro



Elaborazioni REF Ricerche su dati Bls e Eurostat

2.5 I rischi di recessione nel 2023

Alla luce delle tendenze descritte, si comprende come con il passare dei mesi le caratteristiche degli scenari economici per il 2023 si stiano modificando: da un quadro dominato dai timori di inflazione, si sta rapidamente passando a uno scenario caratterizzato dai rischi di recessione.

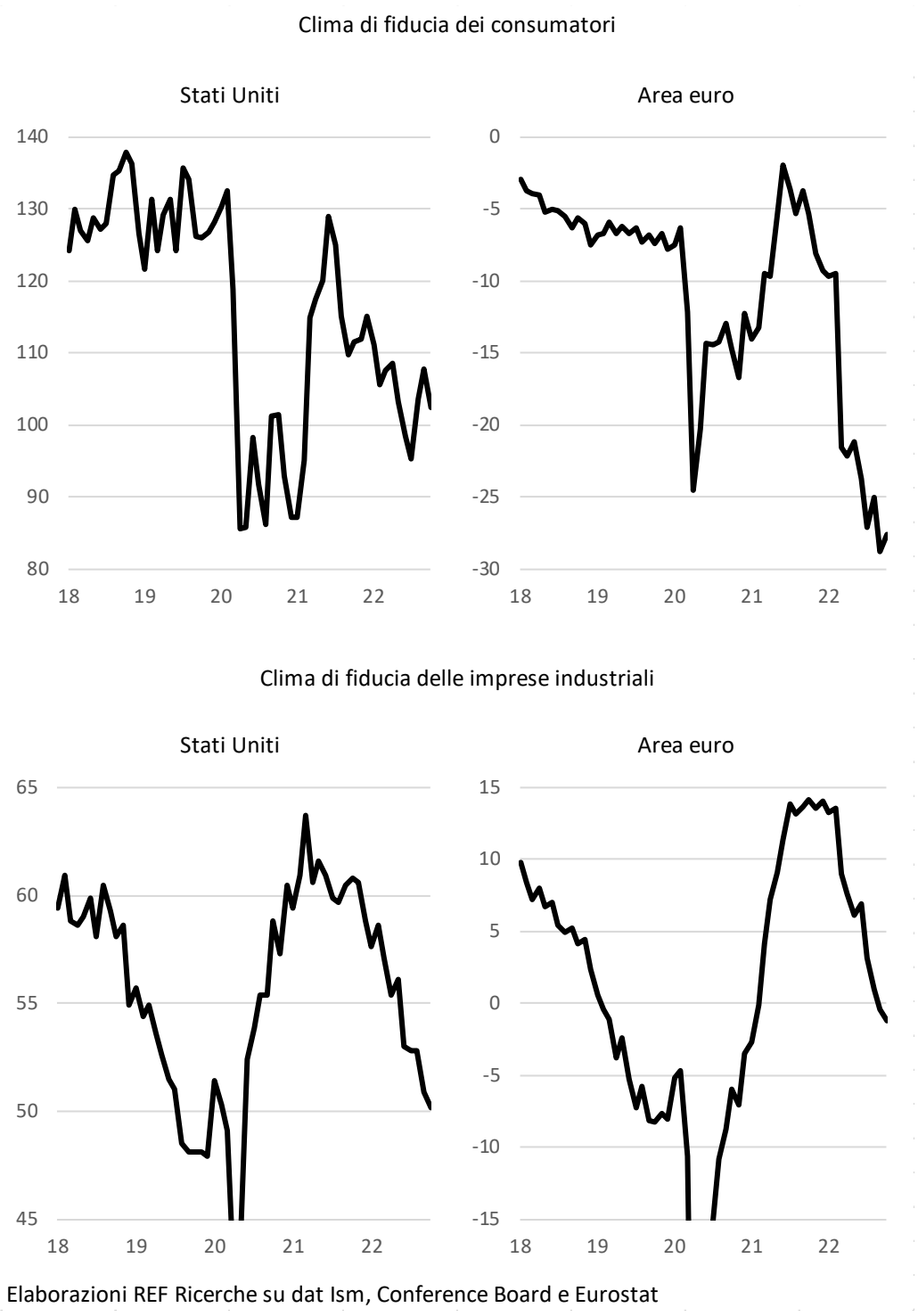
I segnali più evidenti di peggioramento del quadro economico traspaiono dall'andamento degli indicatori del clima di fiducia dei consumatori (vedi FIG. 6): le famiglie hanno avvertito il peso della maggiore inflazione, e più recentemente quello legato alle tensioni finanziarie. La confidence delle famiglie si è deteriorata soprattutto nelle economie dell'eurozona e nelle economie dell'Europa centro-orientale più prossime all'area del conflitto. Tuttavia, è significativo che sia peggiorata anche negli Stati Uniti, nonostante l'accelerazione salariale e i livelli bassissimi raggiunti dal tasso di disoccupazione.

Segnali di indebolimento sono emersi anche dagli indicatori del mercato immobiliare. Soprattutto negli Stati Uniti l'aumento dei tassi d'interesse sui mutui ha fortemente ridotto l'affordability, già deterioratasi a seguito dei forti aumenti dei prezzi osservati negli anni scorsi. Da alcuni mesi le vendite di abitazioni si stanno riducendo, e anche i prezzi delle case hanno iniziato a contrarsi.

Le prospettive di bassa crescita della domanda si sono gradualmente estese a tutti i settori produttivi.

Nel caso dei Paesi europei al rallentamento della domanda si sono aggiunti gli effetti dell'aumento dei costi di produzione legato agli incrementi dei prezzi dell'energia, che stanno spingendo molte imprese a ridimensionare i programmi di investimento. Naturalmente il quadro è particolarmente complesso per i settori energivori, data l'incertezza sui costi di produzione nel periodo invernale.

FIG. 6 – Indici del clima di fiducia dei consumatori e delle imprese industriali



Elaborazioni REF Ricerche su dat Ism, Conference Board e Eurostat

2.6 Peggiorano le previsioni

Nella TAB. 1 si confrontano le previsioni di crescita e inflazione per l'area euro e gli Stati Uniti formulate dalle principali istituzioni internazionali e dalle rispettive banche centrali.

Innanzitutto, riguardo alle previsioni sull'andamento dell'inflazione si osserva l'entità della revisione al rialzo, che confermano come l'accelerazione osservata quest'anno abbia colto di sorpresa i previsori. Difatti, a fine 2021 le previsioni d'inflazione per l'area euro erano ancora su valori compresi fra il 2 e il 3 per cento, mentre per gli Usa si indicavano già dinamiche fra il 3.5 e il 5 per cento. Guardando ai pre-consuntivi elaborati negli scenari più recenti, la revisione al rialzo delle previsioni sui prezzi è stata quindi decisamente maggiore per l'area euro rispetto a quanto visto nel caso degli Stati Uniti. Tale andamento è riconducibile alla crisi energetica europea, che ha avuto le caratteristiche di uno shock di natura asimmetrica ed ha avuto un impatto concentrato appunto sui prezzi dell'eurozona.

Un altro aspetto da considerare è che anche le previsioni d'inflazione per il 2023 hanno evidenziato un rialzo maggiore nell'area euro; pur prevalendo ancora l'ipotesi di una discesa, gli ultimi scenari hanno indicato valori significativi (la Bce ha previsto un'inflazione al 5.5 per cento e l'Ocse ha indicato un valore del 6.2), anche in questo caso con una revisione al rialzo ben superiore rispetto a quella osservata nel caso degli Stati Uniti. Anche tale revisione rispecchia quanto abbiamo osservato sui mercati energetici; tuttavia, va anche detto che gli scenari qui presentati sono stati elaborati prima della fase di caduta delle quotazioni del gas naturale osservata nei mesi di settembre e ottobre. Naturalmente, se tale contrazione verrà confermata nel corso dei mesi invernali, anche le previsioni d'inflazione per l'area euro saranno con buona probabilità riviste al ribasso.

Nel corso dell'anno sono state anche riviste in senso peggiorativo le previsioni di crescita. A una revisione contenuta delle attese per l'anno in corso si è accostata una revisione via via più ampia delle stime per il 2023. Nessuno fra i maggiori previsori si attende per ora tassi di crescita di segno negativo per il 2023, anche se le valutazioni più recenti convergono nell'indicare una sostanziale stagnazione dell'attività economica tanto nell'area euro, quanto negli Stati Uniti.

2.7 Dal contrasto della pandemia agli effetti del caro energia: ritorno al passato per le politiche di bilancio europee

Il peggioramento delle prospettive di crescita delineatosi negli ultimi mesi rappresenta naturalmente una sfida importante per le politiche economiche. Tuttavia, in questa fase le armi delle politiche appaiono relativamente spuntate. Da un canto, come abbiamo ricordato, le politiche monetarie sono orientate in maniera prioritaria dall'obiettivo di guidare al ribasso la dinamica dei prezzi. Dall'altro, le politiche fiscali, hanno adesso margini di manovra limitati, proprio perché con la fine del Quantitative easing, i Governi devono guardare con attenzione maggiore rispetto agli anni scorsi agli effetti delle loro decisioni sui livelli dei tassi d'interesse.

Difatti, in una fase di aumento dei tassi d'interesse, il rischio delle politiche fiscali è quello di accentuarne ulteriormente la risalita, con effetti sulla stabilità finanziaria: in queste condizioni, le politiche fiscali di segno espansivo potrebbero risultare addirittura controproducenti.

Ecco quindi che, se la crisi del Covid-19 è stata affrontata adottando un policy mix straordinariamente espansivo, la fase di indebolimento della congiuntura internazionale in corso da alcuni mesi vede banche centrali e Governi molto prudenti.

Tuttavia, come abbiamo osservato, l'area euro in questa fase sta affrontando uno shock di offerta decisamente superiore a quello Usa. Man mano che i prezzi dell'energia sono aumentati, i Governi dei Paesi europei si sono quindi ritrovati a dovere stanziare risorse per attenuare l'emergenza legata ai rincari. In particolare, i Governi hanno adottato diversi tipi di misure: le più frequenti sono state la riduzione della fiscalità sui prodotti energetici, interventi sulla regolazione dei prezzi dei prodotti

energetici e trasferimenti, soprattutto alle famiglie più deboli e alle imprese dei settori a maggiore intensità energetica (Sgaravatti et al, 2022[1])

TAB. 1 – La revisione delle previsioni di inflazione e crescita per il 2022 e il 2023

		AREA EURO				STATI UNITI			
		Pil		Inflazione		Pil		Inflazione	
		2022	**2023**	**2022**	**2023**	**2022**	**2023**	**2022**	**2023**
data della previsione									
(ott '21)	Imf	4.3	2.0	1.7	1.4	5.2	2.2	3.5	2.7
(nov)	Commissione UE	4.3	2.4	2.2	1.4	4.5	2.4	3.3	2.2
(dic)	Ocse	4.3	2.5	2.7	1.8	3.7	2.4	4.8	2.5
(dic)	Bce	4.2	2.9	3.2	1.8				
(dic)	Fed°					4.0	2.2	2.6	2.3
(gen '22)	Imf	3.9	2.5			4.0	2.6		
(feb)	Commissione UE	4.0	2.7	3.5	1.7				
(mar)	Bce	3.7	2.8	5.1	2.1				
(mar)	Fed°					2.8	2.2	4.3	2.7
(apr)	Imf	2.8	2.3	5.3	2.3	3.7	2.3	7.7	2.9
(mag)	Commissione UE	2.7	2.3	6.1	2.7	2.9	2.3	7.3	3.1
(giu)	Ocse	2.6	1.6	7.0	4.6	2.5	1.2	7.0	3.5
(giu)	Bce	2.8	2.1	6.8	3.5				
(giu)	Fed°					1.7	1.7	5.2	2.6
(lug)	Commissione UE	2.6	1.4	7.6	4.0				
(lug)	Imf	2.6	1.2			2.3	1.0		
(set)	Bce	2.7	1.2	8.1	5.5				
(set)	Fed°					0.2	1.2	5.4	2.8
(set)	Ocse	3.1	0.3	8.1	6.2	1.5	0.5	6.2	3.4
(ott)	Imf	3.1	0.5	8.8	4.5	1.6	1.0	8.0	3.5

° Per la Fed le previsioni sono relative alla crescita tendenziale a fine anno; le previsioni d'inflazione si riferiscono al Personal Consumption Expenditure Price Index (PCE)

Nel complesso, comunque, i Governi europei hanno mantenuto una impostazione prudente. Hanno difatti cercato di finanziare le misure introdotte utilizzando spazi fiscali che si sono creati nel corso dell'anno, anche per effetto degli aumenti del gettito legati alla ripresa nella prima parte dell'anno e agli effetti sulle entrate dei prezzi dell'energia in aumento, in particolare sul gettito delle imposte indirette. Questa impostazione dovrebbe prevalere anche per il 2023(**si veda il capitolo 2**).

L'orientamento prudente delle politiche di bilancio è del resto ribadito negli obiettivi dichiarati dai Governi per l'anno prossimo. Difatti, le previsioni sui saldi di bilancio indicate recentemente dai maggiori Paesi europei nei Draft Budgetary Plan di ottobre ribadiscono sostanzialmente i target sui livelli dei deficit pubblici che erano stati indicati nei Programmi di

[1] Presentano sul sito Bruegel.org un aggiornamento delle misure man mano che vengono introdotte nei diversi Paesi con le relative quantificazioni.

Stabilità della scorsa primavera, pur in presenza di un quadro macroeconomico che si è profondamente modificato (vedi TAB. 2). L'Italia ha evidenziato una revisione al rialzo degli obiettivi, pur mantenendosi comunque obiettivi programmatici relativamente ambiziosi, con una discesa del deficit al 3.7 per cento nel 2024 e al 3 per cento nel 2025.

Questo conferma come, nonostante il deterioramento del quadro congiunturale, nessun Paese ritenga opportuno apportare cambiamenti sostanziali al percorso programmatico della politica di bilancio. Al più ci si dovranno attendere nel corso del 2023 interventi che potranno comportare scostamenti dai saldi programmati, ma solo in misura contenuta e in via transitoria.

TAB. 2 – La revisione Degli obiettivi sul deficit pubblico dei Paesi europei

	Documento Programmarico di bilancio (ottobre 2022)				Programma di Stabilità (aprile 2022)				Differenza		
	2021	**2022**	**2023**	**2024**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2022**	**2023**	**2024**
Francia	-6.5	-5.0	-5.0	-4.5	-6.4	-5.0	-5.0	-4.6	0.0	0.0	0.1
Germania	-3.7	-3.5	-2.0	-2.0	-3.7	-3.8	-2.0	-1.8	0.3	0.0	-0.3
Spagna	-6.8	-5.0	-3.9		-6.9	-5.0	-3.9	-3.3	0.0	0.0	
Olanda	-2.6	-1.1	-2.5		-2.5	-3.0	-2.8	-3.0	1.9	0.3	
Italia *	-7.2	-5.6	-4.5	-3.7	-7.2	-5.6	-3.9	-3.3	0.0	-0.6	-0.4

* per l'Italia Nadef versione aggiornata

Da questo punto di vista, l'esperienza del 2022 non è che un primo assaggio di come stanno cambiando rapidamente le cose nell'area euro. Una volta superate le politiche del Quantitative easing, e in vista del ripristino dal 2024 delle regole del Patto di stabilità (attualmente da ridefinire), si ritornerà a seguire obiettivi che torneranno a fare pesare le condizioni strutturali di finanza pubblica, e quindi, in definitiva, le attese sull'andamento del debito pubblico.

Questo porterà con buona probabilità a una diversa ampiezza degli "spazi fiscali" di cui disporranno i Governi per affrontare eventuali fasi di difficoltà nei diversi Paesi. Si torna insomma alla consuetudine, in cui i Governi dovranno costruire i propri programmi di politica economica tenendo conto dei vincoli di finanza pubblica europei, il cui rispetto sarà una precondizione per potere beneficiare eventualmente della protezione della Bce e, quindi, allentare la pressione degli spread[2].

3. L'Italia migliora la propria performance rispetto ai Paesi europei, ma molti nodi ancora da affrontare

3.1 La nuova fase dell'economia italiana

Se il 2022 a livello internazionale ha rappresentato una sorta di spartiacque, con l'attenuazione delle ondate del Covid-19 e il passaggio a una nuova fase della politica monetaria, nel caso italiano al mutamento delle caratteristiche del quadro economico si è accostato un cambiamento negli assetti politici. Le elezioni di settembre segnano difatti la chiusura della fase del Governo tecnico, e l'avvio di una nuova legislatura.

Il cambiamento del quadro è quindi sostanziale. Può essere sintetizzato guardando innanzitutto a come l'economia italiana ha affrontato la difficile fase congiunturale degli ultimi tre anni nel confronto con gli altri Paesi europei, in modo da qualificare il quadro economico ereditato dal

[2] Si veda il capitolo 3 per i dettagli del Transmission Protection Instrument

nuovo Governo e delineare alcune linee sulle prospettive.

3.2 Le tendenze dell'economia reale: l'Italia è andata meglio

Dal punto di vista dell'attività economica, gli andamenti osservati in Italia sono stati largamente dominati dalla pandemia, e quindi seguono oscillazioni simili a quelle che hanno caratterizzato le altre economie dell'eurozona (vedi FIG. 7). Alcune differenze sono riconducibili all'intensità del lockdown del 2020, che ha comportato una maggiore contrazione del Pil e, corrispondentemente, un maggiore recupero nel corso della successiva fase di ripresa del 2021-22.

Tuttavia, questo percorso, molto simile nei diversi Paesi, nasconde alcune differenze che possono risultare significative per leggere il posizionamento relativo dell'economia italiana nel panorama europeo.

Il primo punto è di ordine puramente quantitativo, e riguarda la crescita realizzata nel corso dell'ultimo triennio. Facendo riferimento al dato del terzo trimestre del 2022, e confrontandolo con il livello di fine 2019, si osserva come l'economia italiana abbia registrato una crescita analoga a quella francese e superiore a quanto osservato in Germania e Spagna. Il periodo in esame, un triennio, è ancora troppo breve per trarne conclusioni in termini di chiusura del differenziale di crescita dell'Italia rispetto agli altri Paesi dell'eurozona; costituisce comunque una evidente discontinuità se si considera che per almeno due decenni l'economia italiana è cresciuta sempre meno dei partner europei.

Il secondo riguarda la composizione di tale differenziale dal punto di vista della domanda e degli andamenti settoriali. In particolare, i dati mostrano come la buona performance dell'economia italiana sia riconducibile a una crescita maggiore degli investimenti e dell'export; la maggiore crescita dell'export è tuttavia compensata da un maggiore aumento dell'import, per cui il contributo del net export alla crescita non è particolarmente favorevole.

Dal lato dei settori si osserva come l'Italia abbia fatto bene in termini relativi nell'industria e nelle costruzioni.

Tali andamenti sono riconducibili in parte alle differenze nelle politiche economiche oltre che a effetti legati alla specializzazione produttiva.

In particolare, hanno pesato gli effetti delle politiche di incentivazione, che hanno sostenuto gli investimenti in costruzioni, cresciuti difatti rispetto a prima della pandemia di quasi il 30 per cento. Vi hanno contribuito certamente i bassi livelli dei tassi d'interesse, che hanno spinto le famiglie a indirizzare verso il mercato immobiliare una parte dell'extra-risparmio cumulatosi nel periodo della pandemia; se questo effetto ha accomunato molte economie avanzate, un tratto peculiare dell'esperienza italiana è stata invece l'accelerazione delle ristrutturazioni immobiliari, sotto la spinta degli incentivi dei cosiddetti "superbonus" del 110 per cento. Tali misure sono finanziate per una quota attraverso il Pnrr (14 miliardi di euro, cui vanno aggiunti altri 4.6 miliardi finanziati attraverso il Piano Complementare). Si tratta infatti della quota degli interventi che sono attribuiti in maniera diretta alle misure finalizzate ad accelerare la transizione ambientale, e quindi finanziano una quota dell'"ecobonus"; sono invece completamente escluse dal finanziamento del Pnrr le misure del cosiddetto "sismabonus". Tuttavia, la copertura finanziaria complessiva dei vari decreti relativi al superbonus è decisamente superiore, anche a quelle che erano le stime originarie del Governo. Secondo i dati dell'Enea al 30 settembre del 2022 risultavano ammessi alla detrazione del superbonus investimenti per un ammontare complessivo delle detrazioni a fine lavori pari a 56 miliardi. Di fatto, quindi, gli incentivi alle ristrutturazioni hanno svolto un ruolo importante nel disallineare l'attività della filiera dell'edilizia in Italia dalle tendenze osservate in altri Paesi. Tuttavia, si guarda con attenzione agli oneri che essi comporteranno per le finanze pubbliche nei prossimi anni. Non a caso, per i prossimi anni si è scelto di non reiterare questi interventi con la stessa percentuale di incentivazione, pur avendo mantenuto uno

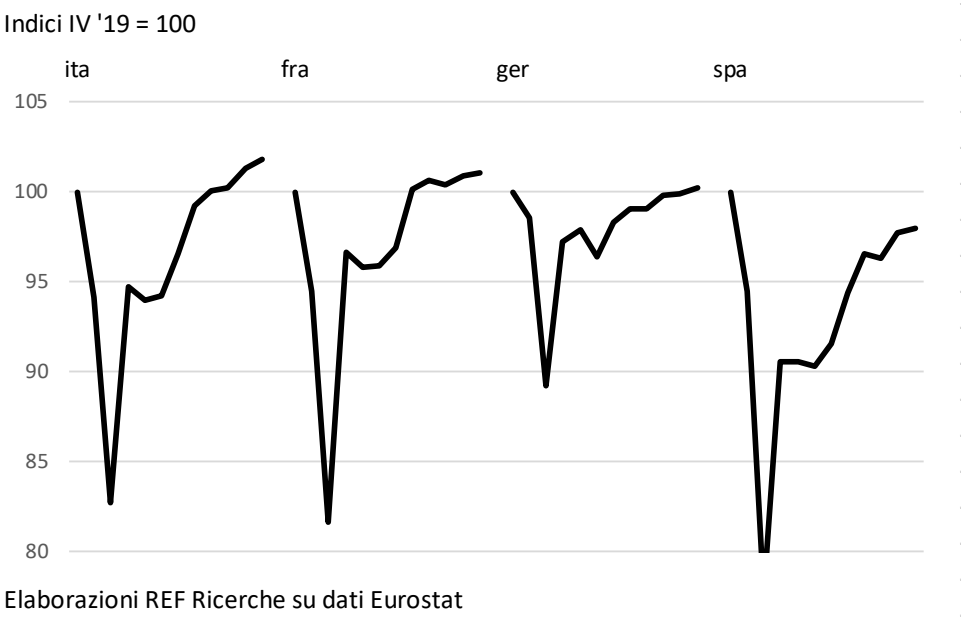
sgravio significativo, pari all'80 per cento, anche allo scopo di evitare una brusca inversione nell'attività del settore delle costruzioni.

Un secondo aspetto rilevante per spiegare la tenuta relativa dell'industria italiana, è rappresentato dalla nostra bassa specializzazione nel settore dell'auto, che ha influenzato molto gli andamenti negli altri Paesi europei, soprattutto in Germania, a causa dei blocchi alla produzione legati alle interruzioni nelle forniture di semiconduttori, e dei bassi livelli della domanda, riconducibili anche all'incertezza dei consumatori sulle scelte di acquisto in vista delle limitazioni che verranno introdotte in futuro alla circolazione di vetture con alimentazione a benzina o a gasolio.

L'industria tedesca ha anche risentito in misura maggiore delle difficoltà delle catene di fornitura, dato il maggiore coinvolgimento nell'organizzazione tipica delle catene globali del valore, e soprattutto a seguito delle interdipendenze che legano la Germania ai Paesi dell'Europa dell'est e alle economie asiatiche. Da questo punto di vista, vi sono anche prime evidenze a favore della capacità delle imprese italiane di dimensione medio-piccola di sopperire almeno parzialmente alla mancanza di prodotti intermedi, attivando rapporti di fornitura presso imprese che ancora avevano mantenuto nicchie di produzione all'interno dei distretti industriali (Intesa San Paolo, 2022).

Tuttavia, vi sono anche settori di specializzazione italiana che sono stati molto colpiti dalla pandemia. Oltre ai settori del turismo, che hanno pienamente recuperato nel corso degli ultimi trimestri, vi è anche tutta la filiera del tessile-abbigliamento, altro comparto che ha subito maggiori conseguenze nel periodo della crisi, e che da alcuni trimestri è entrato in una fase di ripresa.

FIG. 7 – Prodotto interno lordo, economie dell'area euro



Elaborazioni REF Ricerche su dati Eurostat

3.3. Moderazione salariale e rafforzamento della posizione competitiva

Nel complesso, guardando alle principali voci della domanda aggregata, è chiaro come la ripresa dell'economia italiane derivi principalmente dal disallineamento del ciclo degli investimenti in costruzioni nel nostro Paese, a fronte di un andamento dei consumi delle famiglie che è rimasto più debole rispetto ai maggiori Paesi dell'area euro. La debolezza relativa dei consumi italiani appare destinata a protrarsi, considerando la caduta del potere d'acquisto dei salari, che

rispecchia le conseguenze dell'alta inflazione in un quadro caratterizzato da sostanziale moderazione salariale.

In effetti, il caso italiano nel biennio 2021-22 ha rappresentato un caso quasi estremo in termini di mancata risposta salariale rispetto agli aumenti dell'inflazione importata. Le tensioni sui prezzi dell'energia si sono difatti prodotte in un quadro caratterizzato da una dinamica del costo del lavoro che non ha evidenziato un chiaro cambiamento di regime in risposta agli aumenti dei prezzi. Anche i rinnovi contrattuali già siglati hanno incorporato una accelerazione rispetto ai trend degli ultimi anni, mantenendosi tuttavia su incrementi del 2-3 per cento su base annua a seconda dei settori. Si tratta di ritmi inferiori a quelli attesi negli altri Paesi europei (vedi FIG. 8). Questo comporta una contrazione marcata del potere d'acquisto delle retribuzioni, ma al contempo anche un rafforzamento della posizione competitiva di prezzo-costi delle imprese italiane.

Il differenziale negativo nella dinamica del costo del lavoro è coerente con l'arretramento relativo dell'economia italiana rispetto agli altri Paesi in atto da diversi anni. All'interno di una medesima area valutaria ci si deve difatti attendere che Paesi caratterizzati per un lungo periodo da una fase di bassa crescita tendano a esibire differenziale salariali e d'inflazione di segno negativo rispetto alle aree più dinamiche. Tale riequilibrio dei prezzi relativi dovrebbe nel corso del tempo migliorare la posizione competitiva, e rendere tali aree più attrattive per gli investimenti; tuttavia, il processo può essere ostacolato dal fatto che contemporaneamente la forza lavoro di queste aree può essere attratta verso altre economie caratterizzate da salari più dinamici, generando quindi una minore crescita della forza lavoro e del prodotto potenziale.

Un percorso di questo tipo sembra caratterizzare in effetti da diversi anni l'economia italiana. Il differenziale d'inflazione negativo che osserviamo oramai dal 2013 ha portato in dieci anni a cumulare una flessione dei prezzi relativi italiani rispetto alla media dell'area euro del 5 per cento e rispetto alla Germania del 7 per cento (vedi FIG. 9).

Naturalmente, il fatto che l'Italia abbia mantenuto un divario negativo d'inflazione anche quest'anno è un fatto di rilievo, in quanto va in direzione opposta rispetto all'immagine tradizionale, che vede una minore capacità delle economie periferiche dell'eurozona di reagire a shock esterni attraverso variazioni dei prezzi relativi. Questo comportamento non corrisponde quindi affatto allo stereotipo che vede, in presenza di uno shock esterno ai prezzi, una maggiore propensione dei Paesi dell'Europa meridionale ad attivare meccanismi di propagazione e persistenza della maggiore inflazione, con l'apertura di un differenziale d'inflazione cui seguono perdita di competitività, minore crescita e, in definitiva, problemi alla sostenibilità dei conti pubblici.

Il peso dello shock sui consumatori…

Naturalmente, il costante miglioramento della competitività di prezzo-costi dell'economia italiana contribuisce a spiegare la tenuta dell'attività del settore manifatturiero e la buona performance dell'export.

Tuttavia, il quadro di sostanziale moderazione salariale in presenza di uno shock esterno sui prezzi porta anche, almeno nel breve periodo, ad accrescere le difficoltà per le famiglie, determinando una riduzione del potere d'acquisto.

Tuttavia, sino all'estate scorsa i consumi hanno continuato ad aumentare, soprattutto perché è continuata la ripresa dei servizi dopo le riaperture dei settori che erano stati assoggettati a restrizioni a causa della pandemia.

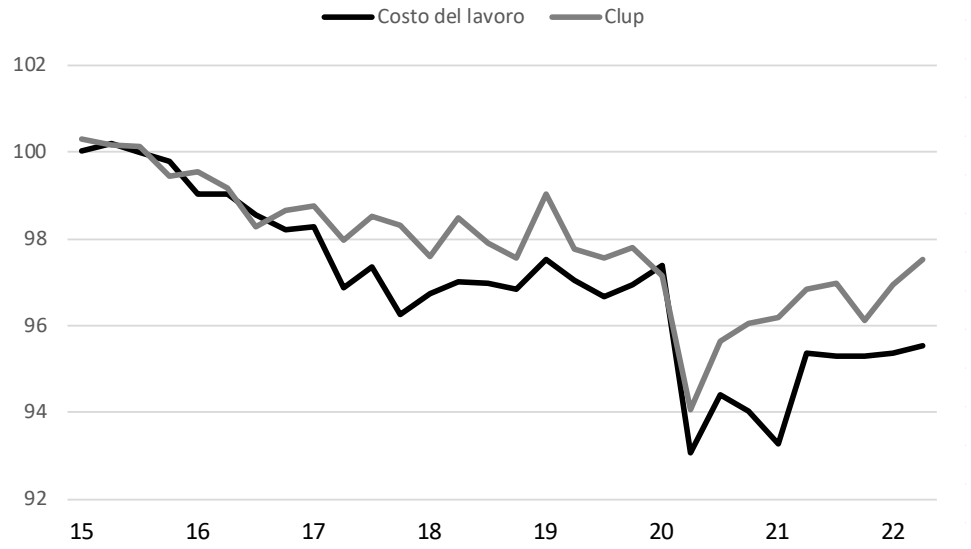
Stiamo quindi entrando in una fase che vedrà un cambiamento degli stili di vita, da cui seguiranno ancora nuovi mutamenti nella struttura dei consumi delle famiglie. I diversi tasselli dello scenario per i consumi possono essere sintetizzati ricordando quattro punti principali.

Il primo è che lo shock sui prezzi non è omogeneo rispetto alle diverse fasce di reddito. Difatti, le voci del paniere dei prezzi che hanno evidenziato i maggiori rincari – energia e alimentari - hanno un peso maggiore sui consumi delle fasce di reddito

inferiori. Vi è quindi un'inflazione più elevata per le famiglie meno abbienti, che si caratterizzano per livelli di consumo inferiori. E' quanto illustrato nella Figura 10, che mostra i tassi d'inflazione calcolati su due panieri di spesa differenti, ovvero quelli del primo e del quinto quintile di consumo. Nel corso dell'ultimo anno il differenziale d'inflazione per i due gruppi di famiglie è arrivato a ben 4 punti percentuali, un valore che sarebbe stato anche più elevato se il Governo nel corso dell'anno non avesse adottato diversi provvedimenti soprattutto finalizzati ad attenuare i rincari delle utenze domestiche.

FIG. 8 – Costo del lavoro e Clup, rapporto Italia – area euro

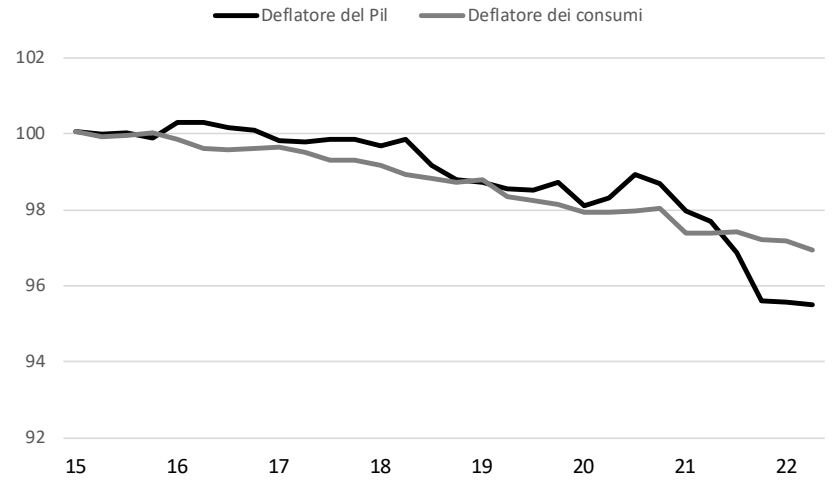
Settore privato, 2015 = 100



Elaborazioni REF Ricerche su dati Eurostat

FIG. 9 – Deflatore del Pil e deflatore dei consumi, rapporto Italia – area euro

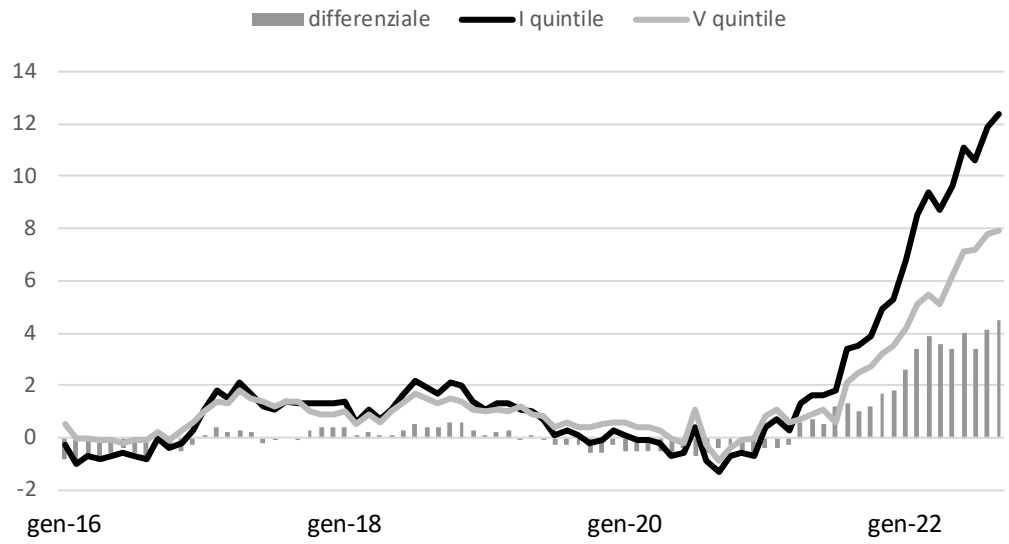
2015 = 100



Elaborazioni REF Ricerche su dati Eurostat

FIG. 10 – Inflazione per classi di consumo

Indice Ipca, quintili di consumo



Elaborazioni REF Ricerche su dati Istat

Il secondo punto è che le famiglie delle fasce di reddito più elevate negli anni scorsi avevano accumulato un buffer di extra-risparmio significativo. Le differenze fra le classi di reddito dipendono anche dal fatto che nel periodo della pandemia si era osservata una relativa stabilità dei redditi, soprattutto grazie ai trasferimenti dal bilancio pubblico alle famiglie colpite direttamente dagli impatti economici della crisi. D'altra parte, alla relativa stabilità dei redditi è corrisposta una contrazione dei consumi concentrata su alcune voci, come i consumi turistici e gli spettacoli, la cui incidenza è decisamente maggiore nelle famiglie delle classi di reddito più elevate. Sono quindi queste le classi di reddito che hanno accumulato un "extra-risparmio" che adesso potrebbe finanziarne la domanda anche in presenza di una riduzione del potere d'acquisto.

Il terzo punto è rappresentato dal fatto che la reazione della domanda sarà molto diversa a seconda delle varie tipologie di consumo. Dati gli effetti redistributivi menzionati, è probabile che nei prossimi mesi i consumi di servizi saranno caratterizzati da una maggiore capacità di tenuta, mentre saranno ridimensionati i consumi di base, presumibilmente anche attraverso un downgrade qualitativo e un cambiamento dei formati distributivi (ad esempio con una crescita significative dei discount nel caso dell'alimentare). Naturalmente, è probabile una contrazione ampia dei consumi energetici, in linea con quanto abbiamo già visto nei mesi scorsi; in questo caso si tratta di un comportamento virtuoso, che trasla la minore domanda soprattutto sulle importazioni, e quindi minimizza gli effetti sulla crescita, e che probabilmente non sarà abbandonato in futuro, dato che l'abitudine alla maggiore attenzione agli sprechi rappresenta un aspetto culturale che può persistere negli stili di vita delle famiglie. Infine, è probabile che, se il superamento della pandemia sarà confermato, si contrarranno alcune voci dei consumi (arredamento, elettrodomestici) che avevano beneficiato della maggiore permanenza fra le mura domestiche, a vantaggio invece dell'abbigliamento, che ne era stato penalizzato.

Divergenze settoriali e problemi nel mercato del lavoro. Le differenze nell'andamento delle diverse voci della domanda sono un aspetto significativo perché da esse discenderanno divergenze negli andamenti dei diversi settori produttivi e della rispettiva domanda di lavoro, con la possibilità quindi di settori caratterizzati da eccesso di offerta di lavoro e altri caratterizzati da eccesso di domanda. Il fenomeno del mismatch delle competenze, e della scarsità di manodopera, che ha caratterizzato diversi settori negli ultimi due anni potrebbe quindi persistere anche in presenza di una fase di rallentamento dell'economia (Unioncamere Excelsior, 2022).

…e sulle imprese

Anche dal lato delle imprese lo scenario è complesso. Naturalmente le divergenze nell'andamento delle diverse voci dei consumi si rifletteranno sulla performance dei settori produttivi. Oltre al diverso andamento della domanda finale, peseranno in maniera differenziata sui diversi settori gli andamenti dei prezzi delle materie prime. Le differenze rifletteranno soprattutto l'intensità energetica delle diverse produzioni.

In un quadro dominato dalla varianza delle performance settoriali, vi sono almeno tre punti sui quali conviene puntare l'attenzione.

Prezzi e potere di mercato. Con la decelerazione della domanda i diversi settori produttivi potranno trovarsi in difficoltà nel traslare a valle gli aumenti dei costi. In alcuni settori si è difatti già verificata una contrazione piuttosto pronunciata dei margini di profitto. Il tema è particolarmente delicato per quei settori energivori sottoposti a concorrenza da parte di produttori di Paesi dove i prezzi sono aumentati meno (come gli Stati Uniti). Un altro punto importante nei settori a elevata intensità di commodities riguarda le imprese che hanno costituito le scorte quando i prezzi erano molto elevati e che adesso rischiano di essere messi fuori mercato a causa della caduta del valore del magazzino.

Fabbisogni di liquidità, incertezza e investimenti. La riduzione dei margini può spingere le imprese dei settori più colpiti a cercare di ridimensionare i fabbisogni di liquidità rinviando decisioni di investimento già programmate, e quindi con un ulteriore effetto negativo sulla domanda ai settori industriali.

Ciclo delle costruzioni, superbonus e Pnrr. Il terzo aspetto si lega direttamente a quanto evidenziato riguardo all'importanza del ciclo delle costruzioni nel trainare la ripresa degli ultimi due anni. I rischi di una brusca battuta d'arresto dopo la riduzione degli incentivi sono elevati. È importante una piena realizzazione dei programmi legati agli investimenti pubblici, in modo da sostituire con domanda pubblica la probabile riduzione della domanda privata.

4. Conclusioni

Alla luce del quadro appena discusso, non sorprende che il 2023 rappresenti anche per l'economia italiana un passaggio delicato. Gli scenari di previsione dei principali organismi e delle istituzioni nazionali indicano per il prossimo anno una crescita del Pil solo marginalmente positiva. Vi sono anche dei previsori che indicano la possibilità di una contrazione nella media del prossimo anno.

Molto dipenderà evidentemente dall'evoluzione del quadro energetico, tutt'ora molto incerto nonostante la discesa dei prezzi dell'energia osservata nel corso del mese di ottobre.

La frenata dell'economia rappresenta quindi il primo banco di prova per l'azione del nuovo Governo. Nella Nadef appena licenziata dal nuovo Governo si annuncia una politica di segno espansivo, limitatamente al prossimo anno e con interventi concentrati principalmente sulla proroga delle misure di contrasto al caro energia, e per lo più circoscritti temporalmente al prossimo anno. In generale, quindi, l'impostazione è prudente, e tiene conto della delicatezza della fase in corso, nella quale i margini di manovra per politiche discrezionali si sono ridotti.

La stessa Nadef difatti assume obiettivi di riduzione del deficit pubblico con un livello pari al

3 per cento del Pil nel 2025, e con un andamento costantemente decrescente del rapporto debito Pil.

I prossimi anni saranno quindi il vero banco di prova per valutare se la fase di chiusura del differenziale di crescita dell'Italia rispetto agli altri Paesi dell'area euro è stato solo un risultato legato alle peculiarità della congiuntura economica di questi anni, oppure se la tendenza si protrarrà anche in un contesto caratterizzato da minori margini a disposizione della politica di bilancio.

TAB. 3 – La revisione delle previsioni di inflazione e crescita dei principali organismi internazionali, del Governo e della Banca d'Italia per l'economia italiana

		Pil		Inflazione	
		2022	**2023**	**2022**	**2023**
data della previsione					
(set)	Nadef (programmatico)*	4.7	2.8	1.6	1.4
(ott)	Imf	4.2	1.6	1.8	1.1
(nov)	Commissione UE	4.3	2.3	2.1	1.4
(dic)	Ocse	4.6	2.6	2.2	1.6
(dic)	Bce				
(gen)	Banca d'Italia	3.8	2.6	3.5	1.6
(gen)	Imf	3.8	2.2		
(feb)	Commissione UE	4.1	2.3	3.8	1.6
(mar)	Bce				
(apr)	Imf	2.3	1.7	5.3	2.5
(apr)	Def (programmatico)*	3.1	2.4	5.8	2.1
(mag)	Commissione UE	2.4	1.9	5.9	2.3
(giu)	Ocse	2.5	1.2	6.3	3.8
(giu)	Bce				
(lug)	Banca d'Italia	3.2	1.3	7.8	4.0
(lug)	Commissione UE	2.9	0.9	7.4	3.4
(lug)	Imf	3.0	0.7		
(set)	Bce				
(set)	Ocse	3.4	0.4	7.8	4.7
(ott)	Imf	3.2	-0.2	8.7	5.2
(ott)	Banca d'Italia	3.3	0.3	8.5	6.5
(ott)	Nadef (programmatico)*	3.7	0.6	7.0	5.5

Le previsioni d'inflazione si riferiscono all'indice IPCA, quelle del Governo al deflatore dei consumi.

Riferimenti bibliografici

Banca d'Italia [2022b] Bollettino economico, n 3.

Broadbent B (2022) The inflationary consequences of real shocks, Speech Imperial College. Bank of England

CNEL [2021] Rapporto sul mercato del lavoro

Imf (2022) World Economic Outlook

Intesa San Paolo (2022), Economia e finanza dei distretti industriali, Rapporto annuale.

Obstfleld M (2022) Uncoordinated monetary policies risk a historic global slowdown. Peterson Institute for International Economics

REF Ricerche (2022) Congiuntura ref,, Ottobre 2022

Sgaravatti, G., S. Tagliapietra, G. Zachmann (2021) National policies to shield consumers from rising energy prices', Bruegel Datasets, pubblicato inizialmente il 4 November 2021, e aggiornato sul sito at https://www.bruegel.org/dataset/national-policies-shield-consumers-rising-energy-prices

Unioncamere Excelsior (2022) La domanda di professioni a formazione delle imprese italiane nel 2021

2. IL MERCATO DOMESTICO E INTERNAZIONALE DELL'ENERGIA

Roberto Bianchini, Andrea Tenconi ♦

- *Nel corso degli ultimi mesi i mercati energetici sono stati oggetto di tensioni, sia lato prezzi che per quanto riguarda l'approvvigionamento di commodity, gas in particolare. La guerra in Ucraina ha provocato la riduzione dei volumi di gas dalla Russia, che rappresentava circa il 40% delle forniture per paesi quali Italia e Germania.*
- *Il mercato ha cominciato a scontare una seria probabilità di mancanza di gas in Europa nel corso dell'inverno 2022-2023, con quotazioni del gas che si sono decuplicate rispetto agli anni precedenti. La crisi del settore gas, soprattutto per l'Italia, ha potenziali conseguenze negative anche per il settore elettrico: il gas, infatti, rappresenta ancora una delle fonti principali di produzione di energia elettrica.*
- *Le tensioni sul mercato gas si sono, quindi, scaricate anche sul mercato elettrico, dove i prezzi hanno raggiunto nel corso degli scorsi mesi livelli eccezionali. Il presente capitolo mira a dare una panoramica di ciò che sta avvenendo sui mercati energetici con particolare riferimento a quello nazionale, e di fornire alcuni spunti utili per delineare gli elementi di rischio dello scenario energetico 2023.*

1. Le ragioni della crescita del prezzo gas in Europa

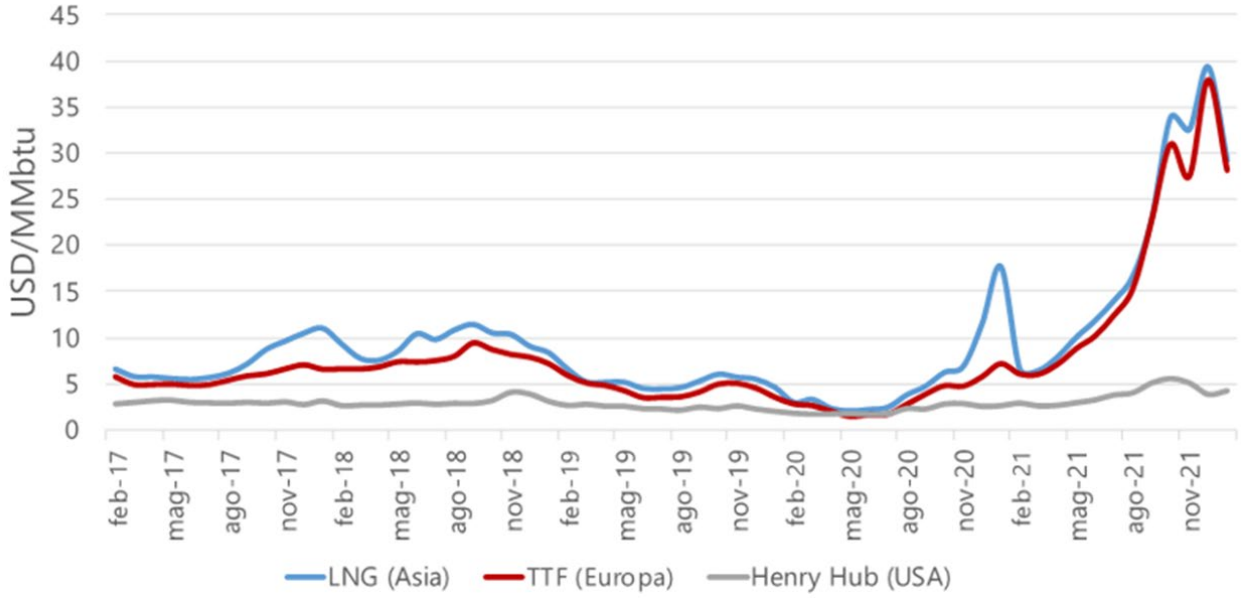
Prima della pandemia, il mercato gas globale si trovava in una posizione di sostanziale equilibrio e sovrabbondanza di gas: i prezzi in Europa erano bassi, stabilizzati da forniture costanti a prezzi contenuti tramite contratti a lungo termine stipulati con la Russia e altri paesi abilitati al trasporto via gasdotto, oltre che da prezzi sul mercato spot che riflettevano l'ampia disponibilità della commodity. Tale disponibilità era anche garantita dagli incrementi di produzione dei decenni precedenti, grazie alla rivoluzione dello *shale* gas, con gli Stati Uniti passati nel giro di pochi anni da importatori netti a esportatori netti di gas naturale. Solo il mercato asiatico registrava maggior volatilità, essenzialmente legata al fatto che questi mercati nel corso dell'ultimo decennio hanno puntato allo sviluppo di capacità di rigassificazione per approvvigionarsi di gas liquefatto, il cui costo è strutturalmente più elevato di quello importato via tubo.

La pandemia ha portato, come risaputo, ad un calo deciso della domanda globale di gas dovuta ad una stagnazione generale dell'attività economica internazionale, per cui i prezzi erano calati ulteriormente per via di un puro effetto di diminuzione della domanda. Con la fine dei primi lockdown nei vari paesi e l'allentamento delle maggiori restrizioni sul lavoro e sulle industrie, i consumi di gas hanno ricevuto una spinta notevole, più o meno contemporanea in quasi tutte le economie avanzate. Ne è derivato un rimbalzo dei prezzi del gas, tali da superare i livelli di prezzo su cui il mercato si era stabilizzato prima della pandemia. Nella FIG. 1 è possibile osservare l'andamento dei prezzi nelle tre principali aree per il mercato del gas: il prezzo del TTF (indice olandese del prezzo del gas in Europa continentale), il prezzo di Henry Hub (corrispettivo statunitense del TTF) e un indice di benchmark per i prezzi del Gas Naturale Liquefatto a consegna nei porti asiatici. Risulta chiaro come l'andamento dei prezzi globali del gas sia influenzato principalmente dalle classiche dinamiche di

♦REF Ricerche

incontro tra domanda e offerta: un esempio particolarmente evidente dal grafico riguarda il prezzo delle importazioni asiatiche nel periodo ottobre 2020/gennaio 2021, in corrispondenza delle prime grandi riaperture di Cina, Corea del Sud e Giappone.

FIG. 1- Prezzi del gas per regione, 2017-2021



Fonte: elaborazioni REF Ricerche su dati Eikon Refinitiv

Il grafico mostra come la piena ripresa dell'economia europea a partire dall'autunno 2021, unitamente a livelli degli stoccaggi molto bassi ad inizio inverno in quasi tutti i paesi europei, abbia determinato una prima forte crescita del prezzo in Europa già a partire da fine 2021, con il prezzo che si è allineato a quello asiatico.

Con l'inizio della guerra tra Russia e Ucraina, i prezzi del gas hanno incorporato un ulteriore elemento di tensione, questa volta dal lato dell'offerta. Al progressivo taglio delle forniture dalla Russia, che rappresentavano la maggioranza delle forniture per paesi quali l'Italia e la Germania, sono seguiti i ben noti aumenti di prezzo che hanno reagito, nella loro evoluzione, alle notizie che arrivavano quasi giornalmente sulle decisioni di politica commerciale dell'una o dell'altra parte. Da circa metà estate in avanti, inoltre, l'aumento dei prezzi è stato trainato anche da un aumento della domanda generale, motivata dall'intenzione da parte degli stati europei di portare il più possibile a riempimento i siti di stoccaggio in vista dell'inverno, necessità anch'essa derivante dall'alta probabilità che la Russia, durante l'inverno 2022-2023 potesse interrompere definitivamente i flussi verso l'Europa.

La crisi di approvvigionamenti ha portato alla ribalta il ruolo degli stoccaggi, quale elemento di mitigazione del rischio. In passato questi siti venivano utilizzati come strumento di arbitraggio, immagazzinando gas nei periodi estivi, quando il prezzo è normalmente più basso per via della bassa domanda, e attingendovi nuovamente in inverno. La cronaca recente ci ricorda che quest'anno i siti di stoccaggio hanno acquisito una funzione di sicurezza dell'offerta, per cui costituiscono a tutti gli effetti una riserva energetica strategica in vista di un inverno potenzialmente povero di importazioni rispetto ai precedenti (in questo quadro si delinea il nuovo regolamento dell'Unione sugli stoccaggi). In Italia

la situazione stoccaggi è discreta: la capacità totale di stoccaggio è di circa 193 TWh (comprese le riserve strategiche) su un fabbisogno annuale di 725 TWh (media degli ultimi 5 anni). Il tasso di riempimento, al primo novembre 2022 è del 95%, pienamente in linea con gli obiettivi. Ciò è stato possibile grazie ad una aggressiva campagna di acquisto negli ultimi mesi dell'estate. Campagna che, data l'offerta ristretta di materia prima e la necessità di tutti i paesi europei di riempire i propri siti di stoccaggio, ha contribuito non poco ad alzare il prezzo del gas nel periodo luglio-agosto. La TAB. 1 esprime il tasso di riempimento nel 2022 a confronto con gli anni passati e le corrispettive variazioni anno su anno.

TAB. 1 - Livello delle scorte di gas stoccato in Italia, milioni di metri cubi

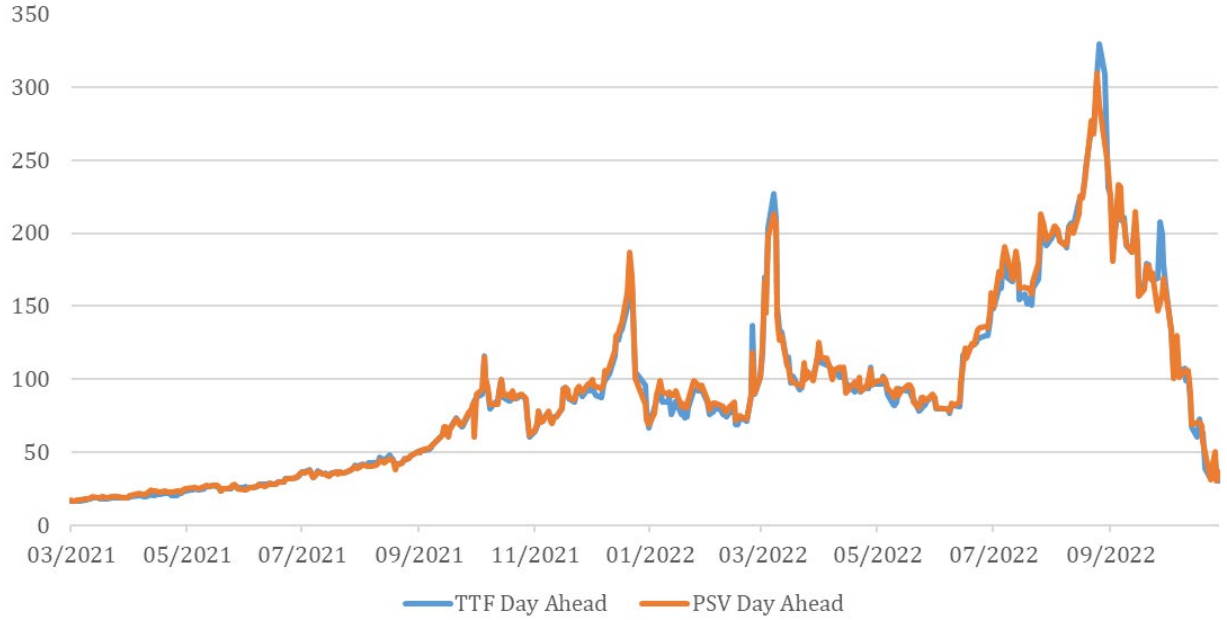
	Stoccaggio di gas (mln smc)	
	Valore assoluto	**Variazione anno su anno**
2018	4.564,63	-
2019	4.785,71	4,84%
2020	3.589,81	-24,99%
2021	2.614,37	-27,17%
2022	5.164,00	97,52%

Fonte: elaborazioni REF Ricerche su dati SNAM e AGSI

Il risultato di questa corsa agli stoccaggi è stato un livello di riempimento superiore ai valori abituali in tutta Europa (e soprattutto in Italia), ma associato a prezzi altissimi sul finire dell'estate, man mano che ci si avvicinava al periodo più freddo. La discesa dei prezzi, decisa ma costante, verificatasi da settembre in poi è funzione del parziale cambio di aspettative da parte del mercato: da un situazione di potenziale elevato rischio di razionamenti si è passati ad uno scenario meno drammatico grazie a stoccaggi pieni, mesi di settembre e ottobre con temperature particolarmente miti che hanno portato a ritardare l'accensione dei riscaldamenti domestici producendo un sostanziale risparmio di materia prima, e di un effetto prezzo che, col ritardo che ci si poteva attendere dato che si tratta di un bene di prima necessità, ha cominciato a mostrare delle evidenze a livello di domanda interna, come si vedrà più nel dettaglio in seguito.

Nella FIG. 2 è possibile osservare l'andamento del prezzo giornaliero del gas in Europa nel 2022 sia attraverso le quotazioni dell'indice olandese TTF, sia attraverso quelle dell'indice di prezzo italiano, il PSV. Ad esclusione di periodi di spread leggermente più ampio dovuti a contingenze specifiche delle regioni rappresentate da uno o dall'altro indice (come, per esempio, il fatto che gli stoccaggi in Italia sono stati riempiti prima che nel resto d'Europa, verso la fine di settembre) essi mostrano un alto livello di correlazione e di volatilità e un trend comune di momentaneo calo del prezzo a partire da settembre 2022.

FIG. 2 - Andamento da marzo 2021 del prezzo del gas al TTF e al PSV, euro/MWh



Fonte: elaborazioni REF Ricerche su dati Eikon Refinitiv

Il calo del prezzo è stato guidato anche dalla strategia di diversificazione degli approvvigionamenti dei paesi europei. In riferimento alle quantità importate dall'Italia, la riduzione di importazioni dalla Russia è stata compensata da un aumento delle importazioni da tutti gli altri paesi seppur, in molti casi, a prezzi maggiorati:

Dall'Algeria (+ 2028 mln di metri cubi nei primi 10 mesi del 2022 rispetto al medesimo periodo del 2021, per un trend equivalente a +11,7%), con cui il Governo Draghi ha contrattato per un ulteriore aumento delle forniture a partire dall'ultimo trimestre 2022;

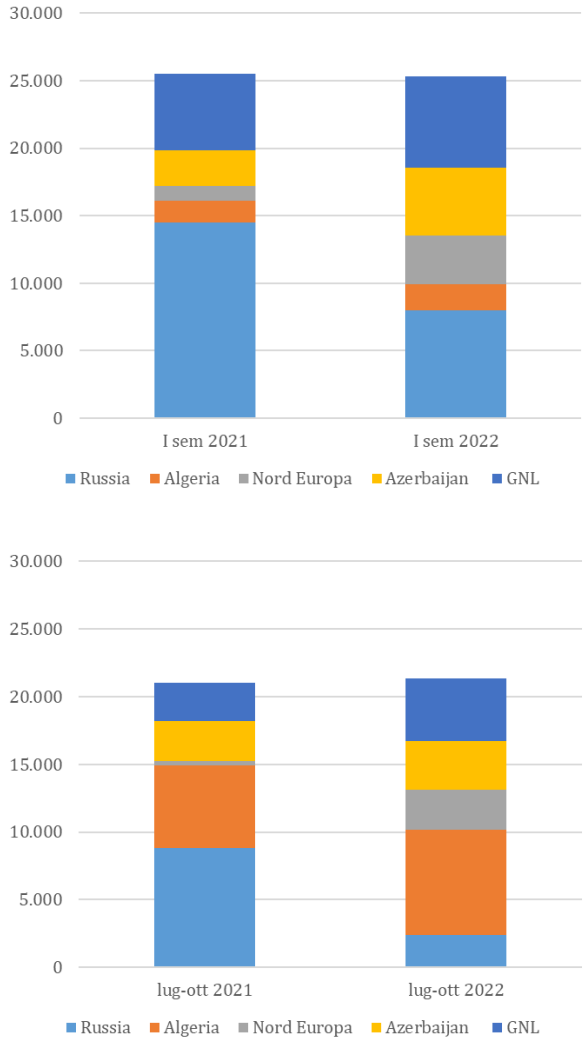
Dall'Azerbaijan attraverso il gasdotto TAP, entrato in funzione a novembre 2020 e da cui nel corso del 2022 sono aumentate le forniture del 57% rispetto ai valori dello stesso periodo del 2021;

Grazie al Gas Naturale Liquefatto (+2883 mln di metri cubi nei primi 10 mesi del 2022, o +33,8%), il quale consentirà di importare gas via nave da quei paesi esportatori a cui non siamo collegati via gasdotto (Stati Uniti, Egitto, Qatar, tra i tanti).

Affinché possa incrementare l'importazione di GNL, è necessario però aumentare la capacità italiana di rigassificazione, affidata ad ora solamente a tre impianti. Per il futuro, SNAM ha acquistato tre ulteriori navi rigassificatrici (FRSU, "Floating Storage and Regasification Unit") le quali dovranno essere ancorate nelle vicinanze di un porto avente facile accesso a grandi gasdotti. L'entrata in servizio della prima nave è prevista per l'inizio del 2023 mentre, per le altre due, per il 2024. I flussi di GNL saranno fondamentali per riequilibrare un possibile taglio addizionale delle forniture russe che al momento non saremmo in grado di sostenere (per limiti di capacità di esportazione dei paesi fornitori e mancanza di infrastrutture adatte), in ottica anche di un'ulteriore piano di diversificazione dei fornitori.

Non bisogna, invece, farsi trarre in inganno dal dato particolarmente elevato delle importazioni dal Nord Europa, ossia di quel gas venduto dalla Norvegia e che transita prima per Paesi Bassi e Germania: il dato per il 2021 è, infatti, molto più basso di quello del triennio precedente, a cui il valore del 2022 è tornato a riallinearsi.

FIG. 3 - Flussi italiani di importazione di gas naturale, mln di metri cubi



Fonte: elaborazioni REF Ricerche su dati SNAM

Il livello di produzione interna, infine, difficilmente sarà caratterizzato da una crescita nel breve periodo: la tendenza da molti anni è di una diminuzione costante della produzione interna sia per motivi politici, sia perché il gas russo ha rappresentato per due decenni un'alternativa estremamente poco costosa e conveniente. Il nuovo Governo sembra comunque voler intraprendere la strada dell'aumento dell'estrazione nazionale di gas. Tuttavia, tale aumento potrà contribuire solo in minima parte al fabbisogno nazionale, a causa dei lenti tempi di estrazione e della dimensione non eccezionale delle riserve presenti nel sottosuolo del nostro paese.

Come accennato in precedenza, anche la domanda interna ha contribuito ad allentare le tensioni sui prezzi del gas. Più nel dettaglio, la domanda di gas è alimentata principalmente da tre vie: il settore industriale, che utilizza il gas naturale come materia prima nei processi produttivi oppure come fonte energetica ad alto potenziale; il settore civile, composto dal comparto residenziale e dalle piccole imprese, che

lo utilizza principalmente per riscaldamento e cottura; il comparto termoelettrico, che brucia gas per attivare impianti a turbine (i più moderni vengono chiamati CCGT, ossia Impianti Gas a Ciclo Combinato) allo scopo di generare energia elettrica da immettere in rete. Analizzando l'evoluzione della domanda di gas metano attraverso questi tre settori (vedi TAB. 2) è possibile notare come si sia verificato un effetto prezzo per il comparto industriale e per quello civile: entrambi hanno segnato una riduzione nei consumi non irrilevante, comparabile alla contrazione fatta segnare nei primi 10 mesi del 2020, anno dei primi lockdown e degli stop alle attività "non essenziali". Al contrario, il comparto termoelettrico non segna una diminuzione dei consumi. La motivazione di questo andamento opposto è data dalle diverse caratteristiche che distinguono la domanda dei settori industriale e civile da quello termoelettrico. Nei primi due, una decrescita del fabbisogno è stata guidata dall'emergere dell'elasticità della domanda al prezzo: con prezzi del gas decuplicati imprese e famiglie hanno modificato le proprie abitudini di consumo riducendo gli sprechi e sviluppando investimenti in efficienza sia per quanto riguarda gli apparecchi ad uso industriale che i semplici elettrodomestici alimentati a gas (caldaie a gas e altri sistemi di riscaldamento in primis). Il settore termoelettrico, invece, è stato protagonista, oltre che di quella del prezzo del gas, della crisi della generazione da impianti idroelettrici: meno energia da fonti rinnovabili corrisponde ad un utilizzo più massiccio di carburanti fossili, come gas e carbone.

TAB. 2 - Domanda settoriale di gas nei primi 10 mesi degli anni 2018-2022 e variazioni annuale

	Fabbisogno di gas (mln smc)			
	Industriale	**Termoelettrico**	**Civile**	**Totale**
2018	11.840,20	19.069,40	23.707,19	56.340,63
2019	11.722,15	21.990,97	23.538,92	59.077,39
2020	10.882,99	20.015,52	22.305,58	54.976,31
2021	11.690,24	20.697,10	24.281,00	58.844,99
2022	10.166,54	21.031,70	22.074,84	55.724,16

	Variazione anno su anno			
	Industriale	**Termoelettrico**	**Civile**	**Totale**
2018	-	-	-	-
2019	-1,00%	15,32%	-0,71%	4,86%
2020	-7,16%	-8,98%	-5,24%	-6,94%
2021	7,42%	3,41%	8,86%	7,04%
2022	-13,03%	1,62%	-9,09%	-5,30%

Fonte: elaborazioni REF Ricerche su dati SNAM (a favore di semplicità, è stata omessa la colonna "Altro")

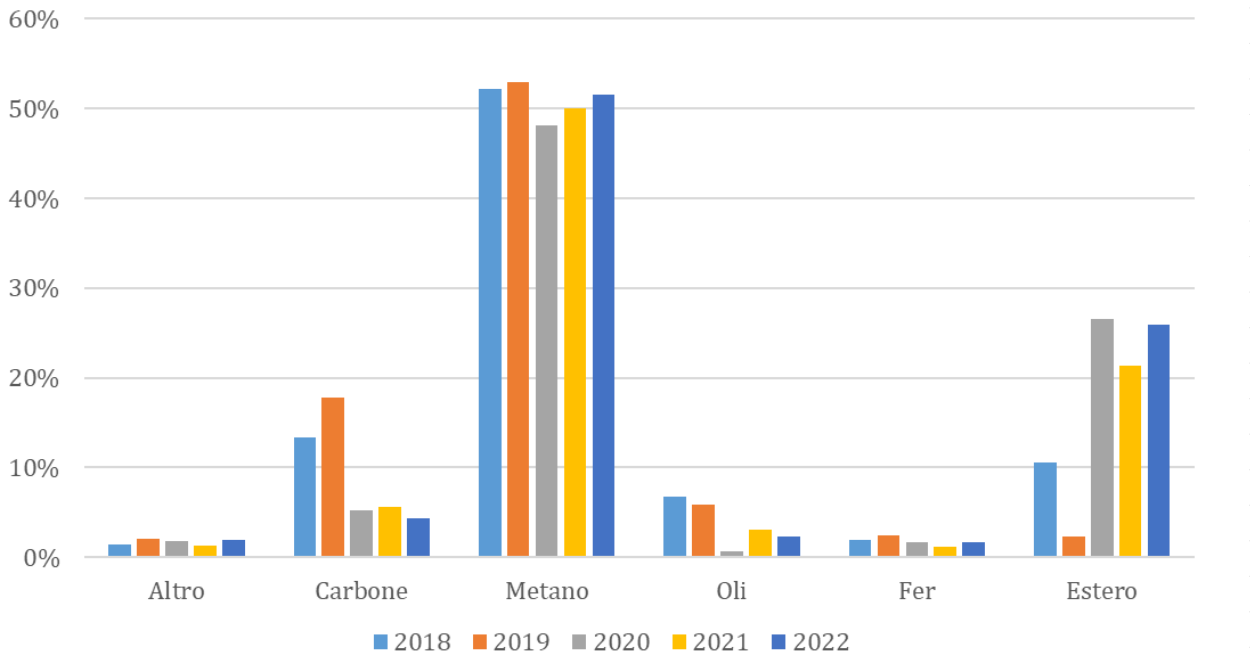
Nell'ottica di una diminuzione ulteriore dei consumi nel settore civile si inserisce il piano di risparmio gas emanato dal fu MiTE agli inizi di settembre, i cui elementi più rilevanti sono:
limitazione degli orari di accensione degli impianti di riscaldamento domestico e accorciamento di alcuni giorni del periodo in cui è permessa l'attivazione degli stessi;
massimizzazione della produzione interna di energia elettrica da fonti alternative al gas, come carbone e olio combustibile. Tale scelta rappresenta un passo indietro sul fronte ambientale a causa delle elevate emissioni di CO2 da parte di queste tecnologie. Nonostante ciò, rimangono validi gli obiettivi di totale abbandono del carbone al 2025.
A livello europeo, gli Stati Membri si sono accordati ad inizio agosto per una riduzione volontaria dei consumi di gas del 15% rispetto alla media agosto-marzo degli ultimi 5 anni (con deroghe per alcuni paesi). Un ulteriore provvedimento in discussione comporta un taglio del 5% del consumo durante le ore giornaliere di picco di domanda da dicembre a marzo. L'impatto di quest'ultima misura si ripercuoterebbe principalmente sul comparto termoelettrico, dato che le ore di picco di domanda coincidono con le ore in cui il gas occupa il ruolo di fonte marginale a causa del meccanismo che verrà spiegato a breve.
Se la somma dei risparmi derivanti da un puro effetto prezzo e di quelli previsti come obiettivo dai pacchetti di risparmio nazionale e comunitario risulterà sufficiente per evitare un ulteriore aumento dei prezzi in pieno inverno o, nel peggiore dei casi, un razionamento nella distribuzione del gas, dipenderà da vari fattori, fermo restando che una diminuzione ragionata e programmata dei consumi sembra essere la variabile fondamentale per il prossimo inverno: gli stoccaggi sono stati riempiti ad ottimi livelli e le temperature (altro fattore decisivo) sono state clementi con il comparto gas almeno fino ad inizio novembre. Detto dei rigassificatori in programma per il 2023 e 2024, merita attenzione il fatto che non sempre è possibile aumentare la fornitura via gasdotto: oltre al limite infrastrutturale rappresentato dalla capacità volumetrica dei gasdotti, esiste un tema di disponibilità contrattuale altrettanto importante: la negoziazione di contratti addizionali (come quello stipulato recentemente con l'Algeria e già richiamato in un precedente passaggio) non è sempre possibile, perché dipende dalle disponibilità del paese esportatore a reindirizzare del gas già destinato ad altri compratori, oppure a investire in capacità estrattiva addizionale, che sia indirizzata verso giacimenti già esistenti o verso nuovi. In entrambi i casi, la negoziazione addizionale ha l'effetto di innalzare il livello di prezzi. In ultimo, a pesare sulle effettive possibilità di negoziazione è anche il fattore geopolitico in quanto, specialmente nel periodo attuale, aprire maggiormente i rubinetti del gas in direzione di un paese importatore può generare tensioni con altri partner strategici. Per il 2023 (ancora più che per il 2024 e per gli anni successivi), dunque, saranno centrali i comportamenti dei cittadini in risposta alle temperature invernali e la capacità delle Istituzioni di educare al risparmio e coinvolgere più persone possibili.

2. L'interrelazione fra il mercato del gas e il mercato elettrico

I forti aumenti dei prezzi non hanno però interessato solo il comparto gas. Anche il mercato elettrico negli ultimi mesi ha visto prezzi decuplicati rispetto agli anni precedenti. Per comprenderne le ragioni è necessario studiare l'interrelazione che c'è fra questi due mercati in Italia. La correlazione tra domanda e prezzi di gas ed elettricità si concretizza sul Mercato del Giorno Prima (MGP), il mercato all'ingrosso dell'elettricità, dove si forma il prezzo elettrico, attraverso ventiquattro aste con cui vengono selezionati, ora per ora, gli impianti che soddisfano il fabbisogno elettrico nazionale. In una singola asta, ogni impianto offre al sistema una quantità di energia elettrica pari alle proprie possibilità produttive ad un prezzo pari al proprio costo di produzione (incrementato della remunerazione del capitale). Le offerte vengono ordinate per

onerosità e aggregate in una curva di offerta. L'incontro di questa curva (chiamata anche "Ordine di Merito") e la previsione della domanda determina l'insieme di impianti dispacciati, i quali ottengono tutti una remunerazione pari al prezzo offerto dall'impianto marginale, cioè dall'ultimo impianto accettato, secondo l'ordine di merito economico. Questo sistema ha molti vantaggi, primo fra tutti quello di stimolare investimenti in efficienza per gli impianti già attivi e di offrire chiari segnali di prezzo ad eventuali entranti nel mercato. Tuttavia, a seconda del mix di generazione di ogni singolo paese, potrebbe risultare che alcune tipologie di impianti risultino marginali in un numero elevato di aste, per cui la remunerazione di tutti gli impianti dispacciati, indipendentemente dalla tecnologia che li contraddistingue, viene decisa da un gruppo specifico di impianti. La correlazione tra il prezzo dell'energia elettrica e il costo marginale di una specifica tecnologia di produzione risulterà maggiore al crescere delle ore in cui tale tecnologia viene identificata come marginale nel MGP. Nella FIG. 4 sono visualizzate le percentuali di ore in cui una determinata tecnologia si è rivelata marginale in Italia, da gennaio a settembre, dal 2018 al 2022, con la categoria "Fer" ad indicare tutte le Fonti di Energia Rinnovabile (in particolare solare ed eolico)

FIG. 4 - Distribuzione oraria delle tecnologie marginali – media ponderata per zone di mercato



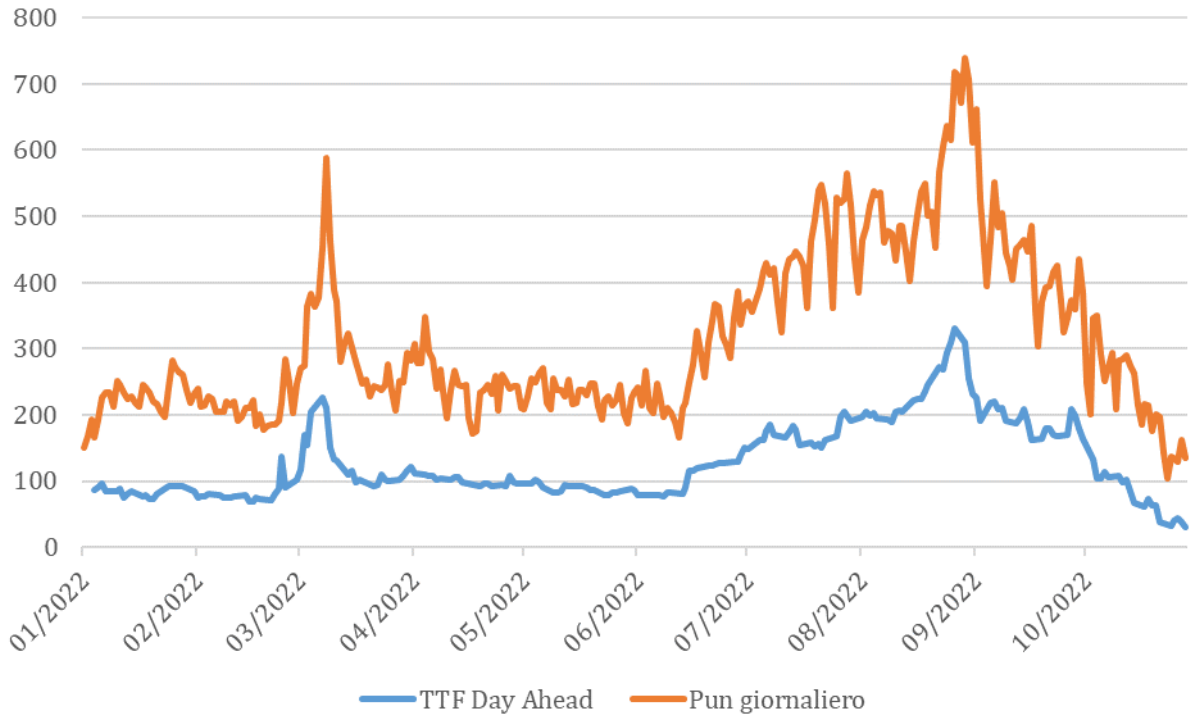
Fonte: elaborazioni REF Ricerche su dati GME

Come è possibile notare nel quinquennio analizzato in media gli impianti alimentati da gas naturale sono marginali, e quindi determinano il prezzo, in oltre il 50% delle ore della giornata. Tale situazione determina che nella maggior parte delle ore, a fronte di una crescita del prezzo del gas, corrisponda una crescita del prezzo elettrico.
La domanda di gas da settore termoelettrico è principalmente legata alla domanda di elettricità degli altri settori e al mix di generazione del Paese: maggiore la capacità di generazione elettrica da

impianti a costo marginale minore di quelli degli impianti a gas, minore il peso del gas nella produzione elettrica dato un certo livello di domanda. Nell'anno in corso, in particolare, la crescita del consumo di gas per questo settore trova spiegazione nel periodo prolungato di siccità in Italia (minore produzione di energia elettrica da impianti idroelettrici) e in Francia (minori importazioni di energia nucleare a costo contenuto, dato che le centrali nucleari necessitano di molta acqua per funzionare correttamente). In sintesi: mentre da un lato la domanda di gas dei settori industriale e civile è inelastica nel brevissimo periodo ma, come dimostrano gli andamenti degli ultimi mesi, maggiormente elastica oltre certi livelli di prezzo, dall'altro lato il mix di produzione di energia elettrica necessita di lunghi tempi di transizione, enormi investimenti infrastrutturali e di un'analisi costante delle possibili distorsioni sul mercato elettrico dovute alla sua rapida evoluzione.

Ad ulteriore prova della correlazione stretta tra prezzo del gas e prezzo dell'energia elettrica, nella FIG. 5 si fornisce l'andamento nel 2022 dei due prezzi per l'Italia:

FIG. 5 - Quotazioni giornaliere TTF e PUN nel 2022, euro/MWh



Fonte: elaborazioni REF Ricerche su dati Eikon Refinitiv e GME

3. Le soluzioni proposte per ridurre i prezzi: price cap realmente applicabile?

Negli ultimi mesi sono stati proposti svariati strumenti aventi come fine la stabilità del prezzo dell'energia elettrica. L'idea di amministrare in una qualche misura i prezzi dell'elettricità ha rappresentato e tuttora rappresenta una forte tentazione in risposta all'aumento senza freno dei prezzi energetici. Si possono distinguere, tra le molte proposte, interventi diretti al prezzo dell'energia elettrica e interventi indiretti. Nella maggioranza dei casi si tratta di introdurre un tetto al prezzo (price cap) in una specifica fase del processo di formazione dei prezzi.

Con interventi diretti intendiamo quelle misure mirate al processo di determinazione del prezzo dell'energia elettrica descritto nel precedente paragrafo (asta marginale). Si distinguono a loro volta in price-cap ex-ante e price-cap ex-post. I price-cap diretti ex-ante vengono applicati all'inizio dell'asta e impediscono (o dovrebbero impedire) agli impianti a gas di avanzare offerte superiori ad un certo limite. Si tratta dell'opzione adottata da Spagna e Portogallo: più nel dettaglio, si impone ai produttori da impianti a gas un costo massimo della materia prima da includere come componente nelle offerte di mercato. Il meccanismo in vigore da giugno 2022 a maggio 2023 prevede un cap di prezzo inizialmente pari a 40 euro/MWh che incrementerà gradualmente fino a 70 euro/MWh. La differenza fra il prezzo di mercato del gas e il cap sarà riconosciuto ai produttori e finanziato dal bilancio pubblico attraverso risorse legate agli introiti generati nell'utilizzo della capacità di interconnessione fra Spagna e Francia e da tassazione a carico dei beneficiari del meccanismo. Questa soluzione è difficilmente implementabile nel resto d'Europa, a meno che tutti i paesi lo introducano omogeneamente (sia come tempi che come livello di cap): il rischio è che i produttori esteri soggetti al cap non offrano più sul mercato cappato, con conseguente rischio di *shortage* di offerta. Inoltre, è possibile che gli impianti soggetti a tale cap siano incentivati ad incrementare la componente di remunerazione di capitale presente nelle offerte, di modo da vanificare parzialmente l'introduzione del limite. I price-cap diretti ex-post, invece, sono applicati in seguito alla normale determinazione del prezzo d'equilibrio tramite asta: consistono nel fissare un prezzo massimo e restituire agli impianti a gas la differenza col prezzo di equilibrio, oppure chiedere la restituzione della differenza tra prezzo massimo e prezzo di equilibrio a quegli impianti che producono a costi decisamente inferiori e che quindi godrebbero di ampie rendite intramarginali (si ricorda che tutti gli impianti vengono remunerati al prezzo marginale, in maniera neutrale rispetto alla tecnologia).

Con interventi indiretti, invece, si intendono quei price-cap che intendono intervenire sullo step precedente, ossia sul mercato del gas, bloccando così i prezzi di importazione della materia prima e, a cascata, il livello del prezzo marginale nelle aste orarie. Essendo il metodo di determinazione del prezzo del gas strutturalmente diverso da quello dell'energia elettrica, cambia anche la prospettiva con cui approcciarsi al tetto ai prezzi. La prima opzione parla di intervenire sul prezzo del gas russo, sfruttando la posizione europea di quasi-monopsonio dovuto alle infrastrutture di collegamento. Tuttavia, le importazioni dalla Russia sono già ai minimi storici ed esiste la concreta possibilità che esse diminuiscano ancora nel prossimo futuro. La seconda opzione considera un'applicazione del tetto al prezzo del gas a tutto il gas importato in Europa, indipendentemente dalla sua origine. Per quanto concerne i produttori collegati all'Europa tramite gasdotto (Norvegia Algeria, Azerbaijan, quelli che riguardano l'Italia) esiste la possibilità che una decisione simile venga accettata senza ricorsi in arbitrato per i contratti in essere, a condizione che il livello del cap venga negoziato direttamente con i paesi esportatori. Diverso il discorso per gli esportatori di GNL i quali, non essendo legati indissolubilmente all'Europa da costose infrastrutture fisse, possono decidere di dirottare le navi metaniere verso porti di paesi disposti ad offrire un prezzo maggiore. I diretti "concorrenti" dei paesi europei sono, in questo caso, Cina, Corea del Sud, Giappone, Taiwan e gli altri paesi dell'area indo-pacifica.

3. LA NORMALIZZAZIONE DELLA POLITICA MONETARIA NELL'AREA EURO

Angelo Baglioni♦

- *La svolta di politica monetaria della Bce, con la fine del QE e l'aumento dei tassi di policy, si giustifica con la necessità di ancorare le aspettative d'inflazione all'obiettivo del 2%.*
- *L'abbandono della forward guidance e il passaggio all'approccio meeting-by-meeting privano la Bce di uno strumento per guidare le aspettative, impegnandosi sulle sue mosse future. Questo potrebbe rendere più costoso il processo di disinflazione.*
- *L'assetto operativo della politica monetaria sta evolvendo verso un new normal, nel quale l'obiettivo operativo è il livello dei tassi di interesse a breve termine e il mercato monetario continua a presentare un eccesso strutturale di riserve. Il tasso di policy rilevante non è più quello sulle operazioni principali, ma quello sulla deposit facility.*
- *Il nuovo strumento TPI ha una condizionalità più leggera dell'OMT, ma comunque impegnativa. Il suo utilizzo lascia ampi margini di discrezionalità al Govening Council.*
- *La Bce prosegue sulla strada della green monetary policy, introducendo criteri di sostenibilità ambientale nella selezione delle obbligazioni societarie, acquistate nelle operazioni di politica monetaria, e nel suo collateral framework.*

Introduzione

La Bce, così come altre banche centrali, ha avviato quest'anno la "normalizzazione" della politica monetaria, ponendo fine alle politiche ultra-espansive degli anni precedenti. La fine del *quantitative easing* e il rialzo dei tassi di interesse, giustificati dal ritorno dell'inflazione su livelli che non si vedevano da decenni, sono destinati a cambiare l'assetto operativo della politica monetaria, che va verso un "new normal". Anche la politica di comunicazione della Bce è cambiata: la *forward guidance* ha lasciato il posto all'approccio *meeting-by-meeting*, in base al quale il Consiglio direttivo si tiene libero di decidere volta per volta nelle sue riunioni, sulla base dei dati che si rendono via via disponibili. Con la fine del QE, il sostegno della politica monetaria al mercato dei titoli pubblici si riduce, limitandosi al rinnovo dei titoli in portafoglio. Per questo motivo, la Bce ha introdotto il nuovo strumento *Transmission Protection Instrument* (TPI). Questo capitolo discute questi aspetti e si conclude con un aggiornamento sulle decisioni prese di recente dalla Bce per includere criteri di sostenibilità ambientale in alcune delle sue operazioni.

1. La stretta monetaria e l'approccio *meeting-by-meeting*

L'abbandono della politica di allentamento quantitativo (*Quantitative Easing* - QE) e di tassi di interesse negativi (*Negative Interest Rate Policy* - NIRP) ha rappresentato una svolta fondamentale nella politica monetaria della Bce, così come di altre banche centrali, avviando il processo di "normalizzazone" della politica monetaria. La prima fase di questo processo è avvenuta nel primo semestre di quest'anno. Gli acquisti netti di titoli previsti nell'ambito del programma pandemico (*Pandemic Emergency Purchase Programme* - PEPP) sono stati via via ridotti fino al

♦Università Cattolica del Sacro Cuore

loro azzeramento nel Marzo 2022. Nel luglio scorso anche gli acquisti netti di titoli previsti dal programma *Asset Purchase Programme* (APP) sono stati azzerati. Nello stesso mese i tassi di *policy* sono stati aumentati: in particolare, il tasso sulla *Deposit Facility* è stato portato da -0,50% a zero, ponendo così fine alla NIRP. Queste misure hanno segnato la fine della politica monetaria ultra-espansiva e "non convenzionale" iniziata nel 2014/2015, per fare fronte alle limitazioni poste dallo *zero lower bound* (ZLB) alla politica monetaria tradizionale basata sul controllo dei tassi di interesse, e poi ripresa e potenziata nel 2020 per fare fronte alla crisi pandemica.

La seconda fase della normalizzazione è stata avviata nel settembre scorso, con un aumento dei tassi di interesse di *policy* di 75 punti base, a cui è seguito un incremento di pari entità in ottobre, che ha portato i tassi di *policy* ai seguenti livelli: 1,5%, 2% e 2,25% rispettivamente per il deposito marginale, le operazioni di rifinanziamento principali e il rifinanziamento marginale. Questa stretta monetaria è stata giustificata dal Governing Council con la necessità di ancorare le aspettative di inflazione, a fronte di una forte e persistente ripresa dell'inflazione stessa nel corso dell'anno, che ha portato il tasso d'inflazione a raggiungere il 9,9% a settembre nell'area euro. Lo staff della Bce ha rivisto al rialzo le sue previsioni di inflazione, prevedendo una inflazione media dell'8,1% per quest'anno, del 5,5% per il 2023 e del 2,3% per il 2024 (previsioni di settembre). L'aumento dei tassi di interesse è stato accompagnato da una politica di comunicazione ben diversa rispetto al passato. Non solo perché sono stati anticipati ulteriori aumenti dei tassi di *policy* (si vedano i comunicati dell'8 settembre e del 27 ottobre a seguito delle riunioni del Governing Council). Ma anche perché la Bce ha ufficialmente annunciato l'abbandono della *forward guidance*, passando ad un approccio *meeting-by-meeting*, nel quale le decisioni vengono prese volta per volta nelle riunioni del Governing Council, sulla base dell'informazione disponibile in quel momento (*data-dependent decisions*).

La nuova strategia di comunicazione riserva al Governing Council margini di discrezionalità ben maggiori rispetto al passato. La *forward guidance* permetteva ai partecipanti al mercato finanziario di prevedere con relativa precisione il grado di espansione/restrizione monetaria (la cosiddetta *stance*) nel prossimo futuro, in particolare in relazione alla durata, alla dimensione e alle caratteristiche dei programmi di QE: sia gli acquisti di titoli sia i prestiti a lungo termine al sistema bancario. Era anche un modo per "legarsi le mani" da parte del Governing Council, prendendo impegni vincolanti per un lungo periodo di tempo. Com'è ben noto nella teoria della politica monetaria, prendere impegni vincolanti è uno strumento che aumenta la capacità della banca centrale di ancorare le aspettative degli operatori economici.[1] Al contrario, l'approccio *meeting-by-meeting* è meno efficace nell'orientare le aspettative, lasciando alla banca centrale "le mani libere" di reagire all'informazione che si rende via via disponibile nel corso del tempo. La Bce giustifica il passaggio dalla *forward guidance* all'approccio *meeting-by-meeting* con il fatto che quest'ultimo è più adatto ad una politica basata sul controllo dei tassi di interesse, una volta che questi sono al di sopra dello ZLB e che le politiche di QE sono state abbandonate. Si aggiunga che il presente contesto è caratterizzato da un livello di incertezza particolarmente elevato, anche a causa della evoluzione della situazione geo-politica.[2]

[1] Il riferimento è al modello di Barro – Gordon (1983) e alla letteratura che ne ha sviluppato le implicazioni.

[2] Si vedano le considerazioni di P. Lane (2022).

L'approccio *meeting-by-meeting* nella gestione dei tassi di interesse di policy prevede diverse valutazioni da parte della banca centrale, ciascuna delle quali presenta margini di discrezionalità e problemi di comunicazione. La prima valutazione attiene al cosiddetto "terminal rate", cioè il tasso di interesse che dovrebbe segnare il livello massimo dei tassi di interesse di *policy*, raggiunto il quale la fase di rialzo dei tassi dovrebbe terminare. In un orizzonte di lungo periodo, il tasso nominale di equilibrio dovrebbe risultare dalla somma del 2% (l'obiettivo di inflazione) e del tasso reale (privo di rischio) di equilibrio: quest'ultimo, a sua volta, è quel livello tale da non esercitare pressioni restrittive o espansive sull'economia (il cosiddetto livello "neutrale" dei tassi di interesse). Nel medio periodo, tuttavia, fattori ciclici possono provocare fluttuazioni del *terminal rate* attorno a questo livello strutturale. Non solo, ma lo stesso tasso reale strutturale di lungo periodo potrebbe cambiare nel tempo. L'individuazione del *terminal rate*, sulla base delle più recenti informazioni relative ai fattori ciclici e strutturali che contribuiscono a determinarlo, rappresenta un elemento essenziale del dibattito che porta alle decisioni di politica monetaria. Il secondo elemento di discussione è relativo alla velocità con cui procedere nel chiudere l'eventuale *gap* tra il *terminal rate* e il livello corrente dei tassi di interesse di *policy*. L'approccio *meeting-by-meeting* prevede che il Governing Council aggiorni di volta in volta le sue valutazioni su entrambi gli elementi: livello del *terminal rate* e velocità di avvicinamento allo stesso.[3] Va da sé che questo approccio genera un notevole grado di incertezza nell'economia, visto che i partecipanti al mercato devono, in assenza di indicazioni da parte della banca centrale, cercare di stimare quale sia il *terminal rate* nelle valutazioni della banca centrale stessa e quale sia la velocità con cui essa intenda avvicinarsi ad esso nella gestione dei tassi di interesse.

Il passaggio ad un regime più discrezionale nella gestione della politica monetaria rende presumibilmente più costoso il processo di disinflazione. Come si accennava più sopra, un principio ben noto nella teoria della politica monetaria è che la capacità della banca centrale di "legarsi le mani", prendendo impegni vincolanti sulla sua condotta futura, aiuta la banca centrale stessa ad ancorare le aspettative degli operatori economici. In assenza di impegni, la capacità di condizionare le aspettative inflazionistiche dipende dalla reputazione anti-inflazionistica che una banca centrale si costruisce nel tempo. Questa è la ragione per cui diverse banche centrali, tra cui la Bce, stanno attuando una politica restrittiva, pur sapendo che per sua natura la politica monetaria è poco efficace nel controllare un processo inflazionistico largamente dovuto a fattori di offerta. La stretta monetaria agisce dal lato della domanda, rendendo più costoso il finanziamento degli investimenti da parte delle imprese e delle spese per beni di consumo durevole e per l'acquisto di abitazioni da parte delle famiglie. In presenza di una congiuntura più debole, la pressione per la richiesta di aumenti salariali e lo spazio per aggiustare al rialzo i prezzi dei prodotti e servizi dovrebbero essere minori. In questo modo i rischi che si inneschi una spirale prezzi-salari dovrebbero essere limitati. Tuttavia, è chiaro che si tratta di un processo costoso: la disinflazione, necessaria per disinnescare un processo di aumento delle aspettative inflazionistiche, può comportare notevoli perdite in termini di produzione e di occupazione. Il rischio di attraversare un periodo di recessione, provocato dalla stretta monetaria, è elevato. Sotto questo profilo, la Bce è avvantaggiata, rispetto ad altre banche centrali, per il fatto di avere uno

[3] Si veda ancora P. Lane (2022).

Statuto che le assegna come obiettivo prioritario la stabilità dei prezzi, introducendo così una regola inderogabile nella sua strategia. Non è così, ad esempio, per la Federal Reserve Bank, il cui *dual mandate* mette sullo stesso piano stabilità dei prezzi e piena occupazione. Tuttavia, anche per la Bce restano margini di discrezionalità significativi nello stabilire con quale velocità portare il tasso di inflazione effettivo in linea con l'obiettivo di lungo periodo del 2%. La revisione della strategia, che nel luglio dello scorso anno ha comportato il passaggio ad un obiettivo simmetrico, non ha fornito ulteriori chiarimenti al riguardo.

La minore necessità di "investire in reputazione" contribuisce a spiegare il fatto che la stretta monetaria sia meno aggressiva nell'area euro rispetto agli USA. L'altro motivo risiede nella diversa natura del processo inflazionistico: maggiormente riconducibile a fattori di domanda negli USA, mentre i fattori di offerta (a partire dal costo dell'energia) hanno avuto un ruolo più forte in Europa. Nel corso di quest'anno, la Bce ha alzato i tassi di *policy* di due punti percentuali, a fronte di un rialzo quasi doppio da parte della Fed. La differenza tra le due politiche non si misura solo nella gestione dei tassi di interesse, ma anche nella gestione del portafoglio-titoli. La Fed ha avviato dalla metà del 2022 un piano di smaltimento graduale dell'ampio portafoglio-titoli (obbligazioni governative e *Mortgage-backed securities*) accumulato durante gli anni del QE: il rinnovo dei titoli in scadenza (*roll-over*) non è più integrale dal giugno scorso. Questa politica è destinata a produrre una significativa riduzione della dimensione del bilancio della Fed nel corso dei prossimi anni: il *Quantitative Tightening* (QT) si aggiunge così all'aumento dei tassi di interesse, contribuendo ad accrescere il grado di restrizione monetaria. Al contrario, la Bce ha assicurato che il *roll-over* dei titoli acquistati con il PEPP proseguirà almeno fino alla fine del 2024, mentre quello dei titoli acquistati con l'APP proseguirà finché sarà necessario per mantenere ampie condizioni di liquidità nell'area euro (qualche novità su questo fronte potrebbe essere decisa nella riunione del *Governing Council* di dicembre, secondo quanto anticipato dalla Presidente Lagarde).

E' vero peraltro che il bilancio dell'Eurosistema è destinato a contrarsi per effetto della restituzione delle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine al sistema bancario: le *Targeted – Longer Term Refinancing Operations* (T-LTROs). Prendendo come punto di riferimento la fine degli acquisti netti del PEPP (marzo 2022) la restituzione di questi prestiti comporta una riduzione della dimensione del bilancio della banca centrale nell'ordine del 25% nell'arco di un triennio scarso: 2.200 miliardi di prestiti da restituire entro la fine del 2024, a fronte di un bilancio dell'Eurosistema che nell'aprile scorso aveva una dimensione di 8.800 miliardi. Nel valutare la *stance* della politica monetaria nell'area-euro, occorre tenere presente anche questo aspetto, spesso trascurato. Su questo fronte, le decisioni prese nella riunione del *Governing Council* del 27 ottobre scorso comporteranno presumibilmente una accelerazione nel ritmo delle restituzioni dei prestiti T-LTROs.[4] In quella data il Consiglio ha rivisto in senso restrittivo le condizioni di quelle operazioni: il metodo di calcolo basato sulla media del tasso di policy calcolata nell'arco dell'intera durata di ciascuna operazione verrà sostituito, a partire dal 23 novembre 2022, da una media calcolata a partire da questa data fino alla scadenza (o alla data di restituzione anticipata) dell'operazione. In un contesto di tassi di policy crescenti, questa revisione comporta condizioni più onerose per le banche, introducendo così un incentivo alla restituzione anticipata. Proprio per imprimere una accelerazione al processo di

[4] Si veda Banca centrale europea (2022 a).

restituzione anticipata, la Bce ha introdotto tre date addizionali (di cui la prima il 23 novembre) che si aggiungono a quelle già previste nel calendario delle date disponibili per le restituzioni anticipate. Queste misure contribuiscono alla restrizione monetaria in atto sia dal lato dei tassi di interesse, aumentando i costi di *funding* per le banche e a valle per i debitori, sia dal lato del *quantitative tightening*, anticipando la riduzione della dimensione del bilancio dell'Eurosistema risultante dalla restituzione dei prestiti a lungo termine al sistema bancario. Peraltro, la restituzione dei prestiti T-LTRO dovrebbe contribuire a risolvere alcune distorsioni nel mercato dei titoli di Stato, dovute alla scarsità di titoli utilizzati come collaterale nelle operazioni di prestito effettuate dalla banca centrale.

2. Il nuovo assetto operativo della Bce

L'uscita dalle politiche ultra-espansive degli anni scorsi costringe le banche centrali a ripensare il loro assetto operativo (*operational framework*). Fino al 2008, l'assetto operativo della Bce, come quello di altre banche centrali, seguiva il classico schema di *interest rate steering*: la banca centrale controllava il livello dei tassi d'interesse a breve termine attraverso l'annuncio di un livello obiettivo e la regolazione puntuale dell'offerta di riserve bancarie. L'obiettivo operativo della banca centrale era il livello dei tassi a breve termine, a partire da quello *overnight*. Questo schema si basava sulla relativa scarsità di riserve e sulle frequenti operazioni fatte dalla banca centrale per immettere nel sistema la liquidità necessaria al sistema bancario per soddisfare l'obbligo di riserva e le necessità derivanti dal sistema dei pagamenti. Nell'area euro, il target per il tasso *overnight* veniva segnalato attraverso la fissazione del tasso applicato alle operazioni di rifinanziamento principali (*Main Refinancing Operations* - MRO): queste operazioni settimanali erano anche la principale fonte di regolazione della liquidità.

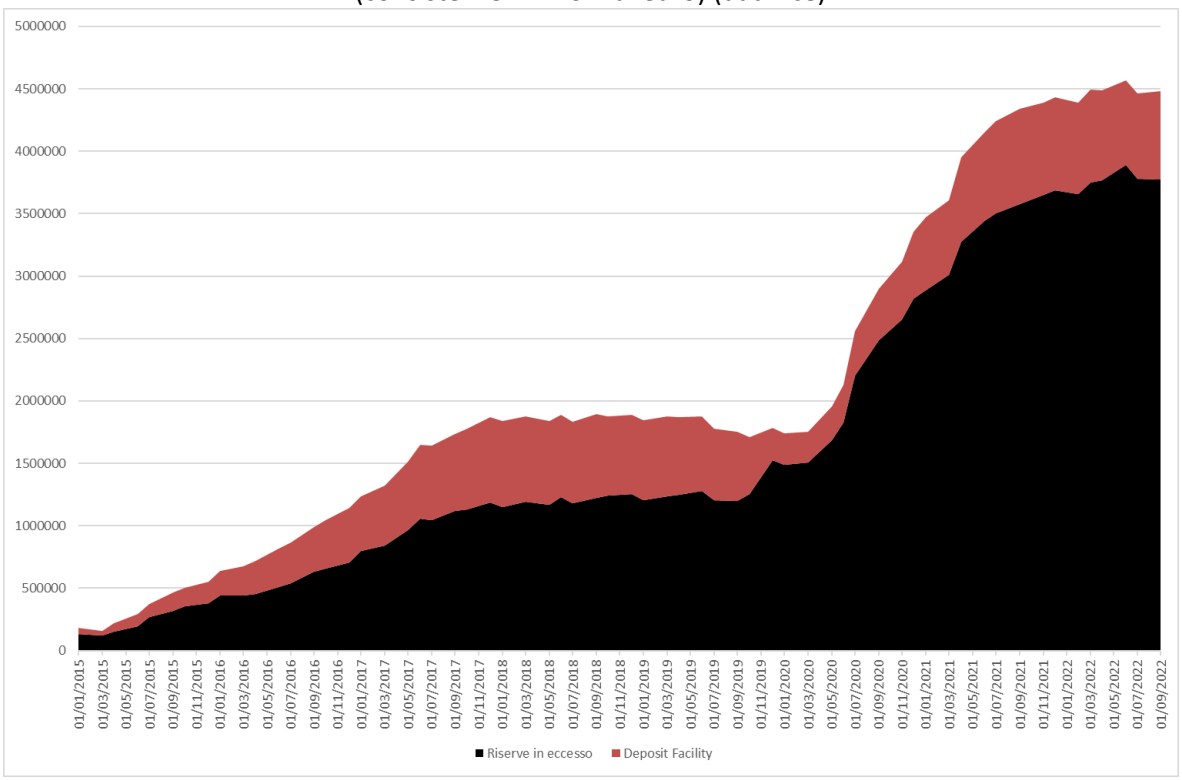
L'avvento del QE ha stravolto questo schema, introducendo quello che va sotto il nome di *floor system*. I programmi di acquisto di attività finanziarie da parte della banca centrale e di prestito a lungo termine al sistema bancario hanno creato un forte eccesso di liquidità, depositata dalle banche sulla *deposit facility* e sui loro conti correnti presso l'Eurosistema: si veda la FIG. 1.[5] L'eccesso di liquidità spinge il tasso di equilibrio del mercato monetario sul "pavimento", rappresentato dal tasso d'interesse applicato alle riserve bancarie. Nell'area euro, questo limite inferiore è costituito dal tasso applicato alla *deposit facility* e alle riserve in eccesso depositate dalle banche sui loro conti correnti presso l'Eurosistema, che per diversi anni (tra il 2015 e la metà del 2022) è stato negativo.[6] Dato l'eccesso strutturale di liquidità, la regolazione puntuale dell'offerta di riserve non è più necessaria nel *floor system*. Le operazioni principali (MRO) hanno perso la loro rilevanza sia segnaletica sia come canale di creazione di base monetaria, che viene invece creata in massima parte tramite le operazioni di acquisto di titoli e di rifinanziamento a lungo termine (LTRO). Dato che il periodo del QE ha coinciso con un livello dei tassi d'interesse rimasto a lungo ancorato all'*effective lower bound*, l'obiettivo operativo della banca centrale era la

[5] Si ricorda che la *excess liquidity* è data dalla somma delle riserve in eccesso (saldi detenuti sui conti correnti in eccesso rispetto alla riserva obbligatoria) e della *deposit facility* (che ha scadenza *overnight*).

[6] Il tasso applicato a queste due forme tecniche è lo stesso, fatta eccezione per la "franchigia": fino ad un importo pari a sei volte la riserva obbligatoria, sulle riserve in eccesso veniva applicato un tasso pari a zero, mentre sulla parte eccedente veniva applicato un tasso pari a quello applicato alla *deposit facility* (negativo fino al luglio 2022). Questo *two-tier system* è stato abolito nel settembre 2022, quando il tasso sulla *deposit facility* è stato portato ad un livello positivo e con esso quello sulle riserve in eccesso.

dimensione del suo bilancio, anziché il livello dei tassi d'interesse.

FIG. 1 – Area Euro: liquidità in eccesso
(consistenze - milioni di euro) (dati Bce)



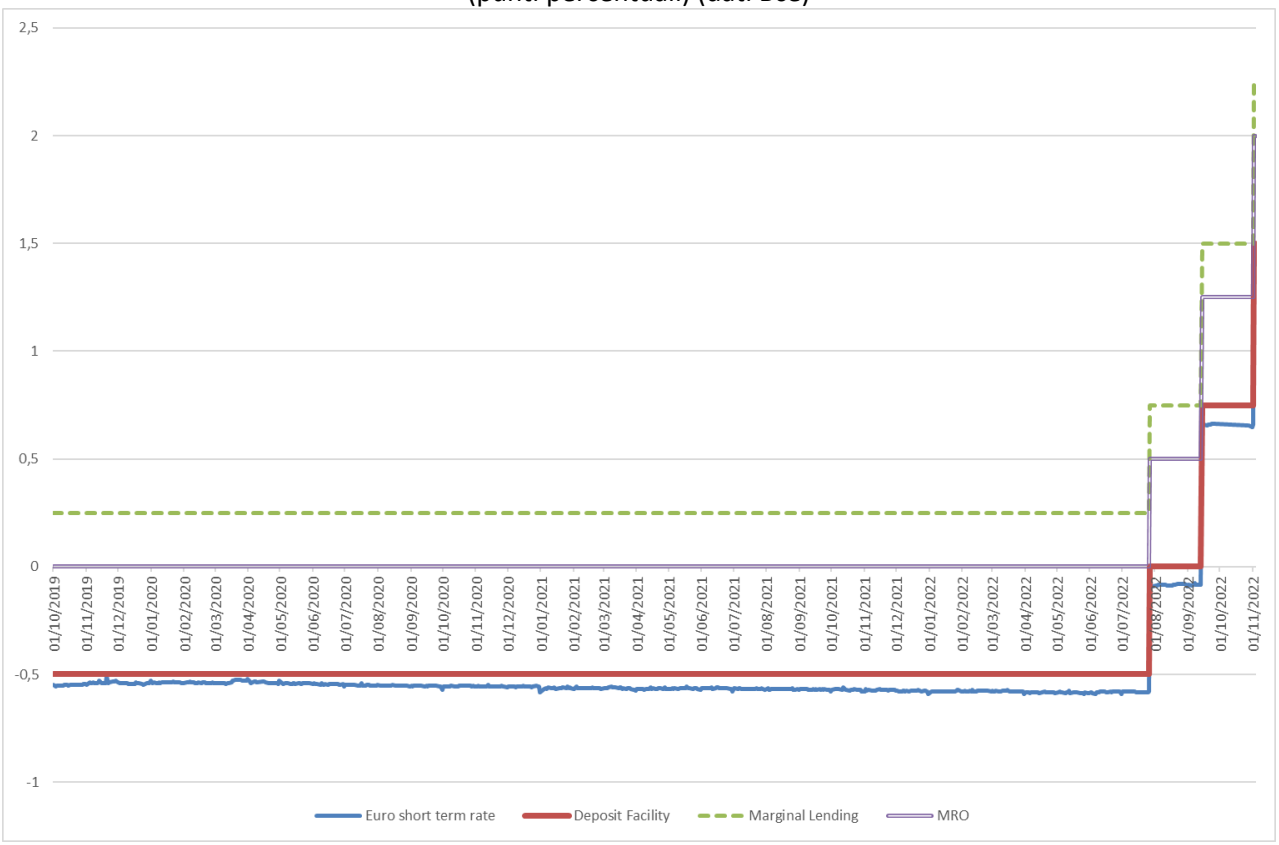
L'uscita dal QE pone un quesito: quale assetto operativo seguire a seguito della "normalizzazione" della politica monetaria? Si tornerà al tradizionale *interest rate steering* oppure si andrà verso un altro sistema? La risposta è che la tendenza delle banche centrali è quella di andare verso un "*new normal*", che combina caratteristiche di entrambi i sistemi precedenti. Il livello dei tassi d'interesse ritorna ad essere l'obiettivo operativo della politica monetaria, una volta avviata la stretta monetaria che ha riportato tale livello in territorio positivo e una volta azzerati gli acquisti netti di attività finanziarie. Tuttavia, il mercato monetario rimane caratterizzato da un eccesso strutturale di riserve e l'assetto operativo continua ad essere il *floor system*: il tasso di mercato *overnight* si colloca stabilmente ad un livello prossimo al "pavimento" costituito dal tasso di remunerazione delle riserve bancarie, che continua a rappresentare il *reservation rate* negli scambi sul mercato interbancario (si veda la FIG. 2).[7] Negli USA, la Fed ha già ufficializzato anni fa

[7] Come si vede nella Figura 2, il tasso di mercato (*Euro short term rate*) si colloca ad un livello leggermente inferiore al "pavimento" costituito dal tasso applicato alla *deposit facility*. Il motivo è che al mercato monetario partecipano anche intermediari non bancari (come i fondi) che non possono detenere conti presso l'Eurosistema. Questi intermediari, che hanno accumulato grandi quantità di liquidità vendendo titoli

che questo è l'assetto destinato a prevalere nel lungo periodo.[8] Nell'area euro è di fatto così, anche se la Bce non ha ancora reso ufficiale che questo è definitivamente il nuovo assetto operativo dopo l'uscita dal QE. In particolare, la Bce dovrebbe rendere esplicito il fatto che il tasso di *policy* rilevante, che segnala il livello obiettivo dei tassi a breve, non è più quello sulle MRO, bensì quello applicato alla *deposit facility* (e alle riserve in eccesso). Un passo in questa direzione è stato compiuto con la decisione del Consiglio del 27 ottobre: a partire dal 21 dicembre 2022, la riserva obbligatoria non è più remunerata ad un tasso di interesse pari a quello sulle operazioni di rifinanziamento principali, bensì al tasso applicato alla *deposit facility*. Quest'ultimo, secondo la stessa Bce, rappresenta il costo-opportunità della riserva obbligatoria, date le condizioni prevalenti sul mercato monetario: il tasso di mercato *overnight* è allineato al *deposit facility rate*.[9]

FIG. 2 – Area Euro: tassi ufficiali e di mercato

(punti percentuali) (dati Bce)



alla banca centrale durante gli anni del QE, sono disposti a prestare la loro liquidità a tassi inferiori a quello sulla *deposit facility* alle banche, che a loro volta la depositano presso l'Eurosistema. Si veda Corsi - Mudde (2022) per maggiori dettagli.

[8] Si veda Federal Reserve System (2019).

[9] Si veda Banca centrale europea (2022 b).

3. Politica monetaria e debito pubblico

I programmi di acquisto di attività finanziarie (APP e PEPP), effettuati dalla Bce negli anni del QE (fino alla metà del 2022) hanno portato l'Eurosistema a detenere circa un terzo del debito pubblico del nostro paese. Ciò ha contribuito alla sostenibilità del debito attraverso due canali. Primo, un effetto di contenimento dei tassi di interesse di mercato. Secondo, la restituzione al Tesoro di parte degli interessi pagati sui titoli pubblici detenuti dalla banca centrale: questo meccanismo di retrocessione riduce l'onere del servizio del debito sulla quota collocata presso l'Eurosistema. Entrambi i canali hanno ridotto la spesa per interessi sostenuta dallo Stato.

Con l'uscita dalle politiche di QE, il sostegno della banca centrale al mercato dei titoli pubblici si riduce necessariamente. In realtà, il secondo canale (la retrocessione degli interessi) continuerà ad operare finché la Bce assicurerà il *roll-over* dei titoli in scadenza. Il primo canale, invece, è venuto meno nel momento in cui gli acquisti netti di titoli sono stati azzerati (nel marzo 2022 per il PEPP e in luglio per l'APP). Non solo, ma la politica di *interest rate tightening* comporta ovviamente un aumento del livello generale dei tassi, indipendentemente dal livello degli *spread* tra un paese e l'altro dell'area euro. Il venir meno dell'"ombrello" rappresentato dagli acquisti di titoli di Stato da parte della banca centrale ha creato una certa turbolenza nel mercato del debito pubblico italiano, peraltro alimentata anche dall'avvio della crisi di governo che ha portato alle elezioni del 25 settembre.

Per evitare che la volatilità sul mercato dei titoli pubblici assumesse dimensioni non giustificate da fattori fondamentali, il Consiglio direttivo della Bce adottava, nella sua riunione del 21 luglio 2022, il *Transmission Protection Instrument* (TPI): come dice il nome, si tratta di uno strumento atto ad assicurare la corretta trasmissione della politica monetaria nell'area euro, evitando frammentazioni tra un paese e l'altro. Non si tratta di uno strumento volto a fornire un sostegno ad un paese specifico, che conduca una gestione non sostenibile della finanza pubblica. Anzi, l'attivazione del TPI è condizionale proprio ad una valutazione di sostenibilità dei conti pubblici del paese potenzialmente beneficiario del programma.

Il TPI permetterà alla Bce di avviare acquisti (potenzialmente illimitati) dei titoli di debito pubblico di un paese (con scadenza compresa tra uno e dieci anni) sulla base di una valutazione che comprende diversi criteri. 1) Il paese interessato non deve essere sottoposto ad una procedura per disavanzo eccessivo, nell'ambito del quadro fiscale europeo. 2) Il paese non deve essere sottoposto ad una procedura per squilibri macroeconomici eccessivi. 3) Il debito pubblico del paese deve collocarsi su un percorso sostenibile, secondo una valutazione di sostenibilità fatta dalla Bce stessa, insieme alla Commissione europea, al Meccanismo Europeo di Stabilità e al Fondo Monetario Internazionale. 4) Rispettare gli impegni presi con il PNRR e con la Commissione europea nell'ambito del Semestre europeo. Si tratta di condizioni severe, che non consentiranno ad un paese "deviante" rispetto alle regole europee di finanza pubblica di usufruire dello scudo anti-spread. La terza condizione, in particolare, sembra molto impegnativa e soggetta ad ampi margini di discrezionalità: prevedere la traiettoria del rapporto debito/PIL e valutarne la sostenibilità è un esercizio il cui risultato dipende in modo cruciale dalle ipotesi sottostanti.

Va però riconosciuto che, rispetto al programma OMT (*Outright Monetary Transactions*) adottato dalla Bce nel 2012 a valle della famosa dichiarazione "*whatever it takes*" del Presidente Draghi, la condizionalità del TPI appare più leggera, perché non richiede la firma di un accordo

di assistenza finanziaria con il MES, con tanto di connesso programma di aggiustamento fiscale e macroeconomico. Com'è noto, questa pesante condizionalità è il motivo per cui l'OMT non è mai stato di fatto utilizzato, pur avendo avuto un potente effetto di annuncio che contribuì in misura determinante a stabilizzare gli spread sui titoli pubblici nel pieno della crisi del debito sovrano. L'OMT rimane nella "cassetta degli attrezzi" della Bce a fianco del nuovo strumento introdotto a luglio. Sembra tuttavia difficile che venga utilizzato: potrebbe esserlo solo nel caso in cui il Consiglio direttivo intenda indurre il governo di un paese a concordare un piano di consolidamento fiscale con il MES.

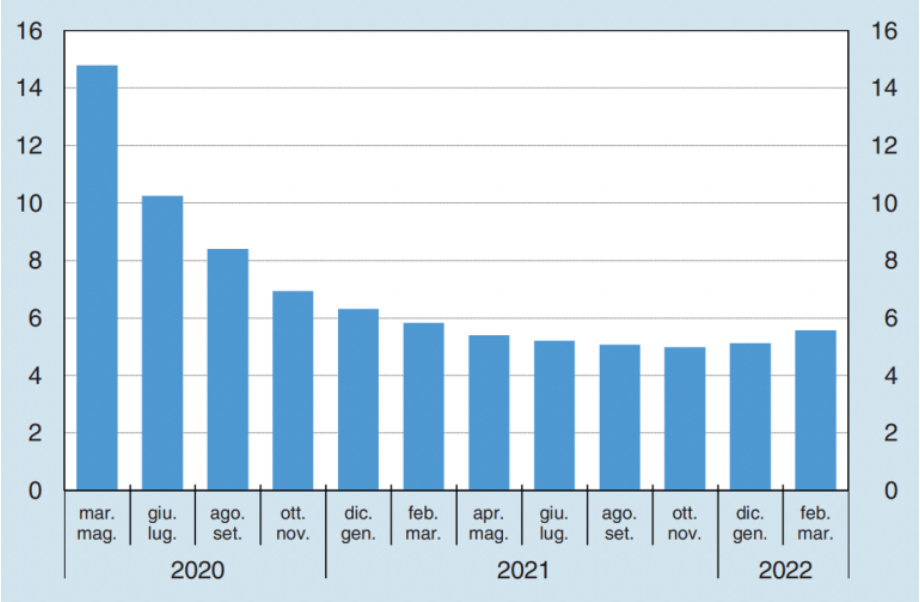
Anche senza ricorre all'attivazione del TPI e dell'OMT, la Bce dispone di un altro strumento atto ad evitare un eccessivo ampliamento dei *cross-country spreads* sui titoli pubblici: la flessibilità nelle operazioni di riacquisto dei titoli in scadenza, acquistati con il programma pandemico PEPP. Secondo lo stesso Consiglio direttivo della Bce, questa flessibilità è la "prima linea di difesa" per fronteggiare i rischi di frammentazione nell'area euro.[10] La flessibilità nella distribuzione geografica degli acquisti, fatti con il programma PEPP, è stata introdotta fin dall'inizio del programma stesso: nel marzo 2020. Anzi, essa è stata usata in misura maggiore proprio nella fase iniziale della crisi pandemica, per contenere gli spread dei paesi ad alto debito (come il nostro) che erano entrati in tensione. Nei mesi successivi, gli acquisti hanno mostrato una tendenza a convergere verso la distribuzione per paese che deriva dal principio delle "*capital keys*": in pratica, in base alla dimensione dei paesi membri della zona euro (si veda la FIG. 3). I dati più recenti segnalano un ritorno verso un utilizzo flessibile degli acquisti, fatti nell'ambito del *roll-over* dello stock accumulato in precedenza. Dai dati riportati nella TAB. 1, emerge che la politica di rinnovo dei titoli in scadenza non è stata neutrale nel periodo aprile-settembre 2022: seppure per importi contenuti, essa ha favorito alcuni paesi, in particolare Italia e Spagna, a discapito della Germania e di altri paesi.

In prospettiva, bisognerà vedere se la Bce sarà disposta ad usare questa flessibilità in misura maggiore e quale sarà la sua efficacia di fronte ad un eventuale attacco speculativo sul debito di un paese membro. Vi sono poi alcuni aspetti tecnici che necessitano qualche chiarimento. Se, per esempio, vi fosse un attacco sul debito italiano, la Bce dovrà attendere che scadano titoli di altri paesi per acquistare Btp? Oppure sarà disposta ad anticipare l'acquisto di Btp per essere più tempestiva? In ogni caso, il portafoglio-titoli detenuto dalla Bce rappresenta uno strumento potenzialmente prezioso per contenere gli spread. Questo aspetto è generalmente trascurato da coloro che propongono di trasferire questi titoli ad una Agenzia del debito europeo di nuova costituzione.[11] Queste proposte, oltre a sollevare problemi "politici" relativi alla condivisione del rischio tra i diversi paesi europei, priverebbero la Bce di tale strumento.

[10] Si veda Banca Centrale Europea (2022 c).

[11] Si vedano, ad esempio, Giavazzi - Guerrieri - Lorenzoni - Weymuller (2021) e Amato - Saraceno (2022).

FIG. 3 – PEPP: deviazione cumulata dalle *capital keys*
(punti percentuali)



Fonte: Banca d'Italia (2022).

TAB. 1 – PEPP: acquisti netti di titoli di Stato
(milioni di euro – Aprile-Settembre 2022)

Austria	140
Belgio	75
Germania	-13788
Spagna	6513
Finlandia	-1802
Francia	-2550
Grecia	374
Irlanda	796
Italia	6795
Olanda	-2302
Portogallo	751

4. La linea verde nella strategia della Bce

In occasione della revisione della sua strategia (luglio 2021)[12] la Bce aveva lanciato il suo *climate-related action plan*: un piano di azione per incorporare criteri di sostenibilità nella gestione della politica monetaria nell'area euro.[13] Nel corso dell'estate 2022, il Consiglio direttivo ha preso alcune rilevanti decisioni per rendere più precisa ed operativa questa nuova dimensione della sua

[12] Si veda Banca Centrale Europea (2021).

[13] Per un approfondimento in tema di *greening monetary policy,* si veda Baglioni (2021), capitolo 6.

strategia.[14] Queste decisioni affrontano diversi aspetti, tra i quali: 1) la composizione degli acquisti di obbligazioni societarie, nell'ambito delle operazioni di politica monetaria; 2) i criteri di selezione delle attività finanziarie, presentabili come collaterale presso l'Eurosistema.

Sul primo fronte, la Bce ha adottato quello che va sotto il nome di *tilting approach*, che consiste nel distorcere la composizione del portafoglio obbligazionario detenuto dalla banca centrale rispetto al *market portfolio*, ovverosia rispetto ad un portafoglio che si limiti a replicare l'universo dei titoli ammissibili (*eligible*), ciascuno pesato in base alla sua capitalizzazione di mercato. La distorsione va nella direzione di sovrappesare i titoli di emittenti che abbiano un elevato punteggio (*score*) in termini di sostenibilità ambientale, misurata dalle emissioni di gas serra, sottopesando per converso i titoli degli emittenti con un punteggio più basso. Più in dettaglio, tre sono gli indicatori utilizzati per costruire il punteggio complessivo da assegnare a ciascun emittente:

a) *backward-looking emissions sub-score*: misura la performance relativa (rispetto alle altre imprese del settore e rispetto all'universo degli emittenti *eligible*) in termini di emissione di gas serra nel passato.
b) *forward-looking target sub-score*: questo indicatore si basa sugli obiettivi che gli emittenti si pongono in relazione alla riduzione delle emissioni di gas serra in futuro, premiando le imprese che si pongono obiettivi più ambiziosi.
c) *climate disclosure sub-score*: premia la qualità della rendicontazione e della trasparenza degli emittenti in relazione alle loro emissioni di gas serra.

Gli *scores* acquisiscono un ruolo, per favorire gli emittenti più virtuosi sotto il profilo delle emissioni di gas serra, nella fase di reinvestimento dei proventi derivanti dai titoli in scadenza: sia quelli acquistati nell'ambito del *Corporate Sector Purchase Programme* (CSPP) sia quelli acquistati in occasione della pandemia (PEPP). Questa politica di *tilting*, divenuta operativa nell'ottobre 2022, ha una doppia finalità: da un lato ridurre l'esposizione dell'Eurosistema ai rischi finanziari derivanti dal cambiamento climatico, dall'altro dare un supporto alla transizione verso un'economia "*carbon neutral"*, coerentemente con gli obiettivi ambientali stabiliti dalla UE. Il *tilting approach* non dovrebbe interferire con la *stance* di politica monetaria stabilita dal Governing Council, grazie al fatto che il volume complessivo di titoli, oggetto di acquisto, continuerà ad essere determinato solamente da considerazioni di politica monetaria, coerentemente con l'obiettivo finale di stabilità dei prezzi.

L'inserimento di criteri ambientali nel *collateral framework* dell'Eurosistema prenderà più tempo. Il primo criterio, da applicare entro al fine del 2024, mira a limitare la "impronta di carbonio" (*carbon footprint*) delle attività finanziarie depositate come collaterale per ottenere finanziamenti dalla banca centrale. Per ciascuna controparte, verrà imposto un limite alla quota di titoli presentabili, emessi da imprese con una elevata impronta di carbonio, sul totale dei titoli depositati presso l'Eurosistema. Il secondo criterio, che troverà applicazione entro il 2026, riguarderà la trasparenza nella rendicontazione non finanziaria: verranno accettati solo i titoli emessi da imprese che rispettino gli obblighi di *climate-related disclosure* imposti dalla *Corporate Sustainability Reporting Directive* (CSRD).

[14] Si veda Banca Centrale Europea (2022 d,e).

Riferimenti bibliografici

Amato M. e F. Saraceno (2022): Squaring the circle: How to guarantee fiscal space and debt sustainability with a European Debt Agency, Bocconi Working Paper no. 172.

Baglioni A. (2021): Le frontiere della politica monetaria, Hoepli Editore.

Banca Centrale Europea (2021): The ECB's monetary policy strategy statement, 8 luglio.

Banca centrale europea (2022 a): ECB recalibrates targeted lending operations to help restore price stability over the medium term, 27 ottobre.

Banca centrale europea (2022 b): ECB adjusts remuneration of minimum reserves, 27 ottobre.

Banca Centrale Europea (2022 c): The Transmission Protection Instrument, 21 luglio.

Banca Centrale Europea (2022 d): ECB takes further steps to incorporate climate change into its monetary policy operations, 4 luglio.

Banca Centrale Europea (2022 e): ECB provides details on how it aims to decarbonize its corporate bond holdings, 19 settembre.

Banca d'Italia (2022): Rapporto sulla stabilità finanziaria n.1/2022.

Barro R. e Gordon D. (1983): Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy, Journal of Monetary Economics, 12(1).

Corsi M. e Mudde Y. (2022): The use of the Eurosystem's monetary policy instruments and its monetary policy implementation framework in 2020 and 2021, Banca Centrale Europea, Occasional Paper n. 304.

Federal Reserve System (2019): Statement regarding monetary policy implementation and balance sheet normalization, 30 gennaio.

Giavazzi F., V. Guerrieri, G. Lorenzoni, and C.H. Weymuller (2021): Revising the European Fiscal Framework, http://www.astrid-online.it/static/upload/giav/giavazzi-et-al-reform_sgp-final-draft.pdf .

Lane P. (2022): Monetary policy in the euro area: the next phase, intervento all'Annual Meeting della Central Bank Research Association, 29 agosto, Barcellona.

4. LA SFIDA DELLA REDDIVITA' PER LE BANCHE EUROPEE

Alberto Citterio, Elisa Coletti, Rossella Locatelli♦

- *Dalla crisi finanziaria del 2007-08 la redditività delle banche europee, sebbene migliorata negli anni più recenti, è rimasta inadeguata a coprire il costo del capitale, influenzata dai limiti posti dal contesto di tassi negativi, in particolare attraverso la pressione sul margine di interesse. Permane il differenziale rispetto al caso delle banche americane.*
- *Le banche hanno reagito al contesto di tassi sfavorevoli attraverso un generalizzato spostamento verso i ricavi da commissioni. Tuttavia, un'analisi sui dati di bilancio consolidato evidenzia significative differenze tra paesi, business model e dimensioni operative.*
- *Nel 2022 l'aumento dei tassi ha determinato una crescita della redditività trainata dal margine di interesse, superiore alle aspettative tanto da portare alcune banche a rivedere la guidance per l'intero esercizio. Tuttavia, la combinazione di inflazione, aumento dei tassi, misure di politica monetaria, rallentamento economico e incertezza fanno ipotizzare che accanto a elementi che influenzano positivamente il margine di interesse, e la redditività più in generale, ne esistono altri con impatto negativo. Non è univocamente prevedibile quale sarà l'effetto netto di tali fattori.*
- *Le soluzioni che potranno aiutare a mantenere gli attuali livelli di redditività o ad accrescerli sono diverse e vengono analizzate attraverso lo studio delle caratteristiche delle banche che nel 2021 hanno ottenuto livelli di redditività più elevati.*

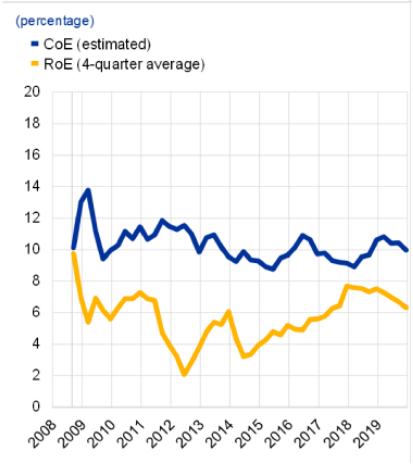
1. Un lungo periodo di redditività inadeguata

Dalla crisi finanziaria del 2007-08 le banche europee e italiane in particolare hanno conseguito significativi progressi in termini di solidità, con un aumento della patrimonializzazione, una profonda pulizia dei bilanci dai crediti deteriorati, un miglioramento della posizione di liquidità. Tuttavia, non si riscontrano progressi altrettanto significativi sul versante della redditività e dell'efficienza di costo. La redditività, sebbene migliorata negli anni più recenti, è rimasta inadeguata a coprire il costo del capitale, diversamente da quanto riportato dalle banche USA[1] (FIG. 1 e 2). Le analisi e il dibattito evidenziano che diversi fattori sia di natura ciclica, sia strutturale, hanno contribuito a un'evoluzione del profilo di redditività giudicata insoddisfacente, come rappresentato dalle quotazioni azionarie.

♦ Alberto Citterio e Rossella Locatelli (Università dell'Insubria), Elisa Coletti (Intesa Sanpaolo e Università dell'Insubria).

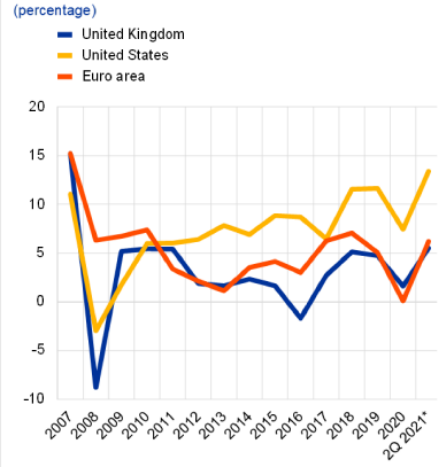
[1] Per un'analisi approfondita sul differenziale di performance reddituale delle banche europee a confronto col caso delle banche americane si veda oInstitut Montaigne (2021).

FIG. 1 - ROE e cost of equity (COE) nell'area euro (%)



Fonte: Enria (2021)

FIG. 2 - ROE delle GSIBs (%)

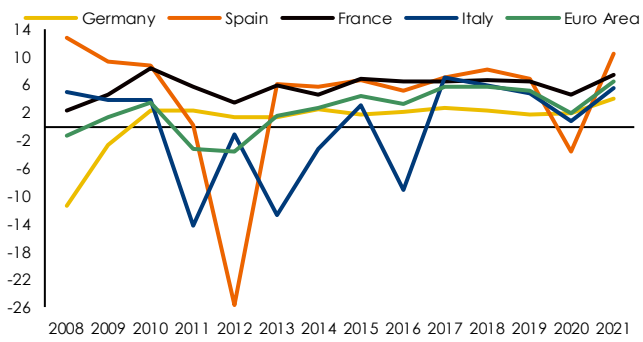


Fonte: Enria (2021)

Dal 2008 le banche si sono trovate ad affrontare un susseguirsi di situazioni di crisi per la gran parte di natura esogena ma con implicazioni dirette e indirette molto rilevanti sul business bancario e finanziario in generale. I fattori di contesto e le policy hanno avuto un ruolo determinante nell'andamento degli indicatori gestionali. In particolare, un lungo periodo di tassi molto bassi, negativi nell'area euro dal 2014, si è accompagnato a una redditività contenuta.

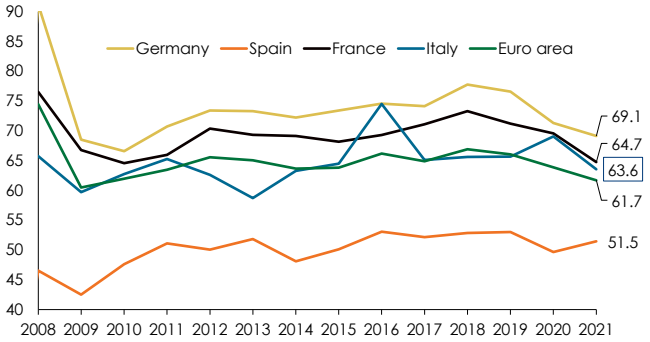
Si evidenzia, inoltre, che per alcuni sistemi bancari dell'area euro, come quello spagnolo e l'italiano, l'andamento della redditività dalla crisi finanziaria in poi è stato molto variabile e particolarmente reattivo nei periodi di criticità, al contrario di quanto emerge nel caso delle banche tedesche e francesi che mostrano un'evoluzione del ROE più lineare (FIG. 3). Negli ultimi anni si osserva, tuttavia, una maggiore convergenza della performance reddituale tra sistemi bancari dell'area euro, segno che alcune fragilità strutturali o gestionali sono state affrontate e progressivamente avviate a risoluzione. Il livello del cost/income risulta molto differenziato tra le banche spagnole, per le quali il valore è significativamente al di sotto della media europea, da un lato, e le banche degli altri principali paesi dell'area euro, dall'altro (Fig. 4). Per quest'ultime il cost/income mostra un segnale di riduzione a partire dal 2019, sebbene i livelli degli indicatori aggregati per paesi restino elevati.

FIG. 3 - ROE dei principali sistemi bancari dell'area euro (%)



Fonte: BCE

FIG. 4 - Cost / Income dei principali sistemi bancari dell'area euro (%)



Fonte: BCE

Sulle determinanti della scarsa redditività delle banche europee è indubbio che i tassi bassi - negativi per circa otto anni - e l'appiattimento della curva dei rendimenti hanno portato a un declino del margine di interesse, che tuttavia per alcuni sistemi e per l'area euro continua a rappresentare più della metà del margine di intermediazione.

Accanto ai fattori di natura ciclica, vanno però considerati anche quelli strutturali. Un recente rapporto dell'Institut Montaigne, basato su un'approfondita analisi di confronto con il caso delle banche americane, trova tre elementi che condizionano il differenziale di performance reddituale delle banche europee: la frammentazione del mercato bancario europeo e la sua persistente sovra-capacità, unite a uno scarso spessore del mercato dei capitali; una regolamentazione bancaria inadatta al modello di business prevalente e al fatto che il finanziamento dell'economia avviene prevalentemente via credito; la rivoluzione tecnologica, basata sui dati e sulla digitalizzazione, che porta a un aumento dei competitor in tutti i segmenti della catena dei valore, alzando l'asticella degli standard di competenze e di qualità, difficili da raggiungere. Questi tre fattori hanno messo sotto pressione i business model delle banche europee e accentuato le distanze con le banche americane (Institut Montaigne, 2021).

Anche la regolamentazione e la supervisione vanno dunque considerate tra i fattori determinanti. E' indubbio che lo sforzo senza precedenti dal lato normativo e delle riforme istituzionali, in risposta alla crisi finanziaria e a quella dei debiti sovrani, a partire dalla creazione della Banking Union, abbia comportato una focalizzazione dei regolatori e dei supervisori sui presidi prudenziali di capitale e liquidità, sui controlli e sulla gestione dei rischi che hanno influenzato strutture organizzative e processi interni delle banche, orientando non solo l'assunzione dei rischi ma anche le decisioni di business. C'è da chiedersi se le priorità della regolamentazione e della supervisione abbiano portato le banche a scelte di business caratterizzate da minor rischio e minor rendimento, con impatto sulla redditività.

L'analisi delle determinanti della contenuta redditività delle banche europee si è concentrata negli anni recenti sulla relazione con i tassi molto bassi e in particolare negativi, evidenziando una polarizzazione delle posizioni tra l'industria bancaria e le istituzioni di regolamentazione e supervisione.

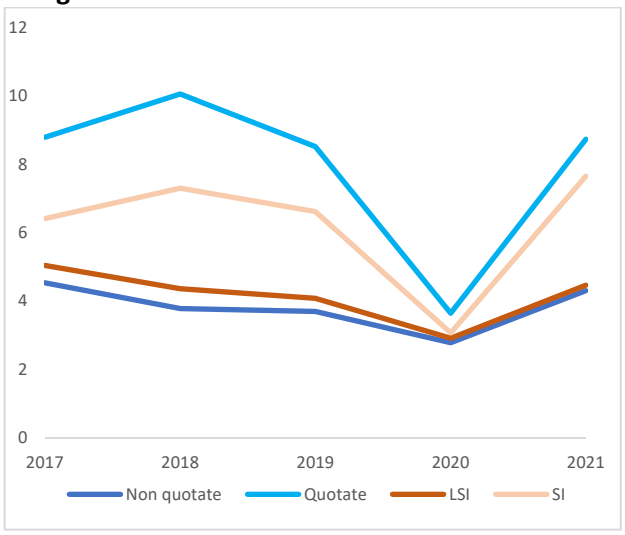
In generale, gli esponenti di banche e assicurazioni, soprattutto del Nord Europa, hanno criticato la politica dei tassi di interesse negativi della BCE, lamentandone l'impatto sfavorevole sulla redditività, a causa della pressione al ribasso sul reddito netto da interessi.
La BCE è stata certamente consapevole che i bassi tassi di interesse esercitano una pressione al ribasso sui margini, ma dalla sua posizione ha ripetutamente posto l'accento sull'altro lato della medaglia, sostenendo che vanno considerati anche l'effetto macroeconomico positivo e i conseguenti impatti favorevoli per le banche in termini di: contenimento delle rettifiche di valore; deconsolidamento e ristrutturazione dei NPL; aumento dei volumi dei prestiti. Si tratta di alcuni degli effetti che hanno contribuito a compensare l'impatto negativo della contrazione dei margini di interesse. In particolare, il contesto di tassi bassi ha migliorato la capacità dei prenditori di rimborsare i prestiti. "Inoltre, le banche sono state in grado di generare maggiori ricavi non da interessi, in quanto la compressione dei rendimenti si riflette in valutazioni più elevate degli attivi. Anche i costi di finanziamento delle banche sui mercati all'ingrosso sono diminuiti, attenuando l'impatto dei tassi più bassi sul reddito netto da interessi".[2] Nell'insieme, secondo la posizione espressa dagli esponenti della Banca Centrale Europea, l'effetto complessivo della politica monetaria dell'Eurosistema sulla redditività delle banche è stato sostanzialmente neutro.

Dal punto di vista del Supervisore, sono le banche a dover intraprendere azioni per risolvere la questione della bassa redditività, tra cui gli interventi per contrastare l'effetto dei tassi di interesse negativi. Infatti, in altre aree dove sono stati applicati tassi di interesse negativi - in Svizzera, in Svezia - le banche hanno raggiunto una redditività molto più elevata rispetto alle banche dell'area dell'euro. Secondo il supervisore, per ripristinare la redditività, le banche dovrebbero concentrare gli sforzi sull'efficienza dei costi, sulla rifocalizzazione dei modelli di business e sulla digitalizzazione[3].

Allo scopo di evidenziare la rilevanza del business model per le performance reddituali delle banche e di indagarne le principali determinanti, nonché l'evoluzione nel tempo, abbiamo effettuato un'analisi microeconomica basata sui dati di bilancio di 549 banche europee raggruppate per business model[4], definizione ai fini SSM, quotate e non quotate. Dall'analisi emerge, tra l'altro, che le banche caratterizzate da un modello retail tradizionale, che costituiscono la parte numericamente prevalente dell'insieme di banche analizzate, presentano un livello di ROE tendenzialmente più basso di quello delle banche diversificate, all'interno delle quali rientrano le banche europee di maggiori dimensioni (FIG. 6). Oltre al business model anche l'elemento dimensionale incide sul livello di ROE, come si evidenzia nella disaggregazione in base alla quotazione e alla classe ai fini SSM (SI-LSI) (FIG. 5).

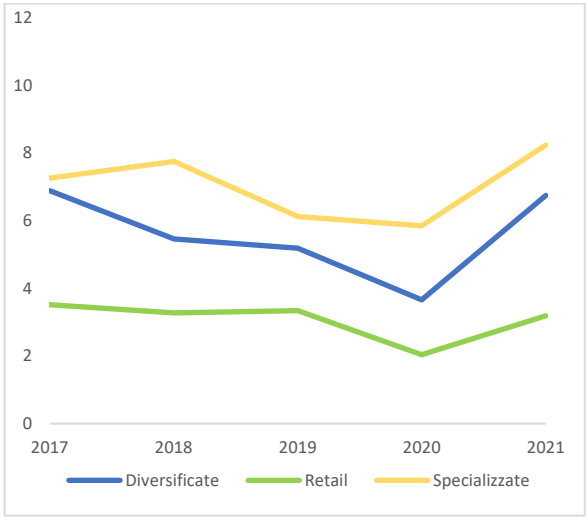
[2] Luis de Guindos, Le banche dell'area dell'euro: la sfida della redditività, Roma 25 giugno 2019
[3] Andrea Enria, trascrizione dell'audizione pubblica presso la Commissione per i problemi economici e monetari della Commissione europea, Bruxelles, 4 settembre 2019.
[4] Per la metodologia applicata per l'individuazione dei business model e per la descrizione di questi ultimi si rinvia alla apposita nota in calce.

FIG. 5 - Andamento del ROE per quotazione e categoria SSM



Fonte: nostre elaborazioni da BankFocus

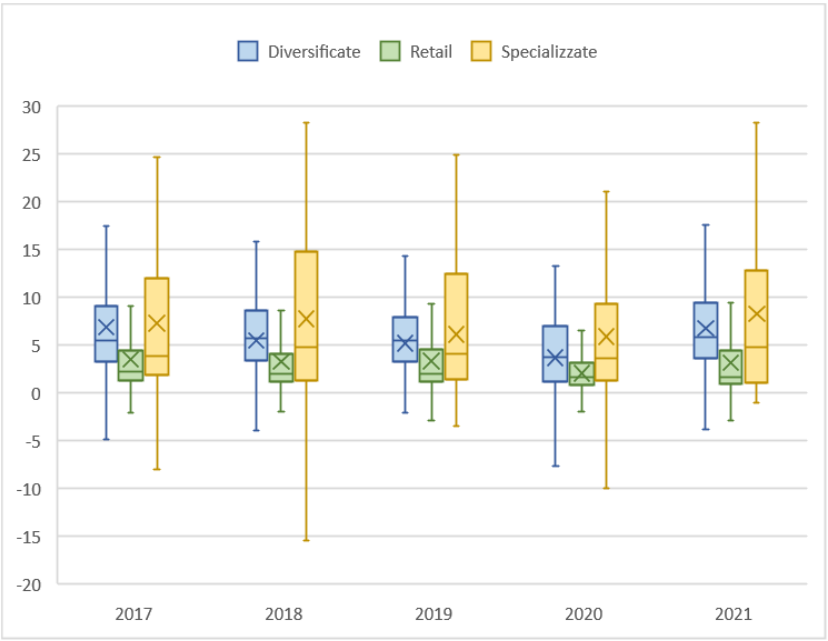
FIG. 6 - Andamento del ROE per Business Model



Fonte: nostre elaborazioni da BankFocus

Inoltre, il gruppo delle banche retail presenta al proprio interno una variabilità inferiore del ROE, che è invece, come ci si poteva attendere, particolarmente significativa per il gruppo delle banche che hanno scelto una qualche forma di specializzazione (FIG. 7) e per le banche quotate[5].

FIG. 7 - Roe per business model: valori medi e dispersione



Fonte: nostre elaborazioni da BankFocus

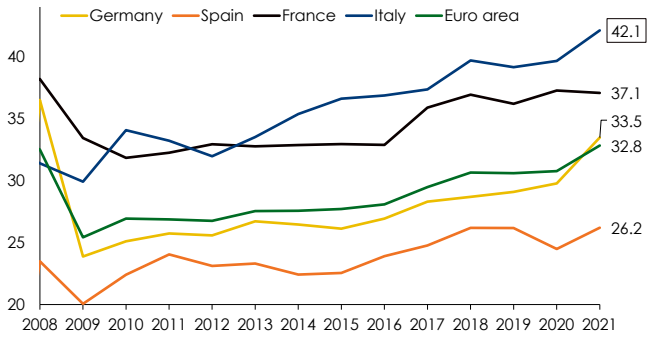
[5] La deviazione standard calcolata per il ROE al 2021 è pari a 14,77 per le banche quotate a fronte di 6,46 per le banche non quotate. Nel caso della ripartizione tra banche significant e less significant non si osservano invece significative differenze (7,58 per le SI e 8,36 per le LSI).

2. A che punto siamo: miglioramento della redditività, proseguito nel 2022

Negli ultimi anni, ad esclusione del periodo eccezionalmente avverso della pandemia, le banche europee, e così le italiane, hanno registrato un miglioramento della redditività, grazie al contenimento dei costi e alla diminuzione degli accantonamenti per perdite su crediti. Le banche hanno reagito al contesto di bassi tassi di interesse attraverso una strategia di diversificazione dei ricavi verso quelli da servizi (FIG. 8 e 9). Soprattutto tra il 2020 e il 2021 le banche esaminate fanno segnare una riduzione del peso del margine di interesse sul margine di intermediazione, con l'eccezione delle banche spagnole, per le quali il peso del margine di interesse resta significativamente sopra la media.

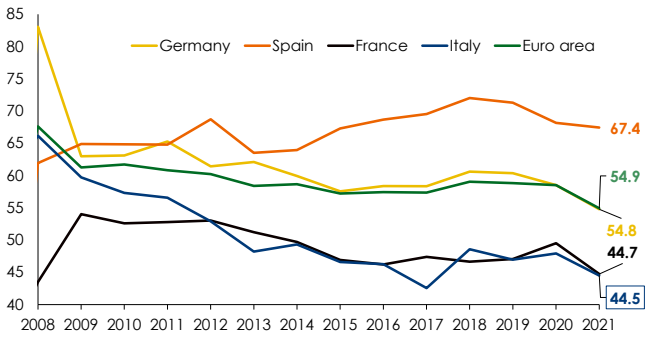
Tale trend è evidente soprattutto per le banche diversificate, che peraltro presentano una certa variabilità (FIG. 10). Vale la pena osservare che sono le banche retail ad aver registrato un aumento più significativo nel tempo dell'incidenza delle commissioni sul margine di intermediazione (FIG. 11). Anche rispetto a questi profili, come nel caso del ROE, l'insieme delle banche retail presenta una relativa omogeneità, che non si riscontra negli altri due modelli. Le differenze all'interno di questi due gruppi si sono accentuate nel tempo, a riprova della rilevanza crescente e variabile dei proventi da trading, che può approssimarsi come il complemento a cento nella composizione del margine di intermediazione.

FIG. 8 - Ricavi netti da commissioni (in % del margine di intermediazione). Sistema bancario



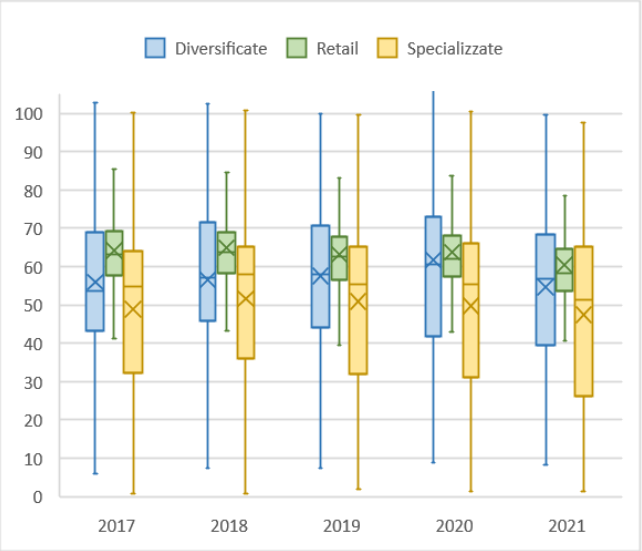
Fonte: BCE

FIG. 9 - Margine di interesse (in % del margine di intermediazione). Sistema bancario



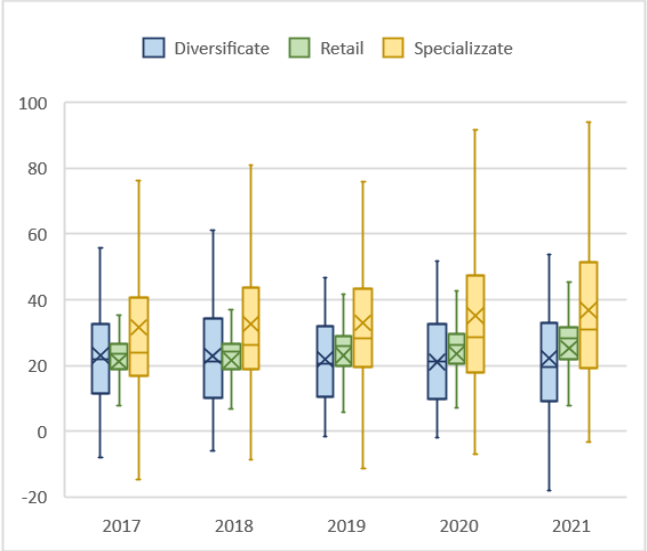
Fonte: BCE

FIG. 10 - Margine di interesse (% del margine di intermediazione) per business model. Valori medi e dispersione



Fonte: nostre elaborazioni su BankFocus

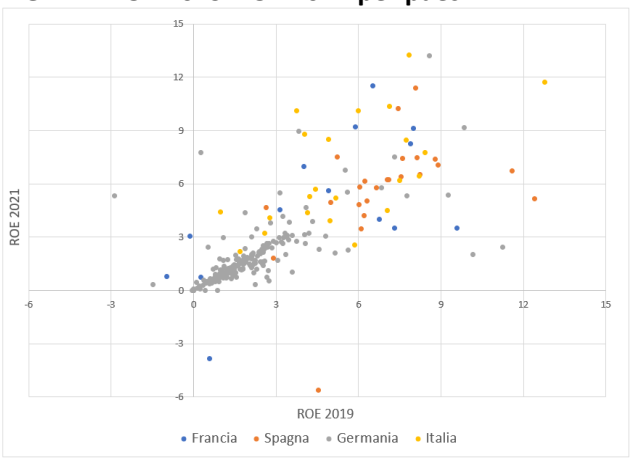
FIG. 11 - Ricavi da commissioni (% del margine di intermediazione) per business model. Valori medi e dispersione



Fonte: nostre elaborazioni su BankFocus

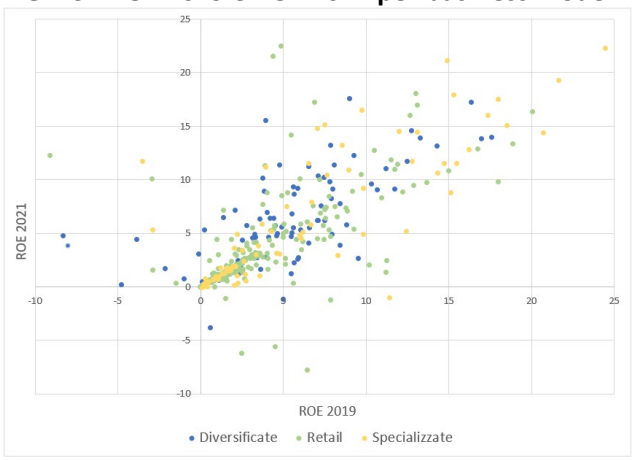
Accomunando tutte le banche europee, lo sforzo di miglioramento della redditività è stato generalizzato a livello di paesi, e particolarmente significativo per le banche italiane, complessivamente modesto per le banche tedesche (FIG. 12). Quanto alla suddivisione per business model le banche retail e quelle diversificate hanno fatto segnare miglioramenti del ROE tra il 2019 e il 2021, anche se con significative differenze, mentre le banche specializzate non hanno registrato nel loro insieme progressi significativi (FIG. 13). Le dinamiche del ROE non appaiono particolarmente differenziate tra banche significant e banche less significant, anche in questo caso con alcune punte di eccellenza (FIG. 14), mentre le quotate hanno accresciuto il ROE mediamente di più (FIG. 15).

FIG. 12 - ROE 2019-ROE 2021 per paesi



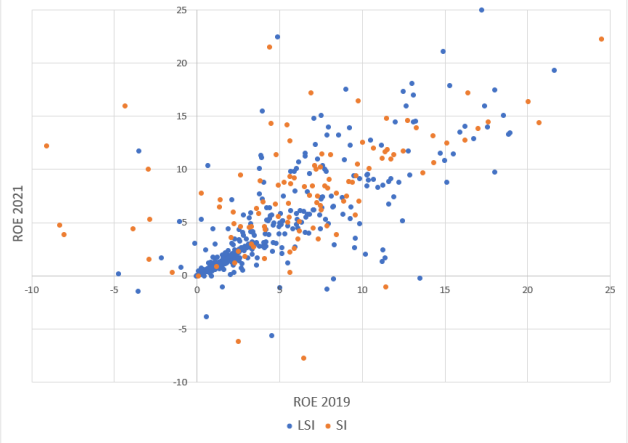
Fonte: nostre elaborazioni su BankFocus

FIG. 13 - ROE 2019 e ROE 2021 per business model



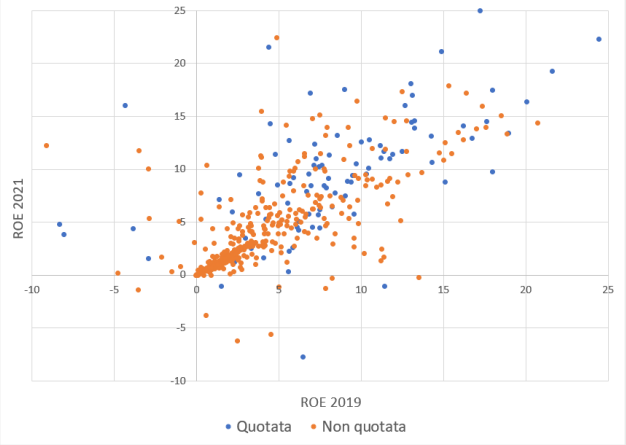
Fonte: nostre elaborazioni su BankFocus

FIG. 14 - ROE 2019-ROE 2021 per status SSM



Fonte: nostre elaborazioni su BankFocus

FIG. 15 - ROE 2019-ROE 2021 per banche quotate e non quotate



Fonte: nostre elaborazioni su BankFocus

Il 2022 sta emergendo come l'anno di svolta del conto economico delle banche, con andamenti opposti a quelli degli anni precedenti. La redditività dei gruppi bancari significativi italiani è cresciuta nel primo semestre 2022 rispetto allo stesso periodo dello scorso anno. Il ROE è salito a 9,2% dall'8,5% della prima metà del 2021. Tale miglioramento ha riflesso principalmente la crescita del margine di interesse, pari a +8,5% a/a che si confronta con un semestre ancora in calo nel 2021 (-3,4%). Il miglioramento del margine da interessi ha più che compensato la riduzione dei ricavi derivanti dall'attività di negoziazione. I costi operativi hanno continuato a diminuire, anche se un po' meno del 1° semestre 2021 (-3,1% a/a rispetto a -3,5%). Le rettifiche di valore su crediti sono risultate in lieve aumento, del 2,2% a/a, rispetto al calo significativo del 2021 (-35% nel 1° semestre) a confronto con i maggiori accantonamenti per perdite attese effettuati nell'anno della pandemia. Il costo del rischio si è ridotto, Nel secondo trimestre del 2022 il costo del rischio (CoR) delle banche italiane si è attestato al minimo dello 0,51%, scendendo da quasi lo 0,6% nel 2021 e significativamente al di sotto del picco della pandemia (0,94% nel quarto trimestre del 2020). Una tendenza simile si osserva per l'aggregato delle banche dell'UE, allo 0,45%, il punto più basso da quando sono disponibili i dati (dal picco della pandemia dello 0,86% nel 2° trimestre del 2020).

Queste evidenze intermedie sul 2022 vanno in parte nella direzione attesa per l'intero esercizio e per il 2023. Sulla base dei risultati trimestrali al 30 settembre delle principali banche italiane, la ripresa del margine d'interesse ha guadagnato forza, a fronte di commissioni nette solo in lieve riduzione, di costi operativi in ulteriore calo e di un costo del credito ancora basso. Diverse banche hanno rivisto al rialzo la guidance sui risultati 2022 [6].

[6] A seguito del contesto dei tassi d'interesse più favorevole, del basso costo del rischio e della riduzione dei costi superiore alle aspettative, UniCredit ha migliorato la guidance relativa all'esercizio 2022 e prevede di chiudere l'anno con ricavi superiori a 17,4 miliardi e un utile netto superiore a 4,8 miliardi, esclusa la Russia. Intesa Sanpaolo ha alzato la guidance sul risultato netto 2022 a oltre 4 miliardi, grazie alla solida

3. Quale 2023: i canali di trasmissione di inflazione e rialzo dei tassi di interesse sui bilanci bancari

L'attuale contesto complesso caratterizzato dalla compresenza di elevata inflazione, crisi energetica, conflitto russo-ucraino, normalizzazione della politica monetaria e rallentamento dell'economia è destinato a produrre molteplici impatti sui conti economici delle banche, di segno positivo ma alcuni anche negativi. Non è agevole prevedere quale sarà l'effetto netto in ragione del perdurante livello di incertezza sulle dinamiche macroeconomiche, di contesto geopolitico e sulla efficacia degli interventi della politica monetaria. Va inoltre tenuto conto della capacità o anche della possibilità di ciascuna banca di sfruttare al meglio gli elementi di impatto positivo e comprimere il più possibile gli effetti negativi.

Di seguito si riportano i più rilevanti effetti attesi sulle principali voci di conto economico delle banche. Su questi incide trasversalmente il rallentamento della crescita economica in atto dal terzo trimestre 2022 e la probabile moderata contrazione del PIL con inizio nel trimestre successivo.

Effetti sul margine d'interesse. Non vi è dubbio che la svolta restrittiva della politica monetaria della BCE generi un effetto positivo sulla redditività bancaria determinato dall'aumento dei tassi e dalla diversa velocità di adeguamento di tassi attivi e passivi. Come già detto, il rapido e consistente rialzo dei tassi di riferimento della politica monetaria unica attuato nel secondo semestre 2022 che induce un significativo miglioramento del margine d'interesse già nell'esercizio in corso dovrebbe verosimilmente proseguire nel 2023, nell'ipotesi che l'aumento dei tassi non determini una significativa frenata del credito. Segno e intensità dell'effetto dipendono dalla combinazione di un insieme di elementi *bank specific*.

- L'effetto dipende dalla **struttura per scadenze dell'attivo e del passivo** delle singole banche, con differenze anche significative tra gli intermediari (Visco, ABI, luglio 2022). Sotto questo profilo, in generale, a livello di sistema bancario negli anni si è assistito a una ricomposizione dei prestiti a favore delle durate a medio/lungo termine, sia come conseguenza della ristrutturazione delle passività bancarie delle imprese, sia per la crescita dei mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni. Per le imprese, la riduzione dell'operatività a breve ha assunto negli anni un carattere strutturale, se favorito da una lunga fase di liquidità estremamente abbondante, in parallelo allo spostamento sulle durate più protratte indotto di recente anche dal considerevole ricorso ai crediti con garanzia pubblica nel contesto della pandemia. In un decennio la quota dei prestiti a medio-lungo termine sul complesso dei prestiti a imprese e famiglie è salita dal 73% del 2011 all'86% del 2021. Con specifico riferimento alle società non-finanziarie, l'aumento della quota del medio-lungo termine è stato più consistente, dal 62% dei prestiti totali nel 2011, al 78% nel 2021.
- Dipende anche dalla **struttura "contrattuale" dei tassi su attività e passività**. Dal lato dell'attivo, notiamo che a seguito del lungo periodo di tassi bassi è in generale diminuita la quota di prestiti a tasso variabile, in tutti i

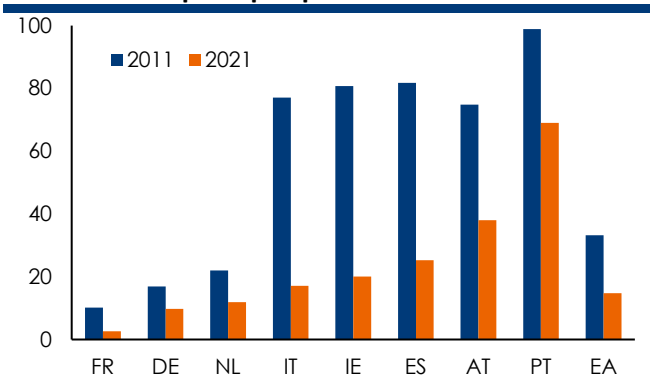
performance operativa del 3° trimestre e alla massiccia riduzione dell'esposizione verso la Russia. Per Banco BPM, la sensitivity del margine di interesse al rialzo dei tassi è alla base dell'aumento della guidance sui proventi operativi del 2022 a oltre 4,6 miliardi e del risultato lordo di gestione a oltre 2,0 miliardi dalle precedenti indicazioni di oltre 4,4 e oltre 1,9 miliardi rispettivamente, fornite in occasione della presentazione dei risultati del 1° semestre 2022.

principali sistemi bancari dell'area euro. In rapporto al totale dei nuovi prestiti erogati a famiglie e società non-finanziarie, in Italia la quota di erogazioni a tasso variabile resta elevata per gli standard europei, pari al 69% in media nel 2021, ma in calo notevole dal 93% del 2011. La composizione è simile a quella osservata in altri paesi, come Portogallo, Austria, Irlanda e Spagna (FIG. 16). Per le banche italiane, il repricing dei prestiti dovrebbe quindi essere verosimilmente più rapido ed esplicare i suoi effetti positivi sul margine da interessi con maggiore intensità rispetto ai sistemi bancari tedesco, dei Paesi Bassi e a quello francese, dove tradizionalmente vi è una prevalenza di prestiti a tasso fisso.

Il repricing sarà generalmente più rapido sui prestiti alle imprese e più lento sui mutui casa, un segmento dove la struttura dei tassi ha subito una radicale trasformazione, con lo spostamento delle famiglie italiane verso il tasso fisso, raggiungendo gli standard europei (FIG.16). Grazie ai tassi bassi e al ricorso alle surroghe e sostituzioni i mutui a tasso fisso sono arrivati a rappresentare nel nostro paese l'83% del totale delle erogazioni, dal 17% del 2010, segnando una quota in linea con l'85% registrato nel 2021 nell'area euro (tali dati includono le rinegoziazioni). In termini di stock, in Italia i mutui a tasso fisso hanno raggiunto il 61% nel 2021. I dati più recenti mostrano una rapida inversione di tendenza delle preferenze di tasso sui mutui, che a settembre 2022 per il 61% sono stati stipulati a tasso variabile, dal 17% del 1° trimestre dell'anno (FIG. 18). Tale andamento si lega al forte aumento del differenziale tra tasso fisso e variabile.

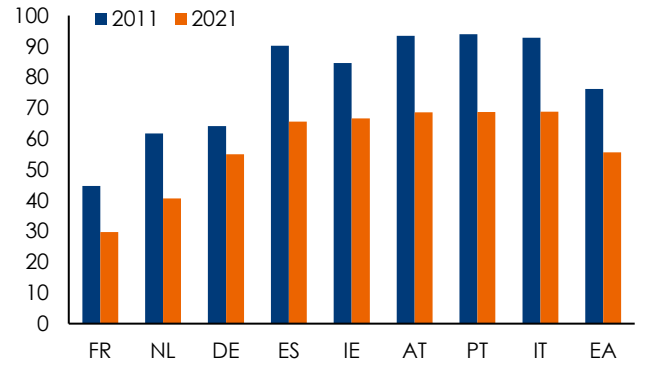
Da notare che l'epoca dei tassi bassi ha influito in misura sostanziale sulle preferenze tra tasso fisso e variabile in alcuni sistemi bancari, come l'Italia, mentre ha avuto un impatto decisamente più limitato nei sistemi già storicamente vocati al tasso fisso, come quello tedesco. La frammentazione tra sistemi, che in passato appariva molto marcata specialmente con riguardo ai mutui residenziali, si è molto ridotta, quasi annullata se si guarda al posizionamento attuale tra Paesi (FIG.16).

FIG. 16 - Quota % di prestiti a tasso variabile sul totale del flusso di mutui alle famiglie per acquisto abitazioni nei principali paesi dell'area euro



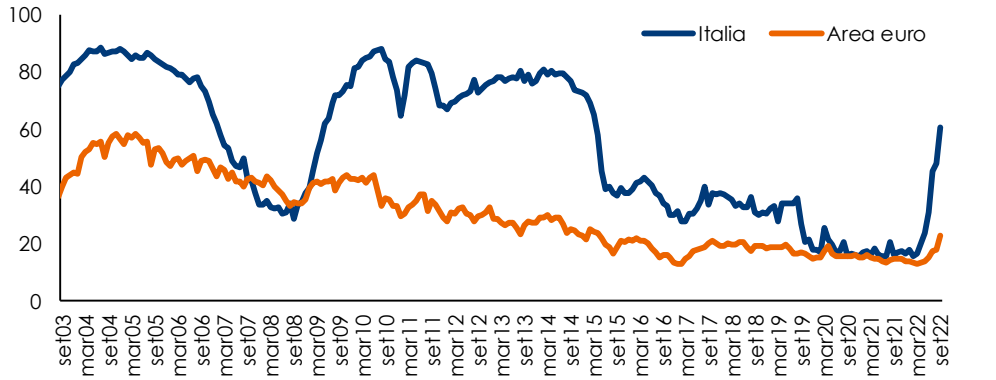
Fonte: BCE

FIG. 17 - Quota % di prestiti a tasso variabile sul totale del flusso di prestiti a famiglie e società non-finanziarie nei principali paesi dell'area euro



Fonte: BCE

FIG. 18 - Quota % di prestiti a tasso variabile sul totale del flusso mensile di mutui alle famiglie per acquisto abitazioni in Italia e nell'area euro



Fonte: Intesa Sanpaolo su dati BCE

- Dal lato del passivo la lunga fase di tassi bassi, unita agli shock esogeni come la pandemia, ha determinato un generale spostamento verso le forme a vista dei depositi. Per le banche italiane la consistenza dei conti correnti di famiglie e imprese sul totale dei depositi dei due segmenti di clientela è salita in dieci anni dal 60% circa al 78% di fine 2021 (questi dati includono anche il risparmio postale). Su tale componente del passivo è ragionevole attendersi una maggiore vischiosità al rialzo dei tassi e politiche di pricing orientate a favorire le forme di depositi a tempo, soprattutto nel 2023 quando, come si dirà più avanti, comincerà a manifestarsi la pressione sul funding a medio-lungo termine connessa al rimborso delle TLTRO III in scadenza. Inoltre, va ricordato che generalmente le banche non hanno trasmesso i tassi negativi alla clientela, perlomeno a quella retail, subendo una penalizzazione dal lato del mark-down[7], rimasto sotto lo zero per oltre dieci anni. Solo nel contesto attuale di tassi in rialzo, il mark-down è risalito verso lo zero, per ritrovare rapidamente il segno positivo nel quarto trimestre 2022 a seguito dell'aumento dei tassi euribor, in una sorta di ritorno alla "normalità".
- Sul margine da interessi incide non solo l'effetto tassi ma anche l'**effetto volume**, con segno positivo, che nel 2022 ha visto una rapida ripresa per l'aumentata domanda di credito da parte delle imprese in conseguenza delle esigenze di capitale circolante a fronte dei maggiori costi di produzione. Si è verificata, infatti, un'accelerazione della crescita del credito bancario alle imprese, pari al 4,4% a/a a settembre dallo 0,9% di inizio anno, sostenuta dal breve termine che ha segnato tassi di crescita a due cifre nel terzo trimestre. Accanto all'aumento della domanda di credito in conseguenza dei maggiori costi si osserva tuttavia un irrigidimento in atto dei criteri di concessione del credito da parte delle banche, motivato principalmente dai maggiori rischi percepiti. Ciò in considerazione dell'orientamento restrittivo della politica monetaria, che si realizza attraverso lo strumento dei tassi a cui si accompagna un progressivo ricorso alla leva quantitativa. Vi è il rischio che l'inevitabile inasprimento dei criteri

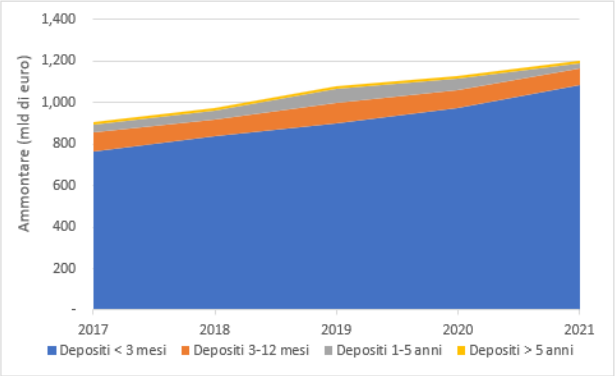
[7] Calcolato come differenziale tra tasso Euribor a 1 mese e tasso medio di sistema sui depositi in conto corrente.

di offerta all'indebolirsi della crescita economica possa evolvere in una più severa stretta creditizia, controbilanciando l'effetto positivo dei tassi sul margine da interessi soprattutto nel 2023.

- Un ultimo fattore, di **natura qualitativa**, per valutare l'impatto dell'aumento dei tassi, è il livello di sofisticatezza delle tecniche di "protezione" o, nel contesto dei tassi crescenti, di "gestione" del margine di interesse a disposizione delle singole banche. La maggiore capacità di elaborare una visione strategica sulla dimensione e sul segno del gap per bucket di scadenze, sulle scelte e sulle modalità di copertura, la capacità di controllare attività e passività sensibili e di prevedere le dinamiche dei depositi e dei crediti attraverso lo sviluppo e l'utilizzo di modelli comportamentali incide in modo rilevante sulla possibilità di beneficiare in termini economici da movimenti della curva dei tassi.

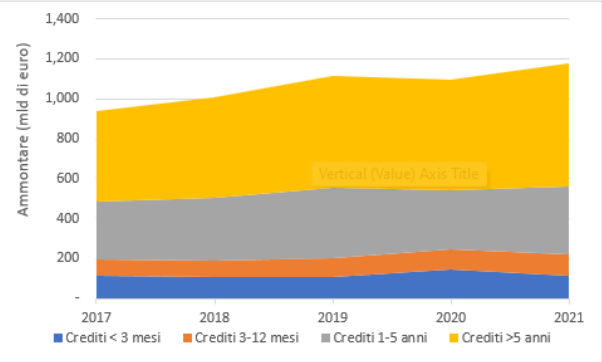
L'analisi dei dati micro non consente di pervenire a una vista esaustiva delle dinamiche del margine di interesse correlate alla variazione dei tassi. È possibile indagare, in una logica "indiziaria" alcuni indicatori del livello di mismatching attivo-passivo e l'entità della conseguente trasformazione delle scadenze e i dati relativi alla sensitivity (FIG: 19, 20, 21,22, 23, 24).

FIG. 19 - Struttura dei depositi per scadenze – Banche retail



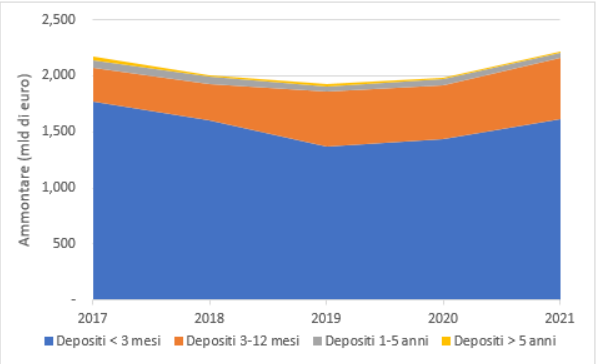
Fonte: nostre elaborazioni su BankFocus

FIG. - 20 Struttura dei prestiti per scadenze – Banche retail



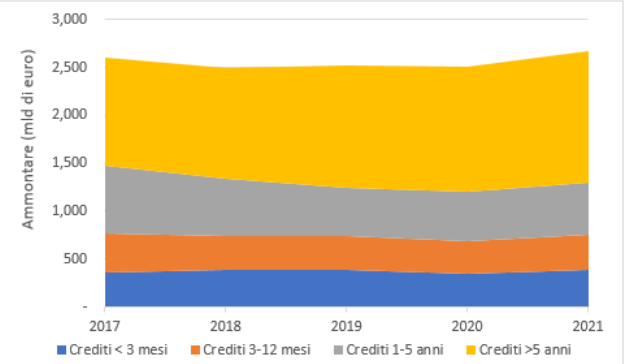
Fonte: nostre elaborazioni su BankFocus

FIG. 21 - Struttura dei depositi per scadenze – Banche diversificate



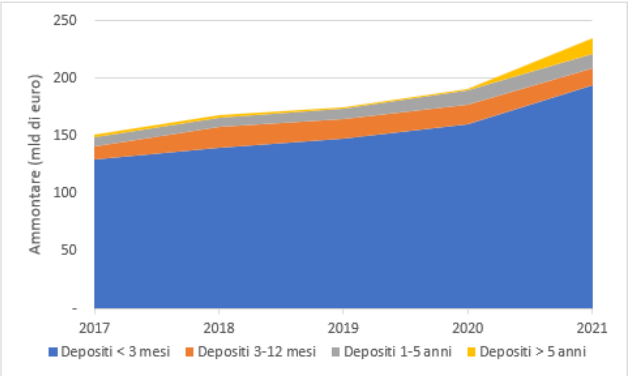
Fonte: nostre elaborazioni su BankFocus

FIG. 22 - Struttura dei prestiti per scadenze – Banche diversificate



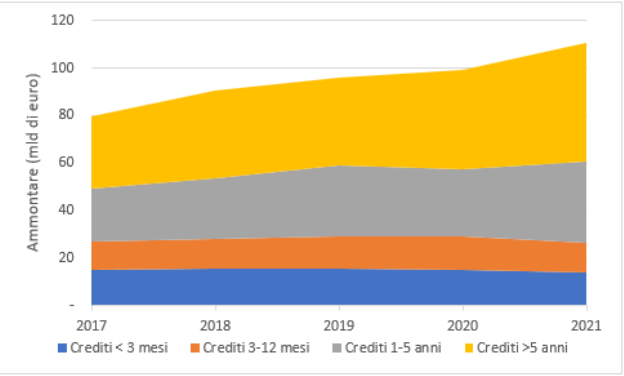
Fonte: nostre elaborazioni su BankFocus

FIG. 23 - Struttura dei depositi per scadenze – Banche specializzate



Fonte: nostre elaborazioni su BankFocus

FIG. 24 - Struttura dell'attivo per scadenze – Banche specializzate



Fonte: nostre elaborazioni su BankFocus

I tre business model evidenziano un livello di trasformazione delle scadenze differenziato. Sono in particolare le banche retail a finanziare massicciamente i prestiti, in proporzione significativa con scadenze oltre i 5 anni, attraverso i depositi a vista. Questo denota, a parità di altre condizioni, un livello di rischio di tasso di interesse mediamente elevato. Viceversa, per le banche diversificate è evidente un maggiore equilibrio tra depositi e prestiti per fasce di scadenza, principalmente per effetto di una quota significativa di depositi da tre mesi a un anno, che può interpretarsi come una maggiore capacità di controllo del rischio di tasso.

I dati sulla **sensitivity del margine di interesse** a un aumento istantaneo e parallelo della curva dei tassi d'interesse di 100 pb forniscono una prima misura indicativa del beneficio atteso su questo lato del conto economico correlato alle scelte di posizionamento sul rischio di tasso di interesse. L'impatto calcolato dalle banche in ottemperanza alla CRR2 e sulla base delle linee guida EBA (EBA/GL/2018/02) varia da istituto a istituto in relazione alla struttura dell'attivo (il banking book nel caso specifico) e del passivo per durata e per tipo di tasso (fisso o variabile), alle strategie di esposizione e/o copertura del rischio di tasso e alle ipotesi adottate sui comportamenti dei clienti (rimborsi anticipati, poste a vista). Dall'analisi effettuata sui dati individuali disponibili, osserviamo differenze tra paesi e tra modelli di business. Una prima evidenza è che la sensitivity nel 2021 produce effetti positivi al rialzo dei tassi per la generalità del campione osservato. La dimensione dell'effetto[8] è maggiore per le banche specializzate (+39%) e inferiore per le banche retail (+13%), quotate (16%) e less significant (15%). La sensitivity per le banche significant e per il modello di banche diversificate è inferiore (rispettivamente +8,1% e +9%). Questo risultato è coerente con il livello di trasformazione delle scadenze osservato, anche se, come detto, quest'ultimo non è l'unico elemento che condiziona la variazione del margine di interesse e si tratta comunque di una misura semplificata.

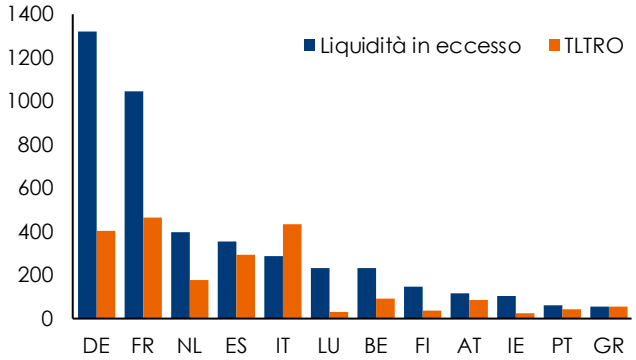
Dalla vista per paesi si evidenzia una maggiore sensibilità delle banche italiane al rialzo dei tassi rispetto alle concorrenti europee (30,0% del Margine di interesse contro il 12,3% dell'intero campione). Va inoltre sottolineato che dal 2017 al

[8] Data dal rapporto tra la variazione del margine d'interesse a fronte di uno spostamento parallelo della curva dei tassi e il totale del margine di intermediazione.

2021 si evidenzia per le banche italiane un trend di crescita della sensitivity, che ha segnato una accelerazione nel biennio 2020-2021.

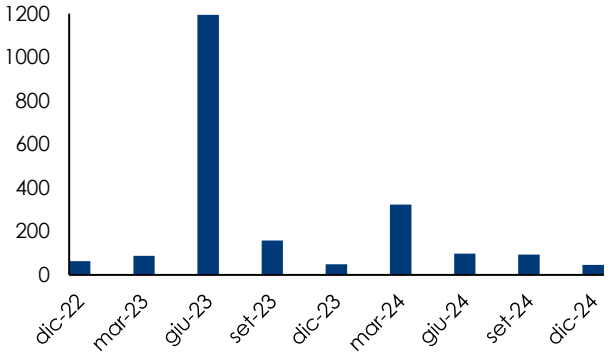
Tuttavia, la normalizzazione della politica monetaria si accompagna anche a fattori meno favorevoli alla redditività bancaria, come la rimozione decisa dalla BCE il 27 ottobre 2022 del trattamento "agevolato" del costo delle operazioni mirate di rifinanziamento (la terza tranche delle TLTRO) al fine di incentivare il rimborso anticipato delle stesse. Gli impatti della svolta di politica monetaria transitanti dal lato del funding presso l'Eurosistema si esplicano attraverso due vie, una di tasso e una di effetto volume. Riguardo al primo aspetto, con le decisioni assunte dal Consiglio direttivo BCE del 27 ottobre viene meno la possibilità di arbitraggio per le banche consentita dal differenziale tra il tasso attivo sulle riserve in eccesso depositate presso l'Eurosistema e il tasso passivo delle TLTRO III. Il nuovo regime, che allinea il tasso della riserva obbligatoria a quello della deposit facility, annulla il pre-esistente differenziale positivo tra remunerazione delle riserve e della deposit facility e il costo del rifinanziamento, eliminando in tal modo una fonte di ricavo per alcune banche, tra cui principalmente le tedesche e le francesi (FIG.25)

FIG. 25 - TLTRO e liquidità in eccesso per paese (EUR mld, al 30 settembre 2022)



Fonte: Intesa Sanpaolo su dati BCE e Bloomberg

FIG. 26 - Ammontare complessivo di TLTRO III per scadenza (EUR mld)



Fonte: BCE

Accanto a ciò vi è anche un effetto quantità, connesso alle prossime scadenze delle TLTRO III che non saranno sostituite da un nuovo programma come accaduto in passato. Si ricorda, inoltre, che alla riunione del Consiglio direttivo del 27 ottobre 2022 la BCE ha deciso di offrire ulteriori possibilità di rimborso anticipato attraverso la fissazione di tre date aggiuntive, a partire dalla prima il 23 novembre 2022, in cui le banche potranno rientrare in tutto o in parte dalle citate operazioni di rifinanziamento prima della loro scadenza.

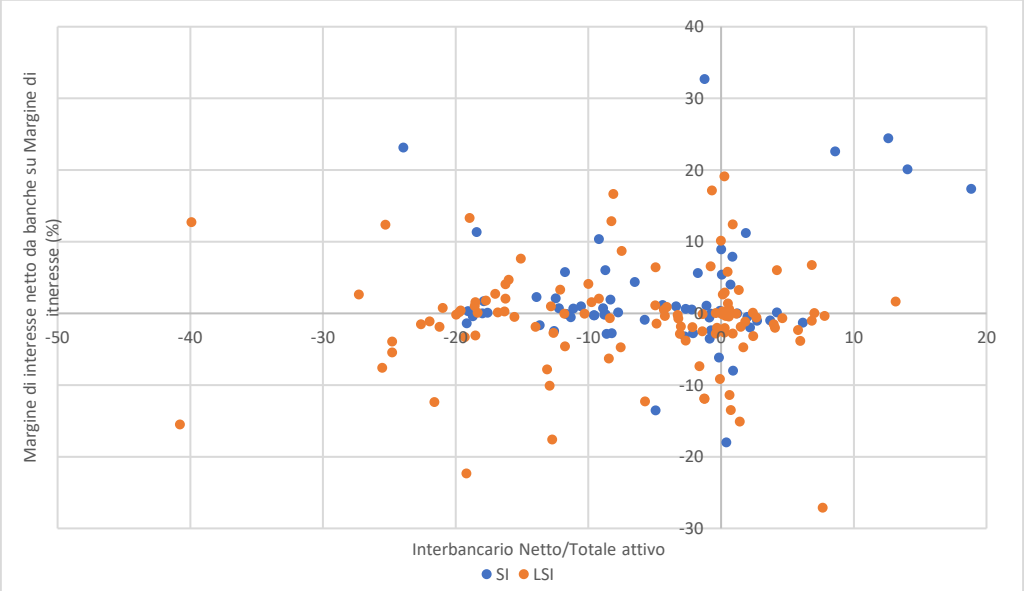
L'effetto quantità ha in ultima analisi anch'esso un impatto sulla redditività, di sicuro segno negativo. Infatti, nel caso delle banche che hanno fatto ricorso alle TLTRO per finanziare i prestiti, il rimborso delle operazioni comporta la sostituzione di funding a medio-lungo termine acceso a condizioni agevolate con funding di simile durata protratta da raccogliere sul mercato a tassi significativamente più onerosi. Da fine 2022 al 2024 scadranno 2,1 trilioni di TLTRO III, di cui quasi 1,5 circa entro il 2023, con una concentrazione a giugno per poco meno di 1,2 trilioni (FIG:26). Questa scadenza appare dunque particolarmente

critica ed è prevedibile che contestualmente la BCE introduca nuove LTRO a durata più lunga rispetto alle regolari operazioni a tre mesi, al fine di supportare il funding delle banche. Per le istituzioni creditizie italiane, le operazioni di rifinanziamento in essere ammontano a 430 miliardi, che in gran parte sono stati utilizzati per finanziare prestiti, considerato che l'eccesso di liquidità è in aggregato inferiore all'importo del rifinanziamento, diversamente da quanto registrato per le banche francesi e tedesche.

L'analisi della **posizione interbancaria netta** basata su dati micro dei bilanci bancari consente di individuare le configurazioni di banche che saranno presumibilmente più influenzate dalla revisione delle condizioni delle TLTRO III e quelle che subiranno il maggior impatto dalla sostituzione del funding presso l'Eurosistema con strumenti di mercato. Distinguendo per dimensione, modello di business e giurisdizione, si osserva che le banche caratterizzate da una posizione interbancaria netta positiva sono le banche francesi e le banche specializzate, mentre quelle più esposte in termini di posizione prenditrice sono le retail e le diversificate specialmente del Sud Europa (Italia e Spagna). Se le prime subiranno l'effetto di un mancato utile, per sua natura avente un carattere temporaneo, le seconde risentiranno di un impatto presumibilmente protratto nel tempo in termini di maggiore costo del funding.

Un confronto focalizzato sulle categorie SSM consente di apprezzare che le banche significant registrano una quota maggiore del margine di interesse dai proventi netti dell'interbancario (Fig. 27); in particolare si evidenzia che per il 39% delle significant e per il 27% delle less significant una posizione interbancaria netta positiva si associa a una positiva incidenza del margine da banche sul margine di intermediazione, a evidenziare la significatività del contributo del TLTRO alla redditività. In media, il margine di interesse da banche impatta positivamente sul margine di interesse delle banche significant (2,1%) ed è negativo per le less significant (-0,6%), seppur lievemente in ridimensionamento.

FIG. 27 - Correlazione tra Margine di Interesse da banche/NII e Interbancario netto/Totale attivo per categorie SSM



Fonte: nostre elaborazioni da BankFocus

Al di sotto della linea del margine di interesse, gli impatti prevedibili del combinato disposto di elevata inflazione e rialzo dei tassi sono di segno negativo o al più neutro.

Effetto sui ricavi da servizi. Per quanto la voce delle commissioni nette sia assai composita a motivo dell'ampia gamma di servizi prestati dalle banche, l'evidenza empirica induce a prefigurare un impatto complessivo negativo derivante dal rialzo dei tassi d'interesse, in particolare per le commissioni da risparmio gestito. Su queste incidono da un lato i minori flussi di raccolta (quando non i deflussi) per effetto dell'elevata volatilità dei mercati e dell'attrattività per gli investitori dei più alti rendimenti offerti dai titoli di debito[9], dall'altro le minori commissioni di performance a causa dell'andamento negativo dei mercati finanziari. Sebbene il settore del risparmio gestito mantenga una solidità di fondo e le prospettive di medio/lungo termine del business rimangano positive, il livello raggiunto dai rendimenti dei titoli governativi giustifica un ritorno di interesse dei risparmiatori per l'investimento diretto in questi strumenti, con una possibile rivitalizzazione del risparmio amministrato. Inoltre, accanto all'effetto specifico sfavorevole in termini di performance e di ricomposizione di portafoglio dei risparmiatori, il segmento del risparmio gestito, così come l'intero mercato delle attività finanziarie, in un contesto di elevata inflazione soffre dell'effetto negativo dovuto al minore potere d'acquisto dei redditi delle famiglie che porta alla riduzione del risparmio fino ad intaccare quanto accumulato in precedenza.

Effetto sui profitti netti derivanti dal portafoglio titoli. In generale, l'elevata volatilità dei mercati finanziari, il calo delle quotazioni azionarie e il forte aumento dei tassi hanno tendenzialmente un impatto negativo sul risultato economico dell'attività in titoli. Più nello specifico, considerando che gran parte degli strumenti detenuti in portafoglio dalle banche sono tipicamente titoli governativi, il rialzo dei tassi della politica monetaria si riflette in una caduta del loro valore, che colpisce i ricavi o il patrimonio di vigilanza in relazione alle modalità di contabilizzazione adottate in bilancio. Questo aspetto è particolarmente importante per le banche italiane, per la maggiore quota di titoli governativi detenuti in portafoglio rispetto ad altri peer europei e per l'effetto dell'aumento del premio al rischio sul debito sovrano. Il governatore Visco, nell'intervento all'Assemblea dell'ABI nel luglio 2022 ha evidenziato che "Un calo dei corsi dei titoli di Stato italiani si riflette direttamente sul patrimonio di vigilanza anche quando le corrispondenti perdite non sono contabilizzate nel conto economico. Considerando lo stock di titoli iscritti a bilancio al valore di mercato alla fine dello scorso maggio è possibile stimare che un aumento di 100 punti base lungo l'intera curva dei rendimenti porterebbe a una riduzione del rapporto tra capitale di migliore qualità e attivi ponderati per il rischio di circa 20 punti base". Le banche italiane condividono con le banche spagnole e portoghesi una maggiore sensibilità del risultato economico e del capitale al rialzo dei tassi dei titoli governativi, rispetto ad altri sistemi bancari europei. Sulla base dei dati dei documenti di Pillar 3, Moody's ha calcolato che per un campione di banche italiane e spagnole, un aumento di 100 punti base dei tassi di interesse riduce il valore economico del capitale di circa 35 punti base (Moody's, 2022).

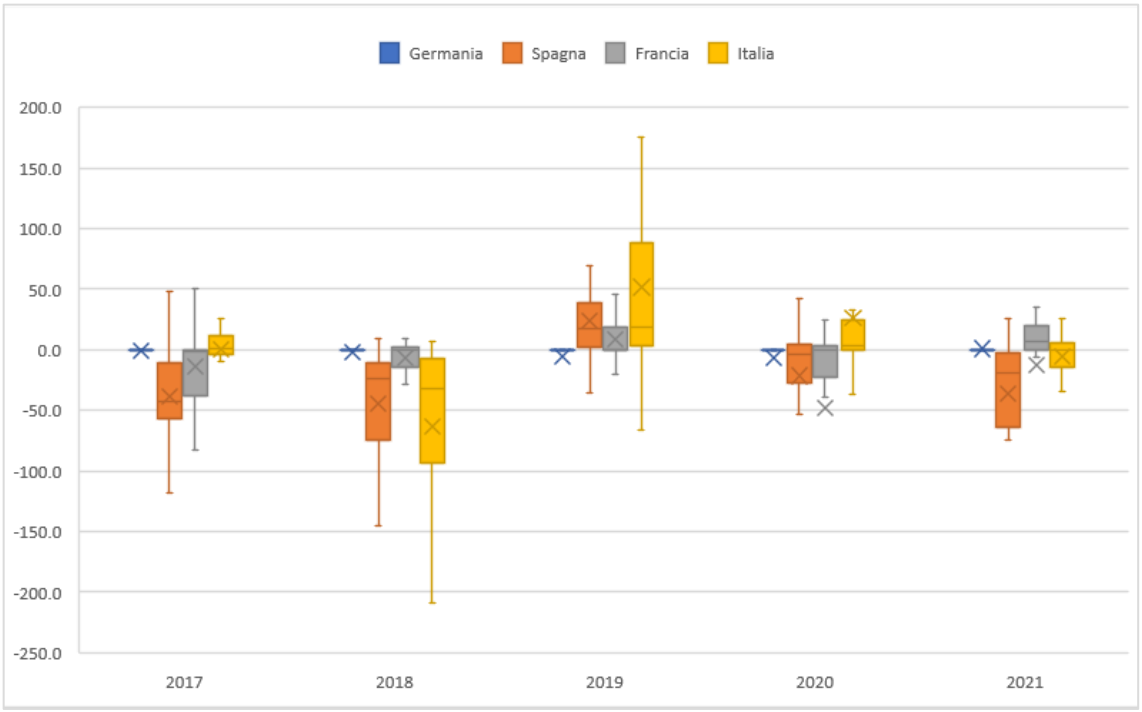
L'effetto economico complessivo della modificazione del valore di mercato dei titoli obbligazionari e di Stato sulla redditività deve

[9] La raccolta netta del risparmio gestito è negativamente correlata con la volatilità dei mercati finanziari e con i rendimenti dei titoli di Stato (Banca d'Italia, Relazione Annuale sul 2021, maggio 2022).

infatti tenere conto non solo dell'impatto a conto economico delle variazioni di valore dei titoli che compongono il portafoglio detenuto per negoziazione (HFT) ma anche di quelli che, collocati nel portafoglio HTCS, generano un impatto rilevato in una riserva patrimoniale. L'esame per le banche del prospetto Other Comprehensive Income consente di osservare che si tratta di un impatto di misura in alcuni casi significativa e, come evidente, che trasla la variabilità degli effetti delle modificazioni delle condizioni di mercato, direttamente sul capitale, incidendo per altra via sul ROE, ma potenzialmente creando criticità sotto il profilo del CET1. Ne consegue che le perdite rilevate sul portafoglio incidono solo in parte sul Conto Economico, ma che coerentemente è necessario osservare la dinamica della riserva HCTS. Gli impatti complessivi dell'aumento dei tassi di interesse sul valore del patrimonio pongono dunque temi non solo sulla redditività ma anche sul livello di patrimonio di migliore qualità.

Si può osservare che i risultati rilevati nel prospetto OCI sono naturalmente variabili negli anni e sono particolarmente significativi in percentuale del Risultato di esercizio soprattutto per le banche italiane e spagnole (FIG. 28)[10].

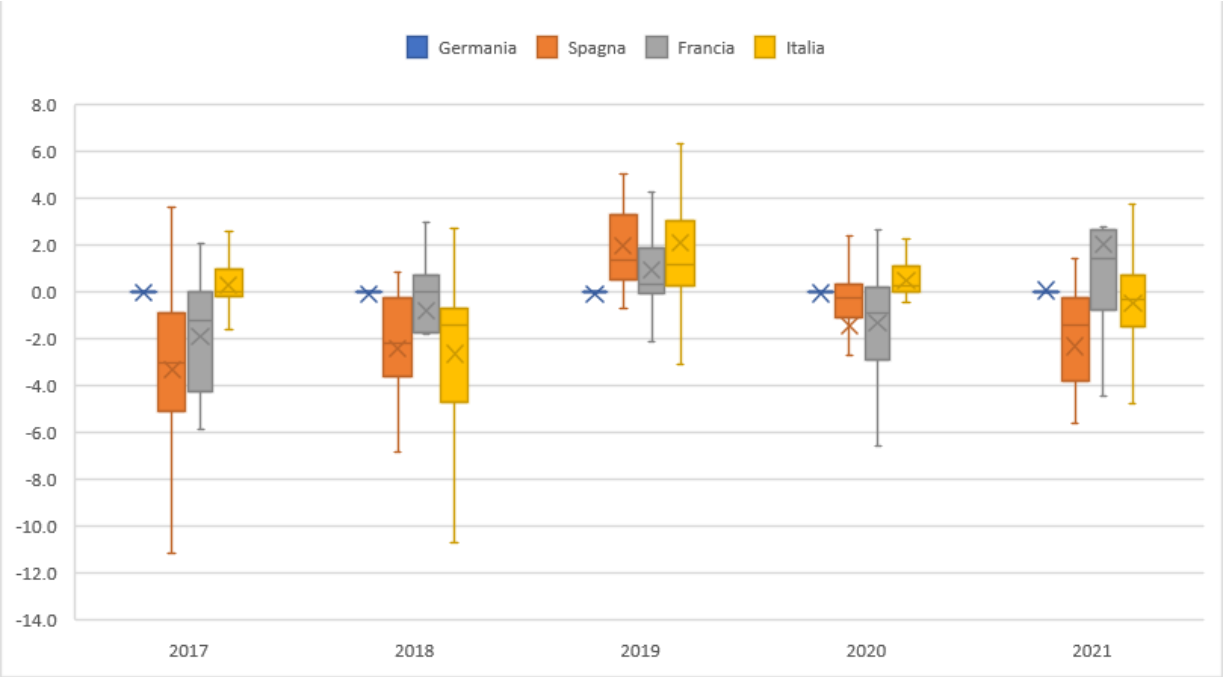
FIG. 28 - Peso del delta OCI sul Risultato Netto per Paesi



Fonte: nostre elaborazioni da BankFocus

[10] L'indicatore utilizzato è dato dalla differenza tra l'ultima riga del prospetto OCI (totale Risultato Netto+Other Comprehensive Income) e il risultato netto di esercizio, rapportata in percentuale al risultato netto di esercizio e al CET 1. Tale valore approssima il contributo economico degli strumenti finanziari valutati al FVTOCI.

FIG. 29 - Peso del delta OCI sul CET 1 per Paesi



Fonte: nostre elaborazioni da BankFocus

L'analisi riferita all'incidenza del delta OCI sul CET1 (FIG. 29) consente di osservare che, pur con differenze negli anni, tali voci di rettifica hanno avuto in media un'incidenza positiva o negativa fino a 3,5 punti percentuali nel periodo considerato (FIG.29).

Effetto sulle rettifiche di valore. Secondo i dati aggregati fino a giugno 2022 e le prime evidenze emerse dalle presentazioni al mercato dei risultati intermedi al 30 settembre, non vi sono segni di deterioramento della qualità del credito delle banche italiane. Tuttavia, ci si può ragionevolmente attendere un possibile peggioramento nei prossimi mesi, soprattutto in caso di recessione. L'inflazione riduce il livello reale del debito ma riduce anche il reddito reale delle famiglie, rendendo più difficile il servizio del debito. L'effetto sulla capacità dei debitori di ripagare il proprio debito dovuto all'aumento dei costi indotto dall'inflazione e dalla crisi energetica è esacerbato dall'aumento dei tassi d'interesse. Ciò ancor più in caso di recessione prolungata. Rispetto a questo scenario, alcuni settori di attività economica risultano particolarmente vulnerabili: le preoccupazioni espresse dai supervisori sono rivolte particolarmente ai settori ad alta intensità energetica, ai mercati immobiliari residenziali e commerciali, ai finanziamenti al consumo e alle operazioni di leveraged finance. Fattori mitiganti sono rappresentati dalla buona situazione di liquidità riportata in aggregato dalle imprese, grazie alle riserve accumulate sui depositi bancari negli anni passati, dal rafforzamento della patrimonializzazione delle imprese avvenuto nell'ultimo decennio, dal sostegno finanziario da parte delle banche, sebbene il tono dell'offerta di credito risulti più prudente a causa dei maggiori rischi percepiti, dal supporto delle politiche pubbliche che però sarà necessariamente più selettivo rispetto agli interventi adottati in risposta alla crisi pandemica. Ciò considerato, è ragionevole attendersi un aumento del tasso di deterioramento del credito nel 2023, la cui

intensità e persistenza dipenderà dalla durata dell'inversione ciclica. Per le banche italiane il fenomeno dovrebbe restare comunque sotto controllo, sia in termini di nuovi flussi di crediti deteriorati, significativamente più contenuti rispetto alle crisi passate, sia di stock la cui gestione sarà facilitata dall'esperienza nel derisking acquisita in questi anni anche tramite il ricorso al mercato dei crediti deteriorati. L'effetto sul conto economico è un ineluttabile aumento delle rettifiche di valore su crediti, già evidente dai risultati intermedi al 30 settembre 2022.

Effetto sui costi operativi. L'inevitabile impatto dell'impennata inflazionistica sulle spese amministrative delle banche potrà essere contrastato da azioni di contenimento, in parte già avviate nell'ambito dei progetti pluriennali di efficientamento e progresso tecnologico. Tuttavia, il contesto inflattivo rende più stretta la strada del contenimento dei costi, alla luce dei necessari investimenti in tecnologia e figure specializzate. Il rientro dell'inflazione nel 2023 dovrebbe consentire alle spese amministrative di tornare in calo negli anni successivi. La ripresa del margine di interesse determinerà un miglioramento dei cost/income.

In conclusione, secondo il consenso prevalente, l'impatto netto di tutti i fattori in gioco è tendenzialmente positivo per la redditività delle banche, nella misura in cui l'aumento del margine di interesse sarà tale da compensare tutti gli effetti di segno opposto e in particolare l'aumento delle rettifiche di valore su crediti.[11]

Tuttavia, mentre questa condizione si è effettivamente verificata nel 2022, con la maggior parte delle banche che nei primi tre trimestri ha registrato profitti superiori alle aspettative del mercato, i rischi dello scenario prospettico sono elevati e al ribasso. In particolare, i rischi per il settore bancario sono aumentati e il contesto è caratterizzato da elevata incertezza. Sebbene i coefficienti patrimoniali e di liquidità delle banche italiane e di quelle dell'area dell'euro confermino che il settore è nel complesso resiliente, è aumentata la pressione dei supervisori affinché le banche adottino comportamenti prudenti. In questo senso, in più occasioni il Presidente del Supervisory Board della BCE Andrea Enria ha espresso perplessità sull'aspettativa delle banche e degli analisti di mercato che l'effetto positivo dei tassi sul margine di interesse continui anche nel 2023. Pur riconoscendo che il rialzo dei tassi di interesse rappresenta "di gran lunga l'implicazione più importante per le banche dell'attuale contesto inflazionistico" (Enria 2022c), Enria nota una preoccupante dissonanza tra le aspettative positive e la combinazione unica di rischi del contesto attuale, che vede prospettive di crescita peggiorate, proiezioni di inflazione e dei tassi riviste al rialzo, maggiori rischi di credito e uno spazio ridotto per le misure di sostegno monetario e fiscale. In questo contesto, sempre secondo la lettura del supervisore, le banche potrebbero subire pressioni su diversi fronti. In primo luogo, per l'impatto combinato sulla qualità degli attivi del rallentamento economico, dell'inflazione elevata e dell'aumento dei tassi di interesse, in secondo luogo per i rischi di controparte legati alle attività di clearing con controparti centrali, per i rischi di liquidità e di controparte su fondi pensione, gestori patrimoniali, società di private equity e altre istituzioni finanziarie non bancarie, per l'aumento del costo del funding in particolare per le banche che sono eccessivamente esposte al

[11] Una posizione in tal senso è stata espressa di recente anche dal Governatore Visco: "Nel medio periodo l'ammontare delle rettifiche aggiuntive corrispondenti all'aumento dei crediti deteriorati dovrebbe essere più che compensato dall'effetto positivo del rialzo dei tassi sul margine di interesse" (Visco, 2022).

finanziamento tramite TLTRO e agli investimenti in titoli del debito pubblico a lunga scadenza.
A ciò si aggiungono le preoccupazioni per i rischi sulla stabilità finanziaria espressi da più parti. In particolare, si ricorda l'avvertimento senza precedenti emesso dall'European Systemic Risk Board (ESRB) il 22 settembre 2022, che ha evidenziato vulnerabilità in aumento su molti fronti. L'ESRB ha identificato tre rischi severi per la stabilità finanziaria dell'UE: il deterioramento del quadro macroeconomico combinato a una restrizione delle condizioni finanziarie; una brusca caduta dei prezzi delle attività finanziarie; l'effetto del peggioramento delle prospettive macroeconomiche sulla qualità degli attivi e sulle prospettive di redditività degli istituti di credito.

4. **Le opzioni strategiche per il recupero della redditività**.

Ancorché non sia per nulla agevole stimare l'effetto complessivo del nuovo contesto di tassi, inflazione e andamenti macroeconomici sulla performance delle banche pare abbastanza chiaro che l'aumento dei tassi che sta spingendo i risultati positivi delle banche nel 2022 e che probabilmente proseguirà nel 2023 non può considerarsi sufficiente a riportare tutte le banche europee a una redditività soddisfacente e in linea con la capacità di creare valore, anche nel confronto con le banche americane.
Soprattutto in un contesto di alta inflazione che potrebbe accompagnarsi a una recessione, il beneficio sul margine di interesse netto sarà contenuto, secondo alcune analisi, e soprattutto controbilanciato da un aumento delle rettifiche su crediti e dei costi operativi e dagli impatti negativi dei tassi più alti e aumento dello spread sui risultati del portafoglio titoli.
Il tradizionale beneficio che il mismatch attivo-passivo genera dal punto di vista delle durate si realizza con diversa velocità di adeguamento rispetto al rialzo dei tassi guida dei tassi sui depositi rispetto ai tassi sui prestiti. Questa diversa velocità è anche influenzata dalla concorrenza nei mercati della raccolta e degli impieghi, che negli anni si ritiene sia aumentata. Si può trattare dunque di un beneficio contenuto e temporaneo, più o meno ampio a seconda dei modelli di business e della dimensione delle banche.
L'ottimismo dei banchieri si contrappone ai toni preoccupati delle autorità di vigilanza, che continuano a indicare come necessaria una riflessione sui business model come chiave per recuperare la capacità di creare valore. Recentemente questa contrapposizione ha conosciuto un inasprimento, se si considera l'iniziativa della Federazione Bancaria Europea di contestare le ingerenze della vigilanza nelle scelte di modello di business delle banche. Questo argomento peraltro non è nuovo ed era stato evidenziato nel 2019 da Farina et. al nel rapporto di commento al documento finale della Thematic Review on Profitability and Business Model, che sottolineavano come il condizionamento delle banche vigilate quanto alla scelta del business model non fosse tra gli obiettivi della vigilanza prudenziale[12].
Invero, accanto ai fattori di policy e normativi, il contesto operativo delle banche è caratterizzato dalla compresenza di fattori strutturali di epocale rilevanza, che stanno inducendo radicali cambiamenti nella domanda da parte della clientela, nei processi operativi e decisionali delle

[12] T. Farina, J.P.Kranen, L. Pellizzon, M.W.Ahrenburg (2019), *What are the main factors for the subdued profitability of significant banks in the Banking Union, and is the ECB's supervisory response conclusive and exhaustive? : a critical assessment of the 2018 SSM report on bank profitability and business models*, Indepht Analysis Requested by the ECON Committee, European Parliament, Directorate-General for Internal Policies of the Union

banche (con opportunità di efficientamento dei processi), nell'offerta di servizi finanziari anche con l'entrata nel settore di nuovi competitor. Siamo in presenza di un processo virtuoso di interazione tra offerta e domanda che si autoalimenta, complice anche la crisi pandemica che ha portato a un'accelerazione della dematerializzazione e digitalizzazione dei servizi e la più recente crisi energetica, che sta anch'essa contribuendo ad accelerare la transizione di imprese e famiglie. Le profonde trasformazioni della digitalizzazione e in senso ESG, partendo dal versante tecnologico sono in grado di permeare trasversalmente funzioni di governance e scelte di business, con impatti di lungo termine sulla redditività.

Al fine di verificare gli elementi distintivi delle banche maggiormente performanti sotto il profilo della redditività abbiamo indagato, con riferimento a Francia, Germania, Italia e Spagna, le caratteristiche delle banche che si collocano nel primo quartile per ROE al 2021. Come evidenziato nella TAB. 1 in questo insieme rientra il 72% delle banche Significant, il 69% delle banche Diversificate, più dell'80% delle banche italiane e spagnole.

Questa vista offre una conferma del livello di frammentazione dei sistemi bancari europei, almeno con riferimento ai principali paesi, e del legame inverso tra ROE e dimensione, approssimata sia dalla classificazione BCE sia dal modello di business. A questo proposito le banche che hanno fatto una scelta di modello diversificato, ancor più che specializzato sono riuscite a conseguire livelli di ROE più elevato nel campione. Si può dunque presumere che le banche che hanno adottato tale modello saranno più facilmente in grado di fronteggiare l'evoluzione macroeconomica e di mercato che si prospetta nei prossimi anni.

TAB. 1 - Banche nel primo quartile per ROE e altre: classificazioni per tipologie

	Classificazione SSM (%)		Business model (%)			Paese (%)			
	SI	LSI	Diversificate	Retail	Specializzate	Francia	Germania	Italia	Spagna
Banche nel 1° quartile per ROE	72	17	69.2	15.7	32.8	64.7	7.7	82.4	85.7
Altre banche	28	83	30.8	84.3	67.2	35.3	92.3	17.6	14.3
Totale	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Fonte: nostre elaborazioni da BankFocus

Le prime evidenze sulle transizioni da un modello all'altro verificatesi per le banche del primo quartile nel periodo 2017-2021 evidenziano che in 9 dei 12 casi di transizione le banche interessate appartengono al gruppo delle retail, che sono confluite in 5 casi nel modello diversificato e in 4 nel modello specializzato. Si tratta di un numero tutto sommato contenuto (12 su 82), ancorché superiore a quello che ha interessato la parte residuale delle banche esaminate (20 su 245). Ciò porta a osservare che la modificazione del business model richiede, in particolare se sviluppata per linee interne, tempi piuttosto lunghi e appare più efficacemente realizzabile attraverso operazioni di natura straordinaria.

L'analisi di alcuni profili che caratterizzano le banche rientranti nel primo quartile per ROE consente di proporre alcune riflessioni sulle possibili scelte operative e strategiche che presentano un impatto potenzialmente positivo in termini di crescita, o almeno mantenimento, del livello di redditività in circostanze avverse (TAB. 2). Un primo gruppo di indicatori, riferito al profilo di redditività ed efficienza evidenzia che le banche del primo quartile hanno una redditività media significativamente superiore a quella delle banche collocate negli altri quartili. L'indicatore di

redditività in proporzione all'attivo ponderato per l'insieme dei rischi (Utile in rapporto ai Risk Weighted Assets) denota la capacità di gestire con maggiore efficienza l'insieme dei rischi.

Abbiamo poi voluto calcolare un indice di digitalizzazione, che – tenuto conto della difficoltà di individuare precise grandezze contabili ed extracontabili pubblicamente disponibili - approssima il livello di digitalizzazione utilizzando alcuni indicatori di produttività della rete e del personale, oltre che di trasformazione della rete distributiva e dunque incorpora un elemento di maggiore efficienza che la digitalizzazione può consentire[13]. Anche su questo fronte le banche che fanno parte del primo quartile si distinguono rispetto alle altre, suggerendo che adeguate strategie di digitalizzazione possono contribuire positivamente al conseguimento di maggiori livelli di redditività.

Le banche appartenenti al primo quartile presentano anche indicatori di qualità del credito migliori, a comprovare un approccio strategico più efficace con riferimento al peso dei crediti di qualità inferiore e al NPL Ratio. Ancorchè appaia piuttosto generalizzato il trend di riduzione del NPL ratio nel periodo 2017-2021, le banche del primo quartile hanno fatto registrare in media una maggiore intensità della riduzione. Infine, le banche del primo quartile detengono un livello di capitale di qualità più elevata superiore a quello delle altre banche.

TAB. 2 - Banche nel primo quartile per ROE e altre: indicatori per profili di analisi

	Redditività ed efficienza				Digitalizzazione	Qualità del credito			Capitalizzazione	Profilo ESG (*)				
	ROE (%)	RoRWA (%)	Cost/income ratio (%)	Costo per dipendente	Indicatore digitalizzazione	Stage 2 e 3 (%)	NPL ratio (%)	Delta NPL ratio (2017-2021)	Cet 1 ratio (%)	ESG score	E score	S score	G score	Management score
Banche nel 1° quartile per ROE	9.79	2.26	66.00	87.17	1.55	10.68	3.71	-5.01	16.98	74.75	75.83	77.06	70.83	73.09
Altre banche	1.34	0.71	78.98	68.31	1.01	12.72	3.37	-4.61	15.92	62.21	55.24	60.59	67.23	67.42

Fonte: nostre elaborazioni da BankFocus e Refinitiv Eikon

(*) Data la limitatezza delle osservazioni per il gruppo "altre banche" si è scelto di considerare per questo gruppo i valori medi riferiti all'intero insieme di banche con ROE inferiore alla soglia del primo quartile, quindi anche quelle diverse da francesi, tedesche, italiane e spagnole.

Vale infine la pena osservare il profilo ESG, attraverso il rating complessivo ESG e i rating attribuiti ai singoli profili. Anche in questo caso si evidenzia una differenza significativa rispetto alle altre del campione. Ancorchè il processo di trasformazione nella direzione della sostenibilità sia nel suo insieme ancora in corso per la generalità delle banche, questo risultato può essere interpretato come segnale di una migliore capacità strategica e di lettura del contesto nella sua evoluzione. In particolare, l'ultimo indicatore, che attribuisce, nell'ambito del profilo della Governance, uno scoring alla qualità del management rivela che le banche con migliori performance sono gestite da un management di migliore qualità.

Le capacità manageriali, la visione strategica, la flessibilità organizzativa costituiscono gli elementi che possono meglio aiutare le banche ad accrescere la propria redditività in un contesto che è di ritorno alla normalità, per un verso, ma di grande incertezza, per un altro.

[13] Per maggiori dettagli si veda la nota metodologica

APPENDICE - NOTA METODOLOGICA

Il campione utilizzato per l'analisi è costituito dai gruppi bancari con sede nell'Unione Europea e nel Regno Unito (EU-28) attivi tra il 2017 e il 2021. I dati utilizzati si riferiscono ai bilanci annuali pubblicati sul database Orbis BankFocus. Il campione finale è stato selezionato applicando i seguenti criteri:

- **Criterio dimensionale**: banche con totale attivo superiore ai 2 miliardi di euro;
- **Livello di consolidamento**: bilanci consolidati
- **Disponibilità del dato**: banche con una disponibilità di dati per almeno 3 anni consecutivi nel periodo 2017-2021
- **Specializzazione**: per escludere dal campione le società finanziarie non bancarie, sono stati selezionati esclusivamente i gruppi bancari supervisionati nell'ambito del SSM (*Cfr. ECB, "List of supervised entities")* o, per i paesi non aderenti al SSM, i gruppi bancari supervisionati dalle rispettive banche centrali.

Come si può osservare nella TAB. 3, l'applicazione dei criteri ha permesso di individuare complessivamente 549 gruppi bancari, rappresentativi di oltre il 90% del settore bancario europeo in termini di totale attivo. Il campione è composto da 116 gruppi bancari significativi (SI)[14] e da 433 Less Significant Institutions (LSI). Sono incluse nell'analisi anche banche non quotate (circa l'81% del campione). In termini di composizione per paese, i paesi numericamente più rappresentati sono Germania (45,17%), Regno Unito (8.2%) e Italia (6.19%). In termini di totale attivo, il campione è composto per circa il 24% da banche francesi, il 15% da banche tedesche e il 14% da banche con sede nel Regno Unito.

Identificazione dei Business model

Per l'identificazione dei business model caratteristici delle banche europee è stato utilizzato il metodo della cluster analysis. In particolare, come già frequentemente presente in letteratura (es. Ayadi et al., 2014; D'apice et al., 2019; Ayadi et al., 2021), è stata utilizzata la metodologia di Ward (1963), che consente di identificare gruppi omogenei sulla base di un set di variabili predefinite. Più in dettaglio, tale metodologia opera in modo gerarchico: partendo dal maggior numero possibile di cluster (ossia il caso in cui ogni osservazione in termini di banca/anno ricade in un cluster separato), essa riduce progressivamente il numero dei gruppi fondendo di volta in volta gli *n* cluster meno distanti tra di loro, in modo da minimizzare la devianza totale dal centroide[15] del nuovo gruppo.

[14] Al fine di individuare le banche significant, per le istituzioni sottoposte a Vigilanza SSM si è fatto riferimento all'elenco delle supervised entities BCE all'1 novembre 2021 (Cfr. ECB (2021), "*List of supervised entities",* aggiornata all'1 novembre 2021). Per le banche non rientranti nel perimetro SSM, per definirne la significatività è stato applicato il solo requisito dimensionale così come definito dalla BCE (totale attivo superiore a 30 miliardi di euro).

[15] Il centroide rappresenta il punto medio del cluster, identificato come il vettore dei valori medi delle variabili considerate nell'analisi.

TAB. 3 - Il campione

Paese	Numero	Composizione % numero	Composizione % per totale attivo 2021	Numero SI	Numero LSI	Numero Quotate	Numero non quotate
Austria	28	5.1	2.6	6	22	7	21
Belgio	10	1.8	2.1	5	5	1	9
Bulgaria	3	0.6	0.1	1	2	2	1
Cipro	2	0.4	0.1	1	1	1	1
Croazia	1	0.2	0.1	0	1	1	0
Danimarca	14	2.6	2.2	2	12	8	6
Estonia	4	0.7	0.1	2	2	1	3
Finlandia	7	1.3	1.8	1	6	4	3
Francia	17	3.1	24.3	8	9	4	13
Germania	248	45.2	15.6	14	234	6	242
Grecia	4	0.7	0.7	3	1	4	0
Irlanda	4	0.7	0.2	2	2	2	2
Italia	34	6.2	9.4	12	22	15	19
Lettonia	2	0.4	0.1	2	0	0	2
Lituania	2	0.4	0.1	2	0	1	1
Lussemburgo	13	2.4	0.5	3	10	0	13
Malta	2	0.4	0.1	2	0	1	1
Olanda	16	2.9	7.0	5	11	3	13
Polonia	11	2.0	1.0	4	7	8	3
Portogallo	5	0.9	0.7	2	3	1	4
Regno Unito	45	8.2	14.7	16	29	15	30
Rep. Ceca	11	2.0	0.8	3	8	2	9
Romania	7	1.3	0.3	0	7	2	5
Slovenia	2	0.4	0.1	1	1	1	1
Slovacchia	5	0.9	0.2	3	2	1	4
Spagna	28	5.1	11.5	10	18	6	22
Svezia	15	2.7	3.6	5	10	5	10
Totale	**549**	**100.0**	**100.0**	**116**	**433**	**104**	**445**

Fonte: nostre elaborazioni da BankFocus

In linea con i precedenti contributi empirici, per l'individuazione dei business model è stato selezionato un insieme di variabili di stato patrimoniale, in quanto tradizionalmente in grado di riflettere al meglio le scelte strategiche delle banche in un'ottica di medio-lungo termine. In dettaglio, sono stati impiegati i seguenti indicatori: i prestiti alla clientela, l'ammontare dei titoli al fair value, il valore dei depositi da clientela e la quota di titoli emessi, un indicatore di esposizione netta al mercato interbancario, calcolato come differenza tra prestiti verso banche e raccolta da altre banche[16], e un indicatore di esposizione complessiva agli strumenti derivati. Tutte le variabili di stato patrimoniale sono state utilizzate nella cluster analysis in forma percentuale come rapporto sul totale dell'attivo.

Alle voci di stato patrimoniale è stato aggiunto anche un indicatore di conto economico, calcolato come rapporto tra margine netto da commissioni e margine di intermediazione. Infatti, nonostante la diffusa opinione che le variabili di conto economico rappresentino una fotografia delle scelte strategiche apprezzabili dalla strutturazione dello Stato patrimoniale, l'utilizzo di tale variabile permette a nostro parere di apprezzare l'attività di prestazione di servizi svolta dalla banca, che si contraddistingue per non avere una diretta contropartita in stato patrimoniale.

Per osservare con maggior precisione le migrazioni tra business model si è deciso di utilizzare tutte le osservazioni in un'unica procedura di cluster analysis. Se da un lato questa scelta implica che i valori medi delle caratteristiche dei cluster rimangano costanti nell'intero periodo considerato, dall'altro lato essa permette di utilizzare l'intera base dati per ottenere un'analisi statisticamente più robusta. Va infine precisato che per limitare l'influenza delle conseguenze della crisi pandemica sulla definizione dei cluster, le osservazioni del 2020 sono state escluse dall'analisi.

Va infine sottolineato come l'identificazione e la successiva denominazione dei cluster non è univoca in letteratura così come non lo è la numerosità dei business model individuati. Tale elemento è infatti influenzato dalla dimensione e composizione del campione, dall'arco temporale e dal set delle variabili prese a riferimento.

Risultati cluster analysis

Per l'individuazione del numero appropriato di cluster, è stata utilizzata la cd. "stopping rule" determinata dall'indicatore di Duda/Hart (Duda e Hart, 1973; Duda et al., 2001)[17]. Come si può notare dalla TAB. 4, il numero ottimale di cluster identificato dall'indicatore di Duda/Hart è di tre.

TAB. 4 - valori dell'indicatore Duda/Hart

Numero di cluster	Duda/Hart index	
	Je(2)/Je(1)	Pseudo T-squared
1	0.8033	517.65
2	0.7623	526.42
3	0.8294	87.19
4	0.7229	184.71
5	0.7026	120.23
6	0.8186	231.69
7	0.7216	97.61

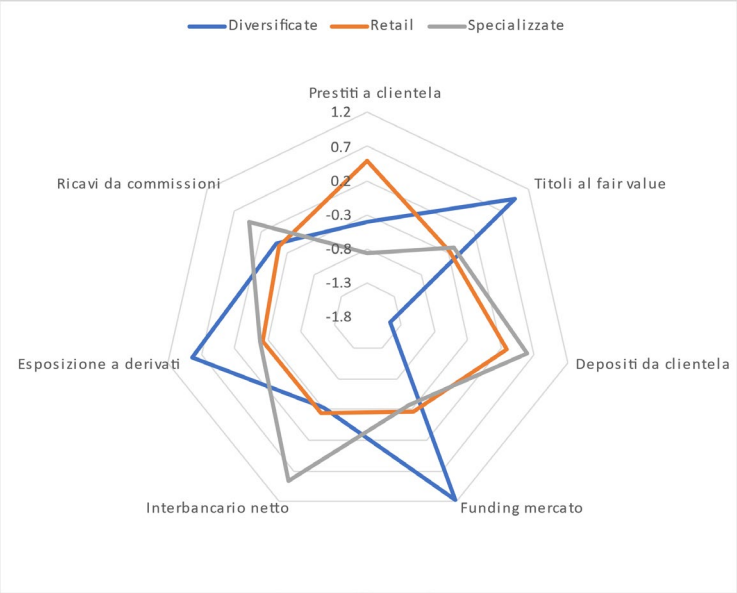
[16] BankFocus non fornisce un dettaglio della tipologia di controparte nelle operazioni interbancarie. Per questo motivo, tale indicatore include indistintamente tutte le esposizioni verso le banche centrali e verso altre banche. Tuttavia, alla luce dell'andamento del mercato interbancario degli ultimi anni, a nostro parere l'indicatore rappresenta una buona proxy dell'esposizione verso la BCE.

[17] L'indicatore di Duda/Hart prevede che il numero ottimale di cluster sia quello in corrispondenza del quale (i) il rapporto tra la somma degli scarti al quadrato all'interno del cluster quando i dati sono ripartiti in due cluster (Je2) rispetto a quando il cluster è considerato congiuntamente (Je1) è massimizzata e (ii) il valore della Pseudo T-squared è minimizzato.

Date le caratteristiche dei cluster riportati nella FIG. 30, sono stati individuati i seguenti business model:

1) **Banche diversificate**: banche che si caratterizzano per una maggiore dimensione in termini di totale attivo. Tali banche evidenziano inoltre uno stato patrimoniale più eterogeneo e diversificato rispetto alle banche più tradizionali sia dal lato dell'attivo che dal lato del passivo. Dal lato dell'attivo esse si distinguono infatti per una minore incidenza di prestiti alla clientela e per una maggiore attività di investimento in strumenti finanziari. Da lato del passivo, si evidenzia un maggior ricorso alla raccolta tramite l'emissione di titoli.
2) **Banche retail**: banche tradizionali in media di piccole dimensioni, caratterizzate da una netta prevalenza dell'attività tradizionale di concessione di prestiti a famiglie e imprese e da una raccolta prevalentemente retail presso la clientela.
3) **Banche specializzate**: Si caratterizza per essere il cluster più eterogeneo, nel quale sono comprese le banche più specializzate o comunque contraddistinte da tipologie di specializzazione variegate. Se dal lato del passivo si osserva una elevata quota di raccolta al dettaglio, dal lato dell'attivo si evidenzia una ridotta percentuale di prestiti a clientela e un maggior coinvolgimento nella prestazione di servizi (come evidenziato dalla variabile "Ricavi da commissioni"). All'interno del gruppo si identificano, ad esempio, banche focalizzate sull'attività di custodia e di investimento (es. Bank of New York Mellon, Pictet & CIE SA, State Street Europe Holding Germany) e banche native digitali (es. Airbank AS, Monzo Bank Limited, Nordnet AB).

FIG. 30 - Definizione e caratteristiche dei business model



Fonte: nostre rielaborazioni da BankFocus

Nota: la figura mostra le caratteristiche principali dei business model identificati rispetto alle variabili considerati nell'analisi. Per facilitare la comprensione della figura, tutte le variabili sono state normalizzate.

In termini di composizione, la TAB. 5 mostra come il gruppo delle banche retail sia il cluster numericamente più corposo in tutto l'arco temporale considerato (dal 55.7 al 57.76%). Tuttavia, data una dimensione media delle banche retail molto inferiore rispetto al gruppo delle banche diversificate (circa 30 miliardi di euro rispetto ai 199 miliardi di euro delle banche diversificate nel 2021), il cluster più pesante in termini di totale attivo è quello delle banche diversificate.

TAB. 5 - Composizione dei cluster

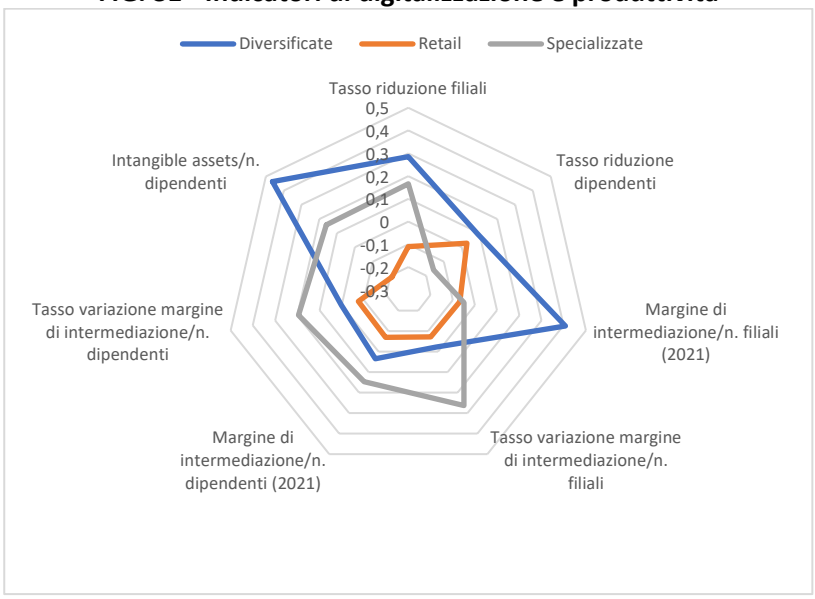
	Composizione per numero (%)				Composizione per totale attivo (%)				Dimensione media (per totale attivo, milioni di euro)			
Business model	2017	2018	2019	2021	2017	2018	2019	2021	2017	2018	2019	2021
Diversificate	19.65	20.72	19.81	20.37	72.28	69.57	68.13	65.81	195,776.45	173,548.12	183,118.14	199,000.41
Retail	57.23	55.70	57.76	57.38	22.21	25.42	26.63	28.66	20,663.31	23,594.26	24,556.25	30,773.42
Specializzate	23.12	23.57	22.43	22.24	5.50	5.01	5.24	5.52	12,662.54	10,982.99	12,434.25	15,292.75

Fonte: nostre elaborazioni da BankFocus

Costruzione dell'indicatore di digitalizzazione

Per analizzare il livello di digitalizzazione delle banche del campione, è stato costruito un indicatore composito in grado di valutare il livello di efficientamento raggiunto da tali banche. In particolare, sono stati presi in considerazione gli elementi riportati nella figura sottostante (FIG. 31).

FIG. 31 - Indicatori di digitalizzazione e produttività



Fonte: nostre rielaborazioni da BankFocus

Nota: per facilitare la comprensione della figura tutte le variabili sono state standardizzate

Riferimenti bibliografici

Arnaudo D., Del Prete S., Demma C., Manile M., Orame A., Pagnini M., Rossi C., Rossi P., Soggia G. (2022). The digital transformation in the italian banking sector. Banca d'Italia, QEF, n. 682.

Ayadi, R., & De Groen, W. (2014). Banking business models monitor 2014: Europe.

Ayadi, R., Bongini, P., Casu, B., & Cucinelli, D. (2021). Bank business model migrations in Europe: Determinants and effects. British Journal of Management, 32(4), 1007-1026.

D'apice, Masala, Oliviero, Puopolo (2019). Modelli di business in Europa: definizione, caratteristiche ed evoluzione. Bancaria, 75(19), 54-61.

De Guindos L. (2019a). Le banche dell'area dell'euro: la sfida della redditività, Roma 25 giugno 2019.

De Guindos L. (2019b). Measures to support monetary policy transmission through banks, Francoforte 24 settembre 2019.

Deloitte (2021). Digital Banking Maturity 2020.

Deutsche Bank Research (2022). European bank performance in inflation times. Luglio 2022.

Di Battista, M.L., Nieri L., Rossolini, M. (2019). Profili di rischio e redditività delle banche europee alla prova del mercato. Osservatorio Monetario, 1, 21-34.

Duda, R. O., Hart, P. E., Stork, D. G (1973). Pattern classification and scene analysis (Vol. 3, pp. 731-739). New York: Wiley.

Duda, R. O., Hart, P. E., Stork, D. G (2001). Pattern Classification. 2nd ed. New York: Wiley

Enria A (2019), Trascrizione dell'audizione pubblica presso la Commissione per i problemi economici e monetari della Commissione europea, Bruxelles, 4 settembre.

Enria A. (2021), The many roads to return on equity and the profitability challenge facing euro area banks, Frankfurt am Main, 22 September.

Enria A. (2022a), Better safe than sorry: banking supervision in the wake of exogenous shocks, Vienna 4 October.

Enria A. (2022b), Written overview ahead of the exchange of views of the Chair of the Supervisory Board of the ECB with the Eurogroup on 7 November 2022.

Enria A. (2022c), Monitoring and managing interest rate risk along the normalisation path, Frankfurt am Main, 8 November.

ESRB (2022), Warning of the European Systemic Risk Board of 22 September 2022 on vulnerabilities in the Union financial system.

Farina, T., Kranen, J.P., Pellizzon, L., Ahrenburg, M.W. (2019), What are the main factors for the subdued profitability of significant banks in the Banking Union, and is the ECB's supervisory response conclusive and exhaustive? : a critical assessment of the 2018 SSM report on bank profitability and business models.

Institut Montaigne (2021). Reinventing the European Banking Sector. Novembre 2021.

Kriebel, J., Debener, J. (2020). Measuring the effect of digitalisation efforts on bank performance. Working paper.

Moody's (2022). Banks are unlikely to reap large benefits from high inflation and rising interest rates. Settembre 2022.

Pincetti, M., Trapassi, G., Fontanini, G., Falcone, G. (2021). Come il digitale premia la performance delle banche: i campioni digitali in Italia e in una prospettiva globale. Bancaria, 9, 81-88.

Prometeia, (2022), Analisi dei bilanci bancari, Banche italiane significative, Aprile.

Visco, I. (2022). Intervento all'Assemblea degli Associati ABI, 8 luglio.

5. RISCHIO DI MERCATO E RISCHIO DI CREDITO PER LE BANCHE ITALIANE

Mario Anolli♦

"It ain't what you don't know that gets you into trouble. It's what you know for sure that just ain't so" – Mark Twain

- *Sotto il profilo del rischio di mercato e del rischio di credito, gli elementi che si ritiene dovranno costituire i maggiori punti di attenzione per le banche sono costituiti dagli effetti, significativi per ampiezza e direzione, dell'evoluzione di alcune variabili ambientali critiche per l'attività bancaria: tassi di interesse, tasso di inflazione, attività economica. Tali fattori impatteranno sia sul rischio di mercato sia sul rischio di credito e saranno inoltre associati con importanti discontinuità normative.*
- *Per quello che riguarda il rischio di mercato, l'aumento dei tassi di interesse avrà impatto positivo (e progressivo) sul margine di interesse e negativo (e immediato, via effetto sul valore corrente del portafoglio titoli) sul valore economico del capitale. Una stima svolta sui rapporti di Terzo Pilastro a fine 2021 evidenzia un maggior contributo dell'effetto positivo rispetto all'effetto negativo, ma ovviamente le conclusioni andranno aggiornate sui dati di fine 2022.*
- *Per quello che riguarda il rischio di credito, un'analisi su alcuni indicatori di bilancio 2018-2021 di un ampio campione di imprese, oltre a confermare il non grave peggioramento (da ricondurre prevalentemente agli importanti e diffusi interventi sostegno governativo) nel periodo post Covid, mostra una situazione di partenza, nell'affrontare la già citata situazione ambientale 2022, non sfavorevole in termini di diffusione del numero di imprese con indicatori di tensione o critici. Nella stessa direzione di assenza di soverchie preoccupazioni sul futuro si muove il tono delle earnings conference calls tenute dal management delle banche italiane quotate. Anche in questo caso, si tratterà di verificare ulteriormente i risultati quando i dati sulla (radicalmente cambiata) situazione corrente saranno incorporati pienamente nell'informativa societaria.*

1. Introduzione

L'aumento dei tassi di interesse e di inflazione nel mondo post Covid interviene dopo un'era prolungata di bassi tassi di interesse (e investitori alla caccia di rendimenti accettabili) che hanno incoraggiato le imprese ad incrementare il loro indebitamento. La nuova situazione dei tassi di interesse potrà costituire un importante fattore di tensione per le imprese (rischio di credito). Per le banche l'aumento dei tassi avrà impatto sia sul valore dei titoli detenuti sia sul margine di interesse; allo stesso tempo, si potranno verificare significative tensioni per la qualità del portafoglio crediti nell'ambito del quale le imprese altamente indebitate e quelle con una redditività insufficiente potranno trovarsi in difficoltà, in un mondo di tassi di interesse e di prezzi degli input crescenti, a far fronte al servizio del debito. Ci potranno essere differenze settoriali tra le imprese in grado di trasferire gli aumenti di costi verso i consumatori: quelle che operano in ambienti altamente competitivi, o che operano in un regime di prezzi autorizzati o in settori caratterizzati da scarsa domanda possono avere maggior difficoltà

♦Università Cattolica del Sacro Cuore

a passare gli aumenti di costi alla clientela. Dei due shock (aumento del costo dell'indebitamento e aumento di costi di produzione), probabilmente il più pericoloso è quello costituito dall'inflazione, nella misura in cui le aziende siano protette almeno parzialmente dall'aumento dei tassi di interesse in quanto abbiano una porzione di debito a tasso fisso e a scadenza protratta o abbiano effettuato politiche di copertura dal rischio di tasso per i prestiti a tasso variabile.

2. Rischio di mercato

In tema di rischio di mercato due sono i fattori principali che, congiuntamente, stanno assumendo progressiva rilevanza per le banche: l'aumento dei tassi di interesse e l'entrata in vigore delle *guidelines* in tema di "Interest Rate Risk for the Banking Book" (in breve, IRRBB) e di "Credit Spread Risk arising from non-trading Book" (in breve CSRBB)[1]. Questo contributo non è sede per la disamina dei provvedimenti, come al solito piuttosto articolati e complessi; se ne fornisce solo una breve sintesi nel Box 1.

Box 1 - Sintesi delle recenti disposizioni in materia di rischio di mercato sul banking book.

Il rischio di tasso di interesse, oltre a essere oggetto di specifici provvedimenti in ambito primo Pilastro (P1) è oggetto di riesame da parte dell'autorità di vigilanza nel corso del processo di revisione prudenziale di secondo Pilastro (P2) SREP (Supervisory Review and Evaluation Process). Per quanto riguarda i più importanti rischi di mercato affrontati dalle banche, le autorità di vigilanza effettuano riesame e valutazione dell'esposizione degli enti creditizi al rischio di tasso di interesse derivante da attività diverse dalla negoziazione, ovvero quelle del c.d *banking book* (*interest rate risk in the banking book* - IRRBB). Con riferimento a tale verifica, le autorità effettuano un test prudenziale di outlier (*supervisory outlier test* - SOT) che ha l'obiettivo di identificare le banche che, in uno scenario di shock, siano esposte a una diminuzione del valore economico del capitale proprio (*economic value of equity* - EVE) per una misura superiore al 15% del loro capitale di classe 1 (SOT on EVE) o che vedano il loro margine di interesse (*net interest income* - NII) "in forte riduzione" (SOT on NII). In caso di violazione di uno qualsiasi di tali limiti, le autorità competenti, a meno che non ritengano che, nonostante la violazione, la gestione dell'IRRBB dell'ente sia adeguata e che non vi sia eccessiva esposizione all'IRRBB, possono imporre sull'ente creditizio requisiti aggiuntivi in materia di fondi propri, disporre la limitazione delle attività con rischi eccessivi, richiedere interventi sui modelli e loro parametri.

Il regolatore, in appositi standard tecnici, specifica, per il SOT EVE: gli scenari di stress (sei) a seguito dei quali l'impatto sul capitale economico sarà valutato; il trattamento dei fondi propri nel calcolo del capitale economico; l'inclusione di criteri di sensibilità delle categorie assets e liabilities sensitive (in bilancio e fuori bilancio); l'impatto dei profili di ammortamento e di scadenza delle posizioni, della generazione di nuovo volume d'affari nel calcolo del valore economico del capitale. Per il SOT NII I sono specificati due scenari di stress sui tassi di interesse; criteri di inclusione e composizione di assets and sensitive liabilities in bilancio e fuori bilancio nel calcolo del margine di interesse; l'utilizzo di modelli di bilancio statici o dinamici nonché il trattamento delle conseguenze di scadenza delle posizioni/acquisizioni di nuovi volumi nel calcolo del margine di interesse ; il periodo futuro di misurazione del margine di interesse; la definizione del concetto di "ampia riduzione".

Gli scenari di shock sono basati su un approccio di simulazione storica a sua volta basato su una serie storica lunga 15 anni.

[1] Oggetto dei provvedimenti EBA/CP/2021/37 GL, EBA/CP/2021/36 RTS-SOT, EBA/CP/2021/38 RTS-SA

Inoltre, le banche devono affrontare il grande impatto che deriverà dalla Fundamental Review of the Trading Book (FRTB), oggetto di attività di revisione da parte delle autorità di vigilanza. La FRTB rappresenta una revisione radicale del modo in cui le banche calcolano i requisiti patrimoniali a fronte del rischio di mercato del *trading book* e ha impatto di ampia portata anche sui modelli di business delle banche. La revisione del trattamento prudenziale del trading book è iniziata, quanto meno culturalmente, a seguito della crisi finanziaria del 2007-2008, durante la quale sono emersi comportamenti di arbitraggio normativo da parte delle istituzioni finanziarie, tesi a minimizzare il costo della regolamentazione individuando i trattamenti più favorevoli (spesso con spostamenti tra *trading* e *banking book*) delle attività finanziarie detenute.

Inoltre, la parametrizzazione degli input necessari per l'approccio VaR si è dimostrata inadatta in condizioni di stress del mercato (*tail risk*); lo stressed VaR, introdotto immediatamente dopo la crisi finanziaria, è stato presto ritenuto un approccio non sufficiente, come pure sono rimaste le preoccupazioni circa il difetto dei modelli tipici per la considerazione, nel rischio di mercato, dei profili di liquidità delle posizioni del portafoglio di negoziazione e dei rischi di illiquidità del mercato. Infine, si è riscontrata mancanza di trasparenza e comparabilità tra i modelli interni e gli approcci standardizzati, in particolare sotto il profilo degli effetti di hedging e diversificazione, nonché il trattamento più favorevole del rischio di credito nel portafoglio di negoziazione (che aveva indotto molte banche a perseguire iniziative di securitization di crediti presenti nel portafoglio bancario).

Per rispondere a tale situazione, il Comitato di Basilea (BCBS) pubblicava un rapporto di consultazione nel 2012, ulteriori consultazioni nel 2013 e 2014 e un iniziale set di standard nel 2016, seguito poi dal set definitivo nel 2019, con entrata in vigore completa da inizio 2023 (posticipato di un anno rispetto all'originaria data del 2022 a seguito della crisi pandemica) e completo passaggio da gennaio 2025 (Box 2).

Box 2- La FRTB – Fundamental review of the Trading Book

Il nuovo assetto della FRTB prevede, in sintesi:

a) un confine normativo netto tra trading e banking book;

b) la sostituzione dell'approccio VaR ovvero la soglia che identifica la perdita massima attesa con un dato livello di confidenza) con l'Expected Shortfall (ES – ovvero la misura della perdita attesa condizionata al superamento del limite VaR);

c) la revisione dell'approccio standardizzato (SA) e la fissazione di requisiti molto più stringenti per l'adozione dei modelli interni IMA (Internal Models Approach);

d) la sostituzione dell'orizzonte temporale unico a 10 giorni utilizzato nel calcolo del VaR con orizzonti di liquidità variabili (nell'IMA);

e) l'introduzione di una maggiorazione del capitale per i fattori di rischio che non superano i test di modellabilità - fattori di rischio non modellabili (*non modellable risk factors* - NMRF); e

f) nuovi e più rigorosi processi di approvazione per ottenere l'autorizzazione all'uso dei modelli interni IMA, con approvazione a livello di singoli desk invece che di banca complessivamente considerata.

L'insieme di tali provvedimenti porterà, secondo le attese, a un generalizzato incremento delle attività ponderate per il rischio (RWA – *risk weighted assets*) e quindi del capitale regolamentare richiesto alle banche, ovviamente distribuito a seconda dell'importanza relativa che, per le singole banche, ha il *trading book*. Ulteriore effetto potrà

verificarsi per le banche operanti sui mercati meno liquidi (ad esempio, alcune obbligazioni societarie) che potranno osservare una riduzione dell'attività di market making (per problemi connessi con i test di modellabilità dell'FRTB)

Per quanto riguarda SA e IMA, mentre tutte le banche devono attuare SA; l'adozione di IMA è subordinata al giudizio di conformità iniziale e continua a standard di performance del modello. Coerentemente con l'obiettivo di stabilire un confine più chiaro tra il portafoglio crediti e quello di negoziazione, la norma finale ha anche rivisto in modo significativo l'approccio alla classificazione delle posizioni delle imprese come esposizioni commerciali o bancarie. L'approccio SA è quello di default per tutte le banche prima dell'autorizzazione all'uso dell'IMA, in caso di mancato raggiungimento degli standard di performance richiesti da IMA nonché per le classi di attività escluse dall'applicazione IMA desk-by-desk. Va sottolineato che lo SA è significativamente più sensibile al rischio rispetto agli attuali approcci standardizzati. Tuttavia, tale maggiore sensibilità al rischio – che si verifica principalmente attraverso l'introduzione di un nuovo approccio basato sulla sensibilità (Sentitivities Based Approach – SBA che tiene conto dei parametri quali delta, vega, curvatura per gli strumenti non plan vanilla) dipende dai risultati ottenuti dai modelli di pricing di ogni banca. Ciò implica che molte banche dovranno costruire nuove significative capacità di modellazione per soddisfare i requisiti.

Il potenziale impatto derivante dalla Fundamental Review of the Trading Book (FRTB), presumibilmente condurrà ad un incremento delle esigenze di capitale a seguito dei maggiori vincoli ai quali sarà sottoposto l'impiego di modelli interni. Inoltre, dal 30/6/2023 entreranno in vigore le linee guida EBA su IRRBB (rischio di tasso generico) e dal 31/12/2023 le linee guida sul CSRBB (rischio di tasso specifico). Le conseguenze della normativa più stringente e dei relativi stress test possono essere, da parte del regolatore, una richiesta di rafforzamento patrimoniale, la restrizione di alcune attività bancarie ritenute avere rischi eccessivi per la solidità dell'ente o la necessità di rivedere le ipotesi modellistiche e parametriche per la gestione dell'IRRBB. L'introduzione del SOT NII impone complessità nella gestione dell'IRRBB e costi/perdita di opportunità per le banche italiane; l'implementazione dello Standardized Approach comporta impatti soprattutto per le banche medio grandi che di norma utilizzano modelli interni (nella vecchia versione).

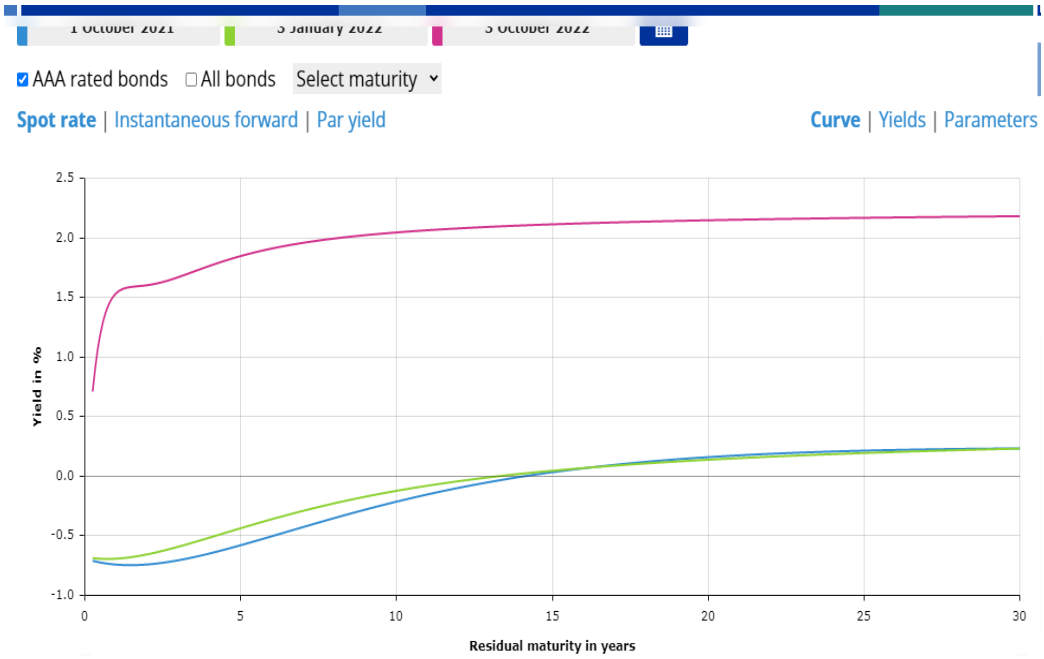
Le conseguenze dell'introduzione delle nuove previsioni normative sulla gestione bancaria possono essere valutate in modo diverso a seconda dei fattori che si considerano:

a. non si attendono particolari conseguenze dall'introduzione del test prudenziale, in quanto è da ritenere che le banche ordinariamente già svolgano tale esercizio;
b. più controverso è l'effetto derivante dalla calibrazione delle soglie, in quanto limiti stringenti possono comportare significativi vincoli per l'*asset and liability management* della banca e quindi per la redditività complessiva;
c. altro tema rilevante riguarda la calibrazione degli elementi che contribuiscono a definire gli shock (per esempio la definizione della struttura a termine dei rendimenti);
d. l'entrata in vigore dovrebbe essere ragionevolmente graduale in quanto un passaggio troppo netto all'approccio standard introduce distorsioni tra banche aventi diversa sensibilità al rischio di interesse.

Tali conseguenze si inseriscono in uno scenario fortemente mutato rispetto al recente passato (e anche al momento in cui le consultazioni del regolatore con l'industria bancaria sono state

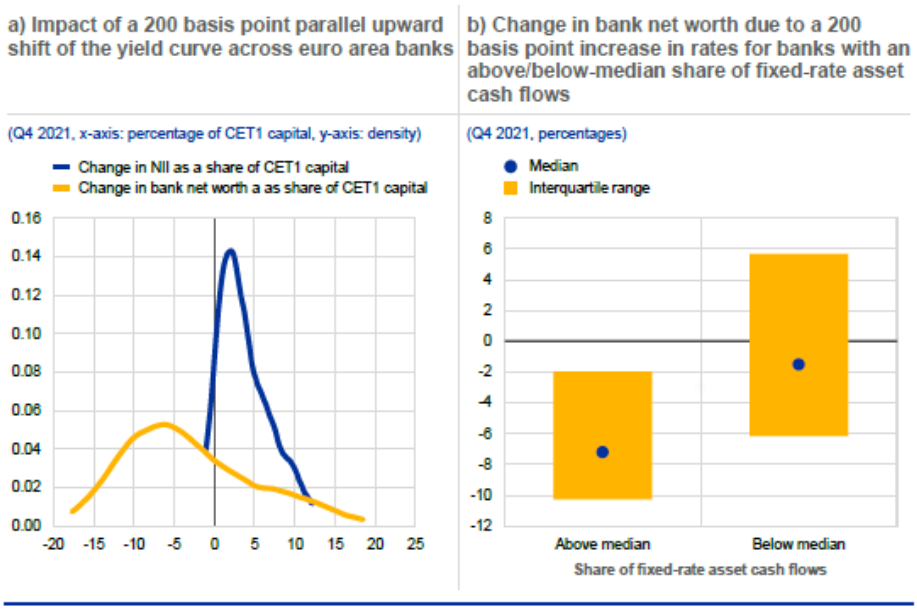
condotte), con particolare riferimento ai tassi di interesse e alla loro struttura a termine: Il sensibile e violento rialzo dei tassi di interesse realizzatosi soprattutto a partire dalla primavera 2022 (FIG. 1 – curva blu inizio ottobre 2021; curva verde inizio gennaio 2022; curva fucsia inizio ottobre 2022) ha completamente mutato lo scenario di gestione del rischio di interesse per le banche. Il margine d'interesse esce fortemente rafforzato da tassi di interesse più elevati, tuttavia, il prezzo delle attività a tasso fisso ne riceve un impatto negativo e alcune attività a tasso fisso dovranno progressivamente essere rifinanziate a tassi via via maggiori (*maturity e duration gap*) e, a seconda dalle coperture del rischio di tasso adottate, l'aumento dei tassi di interesse potrebbe influire negativamente nel medio termine. La pubblicazione ECB, Financial Stability Review del maggio 2022 stima impatti molto rilevanti dall'aumento di 200 punti base dell'intera curva dei rendimenti (FIG. 2): una quota molto elevata di banche (linea blu) riceverà un beneficio in termini di margine di interesse (NII – net interest income), ma alcune banche (linea gialla) subiranno un impatto negativo anche cospicuo sul valore di mercato dei loro investimenti.

FIG. 1 - Curve dei rendimenti



Fonte ECB Yield Curves (https://www.ecb.europa.eu/stats/financial_markets_and_interest_rates/euro_area_yield_curves/html/index.en.html), elaborazioni ad hoc.

FIG. 2 - Impatto di un rialzo dei tassi di interesse



Fonte: ECB, Financial Stability Review, May 2022, p.65

2.1 Un'indagine basata sui rapporti di Terzo Pilastro[2]

I rapporti di terzo pilastro delle banche quotate contengono una sezione relativa agli impatti sul portafoglio bancario di variazioni dei tassi di interesse sia su valore economico del capitale sia sul margine di interesse. Gli input che è possibile trarre dai rapporti di terzo pilastro sono i seguenti: i dati di rischio di interesse sul banking book (IRRBB), la maturity dei NMDs (*non maturing deposits* - depositi a vista); dal bilancio invece si possono trarre gli ammontari dei prelievi TLTRO 3, ammontare dei depositi e scalettatura di *repricing* di rischio tasso. Sulla base di tali grandezze è possibile stimare il *repricing gap* e, per conseguenza, la sensibilità attesa del bilancio della banca al movimento dei tassi di interesse.

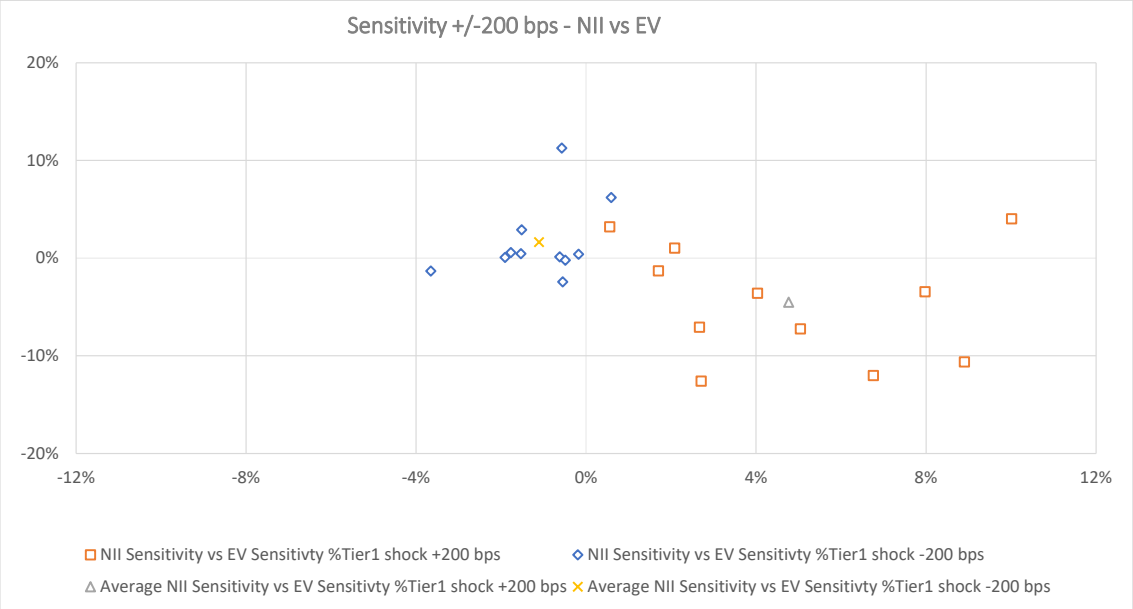
Sulla base di tali informazioni relative alle banche italiane quotate è stata costruita, sulla situazione a fine 2021, una stima della sensibilità ad un aumento/riduzione di 200 *basis points* sul margine di interesse e sul valore economico del capitale (FIG. 3). Il grafico vede l'impatto di un incremento (quadratini arancio) o riduzione (rombi blu) dei tassi di mercato di 200 punti base: l'asse verticale misura l'impatto sul valore economico del capitale, l'asse orizzontale sul margine di interesse. E' interessante notare l'asimmetria di diverse situazioni: i soggetti che si trovano nei pressi dello zero su un asse (per esempio quello verticale, che individua il luogo dei punti nel quale lo shock di tasso non produce effetti sul margine di interesse) e distanti dallo zero sull'altro asse (che evidenzia gli impatti sul capitale economico) evidenziano

[2] La sezione riprende e modifica alcune delle considerazioni svolte da Alberto Mietto (Banco BPM – Risk Models, Rischio di Tasso) in occasione del convegno ABI "Supervision, Risks & Profitability 2022", 21 giugno 2022, che si ringrazia e che ovviamente non ha responsabilità in merito a modifiche e integrazioni.

un'elevata asimmetria allo shock. In sintesi, le banche esaminate appaiono essere beneficiate da uno shock al rialzo sui tassi nel breve periodo, ma sono, al contempo, asset sensitive nel medio-lungo. Un'altra osservazione, importante alla luce dell'andamento dei tassi di interesse nel corso del 2022: la dispersione dei risultati in caso di aumento dei tassi è molto maggiore rispetto al caso di riduzione.

Le stime presentate circa l'andamento atteso del rischio di mercato sono coerenti con quanto evidenziato in (Banca d'Italia, 2022a, p.46) ovvero che un rialzo di 100 bps comporta una riduzione del Tier 1 ratio (rapporto tra capitale di classe 1 e RWA) di 22 bps e che un aumento parallelo di 200 bps della curva dei tassi di interesse comporterebbe una svalutazione del portafoglio bancario per il 4 del Tier 1.

FIG. 3 - Sensibilità a shock di tasso di interesse – dati Pillar 3



Fonte: elaborazioni su dati Rapporti Pillar 3, banche operanti in Italia

3. Rischio di credito

Obiettivo di questa sezione è studiare come le banche siano esposte al rischio di credito derivante dall'impatto dell'aumento dei costi delle materie prime energetiche (iniziato sostanzialmente nella tarda estate del 2021, e la crisi vera e propria che ne è seguita a seguito dell'invasione russa dell'Ucraina alla fine di febbraio 2022) e dall'improvviso ed ampio aumento dei tassi di interesse a partire da inizio 2022. La congettura indagata consiste nel fatto che le banche possano essere esposte a un rilevante rischio di credito conseguente alla debolezza del profilo finanziario delle imprese alle quali hanno erogato credito, debolezza conseguente agli impatti economici della pandemia Covid – inizialmente ben tamponati dalle misure di sostegno varate dai governi – e della circostanza che l'attuale fase di tapering out dalle misure citate coincide con il manifestarsi di ulteriori fattori negativi (aumento dei prezzi e dei tassi d'interesse).

In un precedente contributo di Osservatorio Monetario (1/2021) avevamo introdotto il tema

del rischio di imprese zombie a fronte della crisi indotta dal Covid. I timori allora espressi in tema di rischio di credito non si sono poi manifestati, grazie prevalentemente all'effetto delle misure di sostegno pubblico.

Per quanto riguarda la rilevanza del tema, si sintetizza che:

i. le imprese in difficoltà finanziaria assorbono risorse (fattori produttivi, capitale e lavoro) che sono distolte da investimenti in grado di produrre crescita; inoltre, esse distorcono la concorrenza in quanto assorbono credito bancario altrimenti disponibile per le imprese sane e in quanto beneficiano di un sussidio sotto forma di perdite su crediti che consente loro di restare sul mercato deprimendo i prezzi;
ii. dal punto di vista delle banche, intermediari con patrimonializzazione e redditività deboli possono preferire continuare a finanziare imprese zombie (*forbearance lending* [3]) piuttosto che effettuare accantonamenti e riclassificare i crediti con conseguente assorbimento di un capitale scarso e scarsamente alimentato da utili
iii. in condizioni di rialzo dei tassi di interesse la fragilità di banche e imprese aumenta sensibilmente: il debito che era ai limiti della sostenibilità diventa infatti rapidamente insostenibile; d'altra parte, anche per le banche il costo del finanziamento di attivi poco fruttiferi aumenta;
iv. nel caso particolare di piccole imprese il capitale è fornito dal proprietario, che è anche occupato nell'impresa e non è in grado, comunque, di fornire ulteriore capitale. In tal caso la liquidazione, mediante separazione della proprietà (l'imprenditore) dall'impresa è molto inefficiente in quanto tende a determinare la cessazione dell'attività e quindi il costo sociale della liquidazione è elevato. Inoltre per le PMI, l'impresa potrebbe avere valore significativamente più elevato se gestita dal proprietario corrente e quindi i costi sociali del fallimento sarebbero particolarmente elevati, come pure quelli connessi con una interruzione e successiva ripresa dell'attività.

Al fine di quantificare il fenomeno delle imprese finanziariamente fragili e per studiarne l'evoluzione nel tempo, per il quadriennio tra il

[3] Il rischio di *forbearance lending* deriva dal fatto che la qualità del credito è nota in modo completo al debitore, in un minor grado ai manager della banca creditrice, sostanzialmente ignota a qualunque osservatore esterno (con qualche eccezione per società di revisione e regolatori nella misura in cui hanno accesso ai dati interni della banca). Allora il *forbearance* lending può rivelarsi una strategia di sopravvivenza per le banche in caso di difficoltà inattese o di cattiva gestione e in ogni caso in cui la completa ricognizione del problema del cattivo credito porti a deficit patrimoniali da colmare o, quanto meno, all' interruzione della distribuzione di dividendi ecc. e magari nella speranza di futuri miglioramenti (*gambling for resurrection*). Il *forbearance lending* è associato anche a precisi incentivi per il management, nella forma di benefici privati (remunerazione, anche variabile, e altre forme di benefici associati con la continuità del ruolo ricoperto).

2018 e il 2021 (data di riferimento del bilancio) sono stati scaricati dalla banca dati AIDA[4] i dati di tutte le imprese che, nel quadriennio, presentassero in almeno un anno ricavi compresi tra un milione e un miliardo di euro. (complessivamente 278.546 imprese). Il periodo è selezionato per ricomprendervi una fase 'normale', ovvero i bilanci 2018 e 2019. Dal campione sono stati escluse (date le peculiarità che ne caratterizzano la struttura finanziaria e che le rendono poco comparabili) le imprese appartenenti ai settori ATECO agricoltura, silvicoltura e pesca (settore A), costruzioni (settore F), attività finanziarie e assicurative (settore K) e attività immobiliari (settore L), per arrivare a un campione costituito complessivamente da 226.460 unità. Sono stati studiati gli indicatori dettagliati nella TAB. 1.

La TAB. 2 riporta le principali statistiche descrittive (fatturato, dipendenti, debito bancario) per gli anni all'interno del perimetro di osservazione delle imprese del campione.

Nel valutare gli indicatori è necessaria una premessa metodologica: le informazioni contenute nella banca dati AIDA sono di fonte impresa (dati di bilancio tratti dal Registro delle imprese); sono quindi assenti tutti i dati, pur importanti, a conoscenza della banca, che influenzano il rischio di credito, in particolare garanzie e dati andamentali e prospettici del rapporto: per esempio, una posizione con un indicatore finanziario sfavorevole potrebbe essere meno rischiosa per la banca, se adeguatamente garantita, di un'altra con un indicatore comparativamente più favorevole, ma priva di garanzie. Analoghe considerazioni possono essere fatte con riferimento alle differenze che possono emergere su rapporti per quali la banca possa osservare una dinamica 'viva' (ovvero una regolare alternanza di incassi e pagamenti) rispetto a dinamiche più 'spente'. La fragilità finanziaria delle imprese (e la sua evoluzione nel tempo) sarà pertanto studiata unicamente in base alle informazioni fornite dalle medesime attraverso i loro bilanci.

[4] Banca dati online, prodotta da Bureau van Dijk, che contiene informazioni finanziarie, anagrafiche e commerciali relative a società di capitale operanti in Italia e basata sui bilanci ufficiali depositati presso le Camere di Commercio Italiane. Si veda https://www.bvdinfo.com/it-it/le-nostre-soluzioni/dati/nazionali/aida

Tab. 1 – Variabile impiegate e loro sommaria definizione

Variabile	Razionale
Debiti Bancari su Fatturato **rapporto tra debito bancario a fine esercizio e ricavi nel corso del medesimo esercizio**	misura in quanti anni il fatturato dell'azienda è in grado di ripagare il debito valore soglia: inferiore a 75%
ICR **Interest coverage ratio: rapporto tra EBITDA e interessi passivi**	consente di individuare le imprese fragili, ovvero quelle per le quali il rapporto è basso; misura la capacità di un'azienda di gestire il suo debito in essere. Un elevato rapporto di copertura degli interessi significa facilità di pagare gli interessi sul debito e quindi autonomia finanziaria. valore soglia: superiore a 2
Oneri Finanziari su Fatturato	misura di fragilità finanziaria grezza: un quoziente elevato è indicatore di fragilità finanziaria valore soglia: inferiore a 3%
Debt/Equity ratio **Rapporto tra debito e patrimonio, rapporto di indebitamento**	leva finanziaria: un rapporto elevato mostra fragilità finanziaria valore soglia: inferiore a 2,5
Debito/EBITDA	Misura in quanti anni l'EBITDA prodotto è in grado di ripagare il debito; un rapporto elevato è indice di fragilità finanziaria valore soglia: inferiore a 3
PFN/EBITDA **Rapporto tra posizione finanziaria netta (PFN) ed EBITDA**	La PFN è data dall'indebitamento (bancario?) complessivo al netto delle disponibilità liquide. Il rapporto misura in quanti anni l'EBITDA è in grado di rimborsare l'esposizione corrente. Esprime la capacità dell'azienda di coprire il debito mediante i flussi finanziar derivanti dalla gestione caratteristica. Quanto minore è il rapporto, tanto più velocemente l''impresa rientra dall'esposizione finanziaria. BCE ha individuato un valore pari a 6 come soglia che individua le imprese che potranno manifestare difficoltà di rimborso[5]
PFN/Patrimonio netto	Misura di leva finanziaria, simile a Debito su Patrimonio Netto; esprime il grado di dipendenza delle fonti di finanziamento da terzi valore soglia: superiore a 2,5

[5]Al di sopra di tale soglia l'impresa indebitata passa da Stage 1 (credito in bonis) a Stage 2 (posizione in bonis ma che ha manifestato un significativo aumento del rischio di credito). BCE lo ha utilizzato in sede di AQR (Asset Quality Review).

Tab. 2 - Caratteristiche del campione

	Ricavi 2021 (x1000)	Ricavi 2020 (x1000)	Ricavi 2019 (x1000)	Ricavi 2018 (x1000)
max	5.233.085	3.231.450	5.673.879	3.857.718
min	77	-	-	-
99 perc	139.172	112.017	121.206	120.392
90 perc	16.826	13.050	14.031	13.879
75 perc	6.019	4.643	5.092	5.066
mediana	2.489	1.946	2.174	2.151
25 perc	1.379	1.090	1.241	1.218
10 perc	1.018	722	892	831
1 perc	303	126	40	-
media	10.363	8.148	8.863	8.720
numero	172.382	207.327	210.660	207.766
	Dipendenti 2021	Dipendenti 2020	Dipendenti 2019	Dipendenti 2018
max	60.113	18.410	21.193	22.531
min	-	-	-	-
99 perc	394	383	379	374
90 perc	60	57	57	56
75 perc	25	24	24	24
mediana	12	11	11	11
25 perc	6	5	5	5
10 perc	2	2	2	2
1 perc	-	-	-	-
media	35	34	34	33
numero	171.576	206.081	209.330	206.305

Fonte: nostre elaborazioni su banca dati AIDA

L'evoluzione dei principali indicatori è riportata in TAB. 3. Si osserva un generale peggioramento degli indicatori di salute finanziaria nel 2020 (crisi Covid) e una ripresa abbastanza netta nel 2021. Il livello di partenza del 2021, generalmente non peggiore di quello del 2018 e 2019 lascia spazio a qualche ottimismo circa le prospettive di contenimento degli eventi di distress e default nell'anno corrente. Tuttavia, tale ottimismo deve essere temperato alla luce di 3 fattori nuovi: livello dei tassi di interesse, tasso di inflazione, spazi di bilancio pubblico per interventi di sostegno, la cui portata non è ancora nota rispetto a quelli effettuati per rispondere all'epidemia Covid.

E' interessante anche lo studio della dinamica dell'indicatore ICR; ci si può infatti chiedere quale sia la situazione dell'indicatore per le imprese del campione per le quali lo stesso l'anno precedente avesse assunto valori critici (inferiore a 1). La TAB. 4 risponde alla domanda, contando il numero di soggetti presenti nelle diverse classi (alla quale si è aggiunta la classe "non rilevato", che, salvo l'eccezione di bilancio non disponibile[6], significa soggetto estinto). Come si può osservare, il numero di soggetti che non 'sopravvivono' a un ICR inferiore a 1 rappresenta tra il 30 e il 40%, mentre circa un terzo dei soggetti vede una netta ripresa (da ICR inferiore a 1 a ICR superiore a 3).

Infine, un approfondimento è stato svolto relativamente alla categoria di imprese più piccole, le cosiddette microimprese, ovvero quelle con fatturato in inferiore ai 2 milioni di euro. Tali imprese (TAB. 5) mostrano indicatori di salute finanziaria sistematicamente peggiori rispetto a quelli del campione completo, a indicazione, secondo quanto atteso, di una minore solidità finanziaria. Altra osservazione che è possibile fare è, per tali imprese, il netto miglioramento degli indicatori nel corso del 2021, riconducibile, si ritiene, agli ampi aiuti ricevuti dai provvedimenti di assistenza Covid, che ne hanno fatto aumentare tuttavia il grado di dipendenza dal debito (aumento del rapporto Debt/Equity). Si tratta di una categoria che potrà esprimere le maggiori fragilità, sia per la struttura finanziaria, come sopra evidenziata, sia per la loro posizione all'interno del tessuto produttivo, che offre limitati spazi di manovra per trasferire a valle gli incrementi dei costi (del denaro e degli altri input produttivi) registrati.

[6] Si tratta di un'eccezione da ritenere di minore impatto in quanto la data di aggiornamento del database impiegato è il 19 ottobre 2022, con query effettuata il 25 ottobre 2022.

TAB. 3- Evoluzione dei principali indicatori di solidità finanziaria, campione aperto

	2021	%	2020	%	2019	%	2018	%
ICR								
minore o uguale a 1	1855	1,39%	3751	2,57%	2342	1,45%	2434	1,51%
tra 1 e 2	5542	4,16%	7802	5,34%	7495	4,64%	7514	4,67%
tra 2 e 3	7199	5,41%	8899	6,10%	11517	7,12%	11776	7,32%
maggiore o uguale 3	118467	89,03%	125551	85,99%	140339	86,79%	139251	86,50%
OF/Fatturato (%)								
minore o uguale 3	166885	95,81%	198289	94,46%	203423	95,47%	200108	95,40%
tra 3 e 4	2734	1,57%	4224	2,01%	3906	1,83%	3970	1,89%
tra 4 e 5	1260	0,72%	2069	0,99%	1776	0,83%	1877	0,89%
maggiore o uguale 5	3298	1,89%	5342	2,54%	3965	1,86%	3800	1,81%
PFN/EBITDA								
minore o uguale 3	144648	80,08%	174679	80,25%	175565	78,78%	172844	78,63%
tra 3 e 5	10425	5,77%	11144	5,12%	14046	6,30%	13922	6,33%
tra 5 e 7	6230	3,45%	6997	3,21%	8698	3,90%	8722	3,97%
maggiore o uguale 7	19337	10,70%	24840	11,41%	24536	11,01%	24336	11,07%
PFN/PN								
minore o uguale 3	163582	92,80%	196902	92,39%	198084	91,21%	194047	90,53%
tra 3 e 4	3021	1,71%	3675	1,72%	4434	2,04%	4789	2,23%
tra 4 e 5	1849	1,05%	2372	1,11%	2799	1,29%	2871	1,34%
maggiore o uguale 5	7829	4,44%	10176	4,77%	11861	5,46%	12631	5,89%
Debt/Equity								
minore o uguale 2	112309	79,06%	132615	78,37%	131461	77,26%	125598	75,79%
tra 2 e 3	8133	5,73%	9502	5,62%	9930	5,84%	9970	6,02%
tra 3 e 5	6885	4,85%	8419	4,98%	9041	5,31%	9331	5,63%
maggiore o uguale 5	14732	10,37%	18684	11,04%	19723	11,59%	20825	12,57%

fonte: nostre elaborazioni su banca dati AIDA

TAB. 4 -Dinamica dell'ICR

	2021	%	2020	%	2019	%
assente	1126	30,02%	978	41,76%	694	28,51%
minore o uguale 1	285	7,60%	310	13,24%	344	14,13%
tra 1 e 2	514	13,70%	266	11,36%	385	15,82%
tra 2 e 3	410	10,93%	166	7,09%	270	11,09%
maggiore o uguale 3	1386	36,95%	595	25,41%	719	29,54%

Fonte: nostre elaborazioni su banca dati AIDA

TAB. 5- Evoluzione dei principali indicatori di solidità finanziaria, microimprese

	2021		2020		2019		2018	
ICR								
minore uguale 1	946	1,78%	2088	3,01%	1187	1,64%	1151	1,59%
tra 1 e 2	2772	5,22%	4296	6,19%	3827	5,29%	3812	5,25%
tra 2 e 3	3275	6,17%	4552	6,56%	5483	7,57%	5578	7,68%
maggiore uguale 3	46072	86,82%	58419	84,23%	61897	85,50%	62054	85,48%
	53065	100,0%	69355	100,0%	72394	100,0%	72595	100,0%
OF/Fatturato (%)								
minore uguale 3	68571	93,64%	99750	92,23%	94127	93,98%	92760	94,15%
tra 3 e 4	1698	2,32%	2839	2,63%	2361	2,36%	2323	2,36%
tra 4 e 5	799	1,09%	1529	1,41%	1114	1,11%	1110	1,13%
superiore a 5	2160	2,95%	4033	3,73%	2551	2,55%	2329	2,36%
	73228	100,0%	108151	100,0%	100153	100,0%	98522	100,0%
PFN/EBITDA								
minore uguale 3	62398	17,77%	92806	21,87%	86479	20,03%	85519	20,09%
tra 3 e 5	3612	1,03%	4734	1,12%	5330	1,23%	5350	1,26%
tra 5 e 7	2198	0,63%	2976	0,70%	3206	0,74%	3137	0,74%
maggiore uguale 7	282845	80,57%	323908	76,32%	336750	77,99%	331736	77,92%
	351053	100,0%	424424	100,0%	431765	100,0%	425742	100,0%
PFN/PN								
minore uguale 3	68645	19,63%	101271	23,95%	93886	21,83%	92265	21,75%
tra 3 e 4	1158	0,33%	1809	0,43%	1756	0,41%	1927	0,45%
tra 4 e 5	755	0,22%	1242	0,29%	1247	0,29%	1290	0,30%
maggiore uguale 5	279074	79,82%	318458	75,32%	333149	77,47%	328778	77,49%
	349632	100,0%	422780	100,0%	430038	100,0%	424260	100,0%
Debt/Equity								
minore uguale 2	42802	13,71%	62172	16,55%	56339	14,85%	53722	14,45%
tra 2 e 3	3025	0,97%	4290	1,14%	3805	1,00%	3785	1,02%
tra 3 e 5	2667	0,85%	4130	1,10%	3752	0,99%	3817	1,03%
maggiore uguale 5	263792	84,47%	305124	81,21%	315382	83,15%	310389	83,50%
	312286	100,0%	375716	100,0%	379278	100,0%	371713	100,0%

Fonte: nostre elaborazioni su banca dati AIDA

Dalle misure di sintesi dei dati emersi dall'indagine possono essere tratti i seguenti spunti:

i. la situazione finanziaria di partenza delle imprese italiane è relativamente solida, o quanto meno non dà segno, secondo gli indicatori utilizzati, di essersi deteriorata in misura significativa a seguito della crisi Covid;
ii. ovviamente tale situazione di partenza, essendo riferita al 2021, non tiene in alcun conto gli effetti del contemporaneo aumento dei prezzi, soprattutto di materie prime ed

energia, e dei tassi di interesse. Inoltre, nell'attuale assetto operano la fase di uscita dalle misure di sostegno Covid (una sorta di *evergreening* intenzionale e collettivo) e il contesto macroeconomico radicalmente mutato;

iii. le maggiori preoccupazioni riguardano le microimprese che partono generalmente da condizioni finanziarie caratterizzate da maggior fragilità e che spesso non sono in grado di trasferire a valle gli incrementi dei costi degli input;

iv. un settore, escluso dalla presente analisi per causa della sua specificità, quale quello immobiliare, è particolarmente sensibile all'aumento dei costi dei materiali e dei tassi di interesse e alla congiuntura economica generale; è inoltre caratterizzato da una generale fragilità di partenza, dalla presenza di numerose microimprese, spesso inserite in posizione di subfornitore all'interno della catena del valore settoriale;

v. ovviamente vi sono spazi di ulteriore approfondimento, in particolare quando saranno disponibili i bilanci 2022, nei quali l'impatto delle rilevanti e ampie discontinuità (tassi e prezzi) che hanno caratterizzato il 2022 diverranno visibili. Inoltre, potrà essere interessante svolgere un'analisi per settore di riferimento dell'impresa.

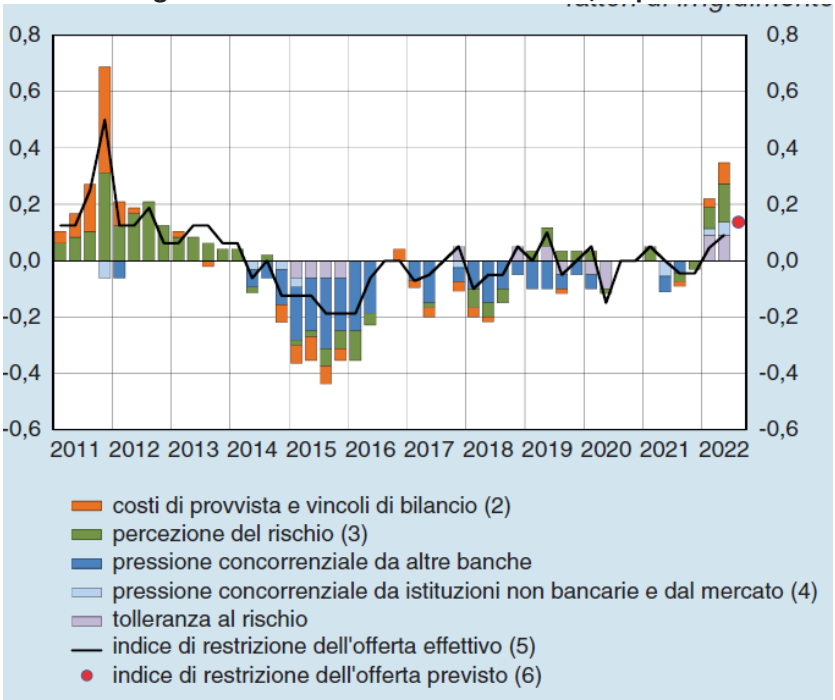
Un ulteriore aspetto da considerare riguarda la misura nella quale la situazione finanziaria delle imprese è in grado di influenzare la solidità patrimoniale delle banche: la presenza di imprese deboli, infatti, può essere ad un tempo causa ma anche conseguenza della presenza di banche deboli e quindi riluttanti a riconoscere pienamente e tempestivamente dimensione e impatto di prestiti di qualità sub standard. Le banche più deboli possono a loro volta essere "catturate" dalle imprese di peggiore qualità alle quali non sono in grado di smettere di prestare assistenza finanziaria (Andrews et al. 2019) per non dovere registrare perdite ancora maggiori a seguito della riclassificazione del credito in classi di rischio elevato o anomalo (*bank forbearance*, *evergreening, zombie lending*). La struttura degli incentivi che condiziona i decisori in banca può condurre a prestiti a soggetti diventati sub standard (Caballero et al. 2008) al fine di mantenere in bonis crediti concessi in passato e per evitare di evidenziare perdite. Si osserva anche (Schivardi et al. 2017) il fatto che sono spesso le banche meno patrimonializzate a erogare una comparativamente maggiore quota di credito a imprese zombie. L'indubbio successo delle misure di sostegno Covid varate dai governi, dimostrato anche dal contenuto deterioramento emerso dall'indagine della situazione finanziaria delle imprese, potrebbe tuttavia avere agito quale "coperta" sotto la quale può essersi sviluppato un rilevante numero di imprese zombie.

3.1 L'opinione del management

Un ovvio fattore critico per una gestione del rischio di credito delle banche, e anche nella sua accumulazione, è la consapevolezza da parte del management circa le conseguenze che l'evoluzione del contesto ambientale può avere in relazione alle capacità di rimborso della clientela. A tale proposito, gli anni recenti offrono un contesto ideale, in quanto caratterizzati da discontinuità comuni (Covid e guerra) intervenute dopo un periodo di relativa ripresa della situazione economica generale, caratterizzata, nella prima fase, da bassi tassi di interesse, presenza di stimoli alla crescita (forte, nella forma di trasferimenti diretti e garanzie durante il periodo Covid) bassa inflazione e, in quella attuale (post invasione russa) caratterizzata da inflazione in forte rialzo, tassi di interesse anch'essi in significativo rialzo su tutto lo spettro della curva dei rendimenti e

limitato spazio per interventi di sostegno all'economia.
Dal punto di vista del mercato si osserva un progressivo irrigidimento delle condizioni di offerta di credito alle imprese, secondo quanto risulta dalle statistiche Banca d'Italia (2022), in particolare nel secondo semestre 2022 causato principalmente dall'aumentata percezione del rischio, non compensato da un aumento della tolleranza al rischio.

Fig. 4 - Condizioni di offerta di credito, imprese



Fonte: Banca d'Italia, Bollettino Economico, n.4/2022

Si ritiene pertanto interessante indagare l'atteggiamento del management nei confronti del rischio di credito immediatamente dopo l'annuncio delle crisi (sostanzialmente a inizio primavera ed estate del 2020 per il Covid e stesso periodo del 2022 per la guerra) e confrontare tale atteggiamento nelle due circostanze nonché con un periodo di due anni precedente relativamente normale (primavera 2018).
La consapevolezza è stata studiata analizzando il contenuto delle *earnings conference calls* (ECC) che il management ha tenuto nel corso dei 4 anni citati (tra presentazione bilancio 2018, avvenuta a fine gennaio/inizio febbraio 2019 e presentazione della relazione semestrale 2022, avvenuta a fine luglio/inizio agosto 2022).
Le ECC sono uno dei modi con i quali le società quotate rilasciano periodicamente informazioni agli analisti (che poi, dopo averle esaminate e riassunte, le diffondono alla loro clientela e quindi, indirettamente, al pubblico). Le ECC vedono la partecipazione del top management

(generalmente amministratore delegato – CEO e *chief financial officer*- CFO) per la banca e di analisti finanziari specializzati. Possono essere organizzate *conference calls* aventi la medesima struttura anche in occasione di eventi straordinari, quali fusioni o acquisizioni, piani strategici o altre significative discontinuità nel flusso di informazioni; tali eventi non rientrano nel perimetro della presente indagine.

Normalmente le ECC sono organizzate in due fasi distinte. Nella prima il top management della banca presenta una sintesi dei risultati e degli eventi significativi avvenuti nel periodo successivo all'ultimo rilascio di informazioni rilevanti, generalmente la precedente ECC (oltre ad alcune possibili indicazioni sul futuro[7]); tali informazioni sono generalmente contenute nel contestuale comunicato stampa. In una seconda fase (Q&A session) il management risponde alle domande poste dagli analisti finanziari partecipanti all'evento. Essendo la parte meno strutturata, e al contempo ufficiale e *live* del flusso informativo tra banca e mercato, la sessione Q&A è probabilmente la parte più importante del ECC in quanto gli analisti sono relativamente liberi[8] di chiedere chiarimenti, approfondimenti, proiezioni, anche su elementi non trattati nella prima parte, per quanto pertinenti ai risultati aziendali. Inoltre, i contenuti della parte espositiva sono preparati con cura, e con supporto anche legale, mentre nella seconda parte, sebbene ci possa essere una certa preparazione riguardo alle domande che si prevede di ricevere, vi è maggiore spontaneità e maggior controllo.

È evidente a questo proposito che il tono delle risposte è importante, così come lo sono le parole usate, che possono rivelare aree sensibili o elementi di preoccupazione della gestione. Lo studio del tono manageriale può offrire una guida implicita (e a volte inconscia) a ciò che il top management si aspetta. È importante considerare gli obiettivi, che includono, tra gli altri, la promozione della valutazione della società, la creazione di credibilità per il management, evitando costi legali (dovuti a informazioni ingannevoli o insufficienti), ma allo stesso tempo gestendo correttamente il rilascio di informazioni e dando risposte ai dubbi sollevati dagli analisti. È anche possibile studiare il livello di preparazione del relatore (preferenze nell'uso di parole negative, desiderio di non insistere volontariamente sulle cattive notizie e desiderio opposto di rivelare buone notizie). Ci si può aspettare per esempio che quando la negatività aumenta, la scelta delle parole possa essere indirizzata verso fattori fondamentali esterni al controllo del management ("*headwinds*", "*uncharted*" ecc.).

Indagheremo sull'impiego di termini negativi o di eufemismi che comunicano (con un certo grado di offuscamento) notizie negative. La frequenza delle parole negative è infatti più informativa di quella delle parole positive. La positività è oltretutto difficile da misurare: a volte, una parola positiva è associata a una negazione (molto più frequentemente di una doppia negazione). E' possibile quindi indagare, per esempio: numero di parole; incoerenza tra il numero di parole negative nella presentazione e il loro numero nelle domande e risposte; l'uso di particolari parole o costruzioni di frasi; l'uso di parole che possono generare incertezza; l'uso di parole forti, come "sempre", "assolutamente", "mai" e il semplice futuro (i risultati sono al passato e l'uso del futuro

[7] Sulle indicazioni relative al futuro il management è di norma molto prudente, poiché in tal caso la responsabilità legale assume contorni impegnativi.

[8] Si è detto relativamente perché (Mayew 2008) il vertice manageriale ha molti modi per condizionare gli analisti a non essere troppo aggressivi (essenzialmente la misura dell'accesso al management) e i tempi di interazione.

è relativamente raro); l'uso di parole finanziarie e la frequenza dei dati numerici; la presenza, al contrario, di termini vaghi; l'uso dei tempi e dei modi.

Sono state estratte, dalla piattaforma Refinitiv, le trascrizioni delle *earnings conference calls* nel periodo intercorrente da inizio 2019 (che fornirà il dato benchmark) ad agosto 2022 (presentazione dei risultati del primo semestre 2022) di tutte le banche commerciali italiane quotate (Intesa Sanpaolo, Unicredit, Banco BPM, BPER, MPS). Per tali banche si è studiata la consapevolezza del management circa il rischio di credito che le banche da loro governate avrebbero affrontato nel mese successivi, esaminando contenuti e tono delle ECC.

L'analisi mediante software è in grado di elaborare elevate quantità di testo, ma non è solo questo il pregio. Ricerca scientifica ed esperienza comune dimostrano che, da un lato, il linguaggio delle persone può fornire informazioni estremamente ricche su stati psicologici e stili di pensiero: Tuttavia spesso la cultura maschera il pensiero[9] e quindi una lettura e classificazione dei testi "manuale", oltre a essere molto dispendiosa in termini di tempo, tenda a lasciar sfuggire interazioni più sottili. Soccorrono allora i filoni di ricerca che forniscono modi specializzati di comprendere, spiegare e quantificare i fenomeni psicologici, sociali e comportamentali e che sono alla base dello sviluppo delle tecniche di analisi automatica del testo. I sistemi automatici di classificazione del linguaggio attribuiscono vocaboli o loro combinazioni a particolari categorie semantiche e ne calcolano l'incidenza sul testo complessivo, arrivando pertanto a estrarre molte informazioni dalla semplice considerazione della scelta del linguaggio impiegato. E' stata utilizzata la release LIWC-2015 [10] e i dizionari inclusi, ai quali si è aggiunto un dizionario sviluppato ad hoc di termini specifici, tendenti principalmente a evidenziare termini negativi o eufemismi specificamente usati nelle ECC da relatori di cultura italiana.

La l'output prodotto da LIWC è vasto, ma ci si limiterà a studiare l'evoluzione delle seguenti categorie: numero di parole (*wordcount* – WC); assertività (*clout*); autenticità; presenza di tono emotivo (*tone*); emozioni postitive/negative (*posemo/negemo*).

Si evidenzia che le categorie sono organizzate in struttura gerarchica e non mutualmente esclusiva (es un termine che esprime paura è classificato come emozione negativa, che a sua volta rientra nei termini che indicano emotività). Tutti i modelli di classificazione di termini soffrono in qualche misura di errata classificazione dei termini ambigui. Tuttavia, l'interpretazione del tono della comunicazione tende a diventare tanto più accurata quanto più il testo esaminato è lungo.

Dopo un primo esame svolto sul testo complessivo, si è poi deciso di concentrare l'attenzione sulla sezione Q&A in quanto in tale sezione gli analisti pongono le domande per loro più importanti (e magari – relativamente - più "scomode" per il management [11]) e, allo stesso tempo, il management deve fornire una risposta rapida. L'attenzione ai contenuti che si desidera

[9] Si pensi alla comune forma di cortesia che suggerisce di non dire troppo spesso "io, io, io", utilizzata anche da soggetti pienamente narcisistici.

[10] LIWC legge il testo e confronta ogni parola con l'elenco delle parole del dizionario di riferimento utilizzato, calcolando l'incidenza delle parole che nel testo corrispondono a ciascuna delle categorie del dizionario.

[11] Bisogna infatti tenere conto che gli analisti non hanno motivo per irritare inutilmente il management della banca, dal quale dipendono per guidance sulla futura evoluzione, 'lettura' dei dati di importanza strategica ecc.

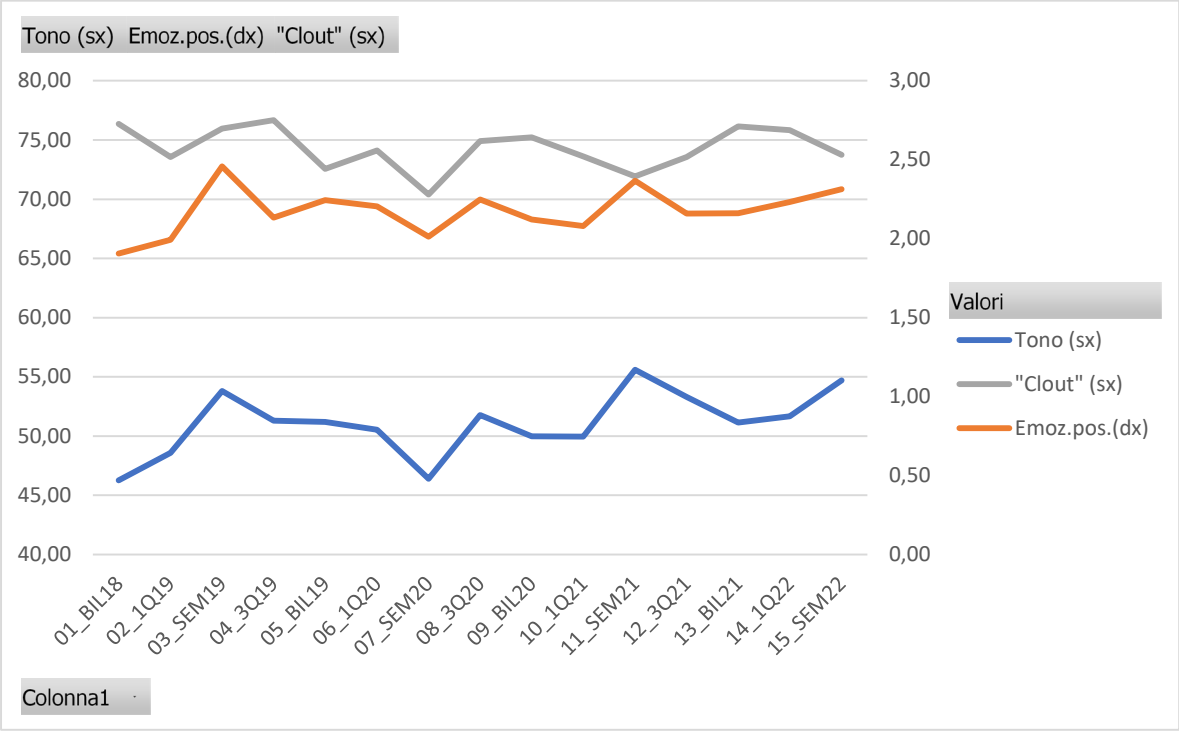
rappresentare può quindi lasciar trasparire qualche elemento di emozione nel linguaggio in particolare quando la domanda è impegnativa.
La FIG. 5 mostra l'evoluzione nel tempo di quattro variabili ritraibili dall'analisi delle risposte e delle domande nelle ECC tenute nel periodo 2019 2022.
Fra le variabili elaborate, si è deciso di rappresentare le seguenti 4, in quanto più significative:

- emozione positiva, misurata dall'algoritmo del pacchetto software utilizzato contando le parole che denotano emozioni positive in rapporto al totale delle parole, un numero superiore a 50 quindi rappresenta un tono generalmente positivo nelle risposte agli analisti, mentre un numero inferiore ovviamente rappresenta l'opposto;
- il cosiddetto *clout* ovvero il peso, lo status dello speaker, il grado di fiducia o di leadership mostrato nelle risposte;
- la variabile "rischio" misura l'incidenza relativa dei vocaboli presenti nel testo che indicano percezione o manifestazione di elementi di rischio;
- la variabile emozioni positive infine misura l'incidenza percentuale (sempre in rapporto al totale dei vocaboli utilizzati) dei termini che trasmettono emozioni positive.

Come si può notare dalla FIG. 5, vi è stata una significativa riduzione del tono emotivo in occasione della prima fase delle dell'epidemia Covid (primavera estate 2020): il valore delle emozioni positive mostra, infatti, un declino in corrispondenza delle date di presentazione dei risultati del primo trimestre 2020 (tenute tra fine aprile e inizio maggio) e delle relazioni semestrali del medesimo anno (tenute a fine luglio-inizio agosto 2020). Analoga riduzione non si riscontra negli incontri del management con gli analisti tenutisi due anni dopo, nei mesi di maggio e agosto 2022. Come ci si poteva attendere, il tono emotivo di assertività (*clout*) invece tende a variare in accordo con la positività, ma in misura inferiore, quasi a dire che sia in tempi favorevoli sia non favorevoli il management è fiducioso delle soluzioni che rappresenta agli analisti.
Spesso le notizie negative sono 'addolcite' da eufemismi ovvero da parole o frasi indirette per indicare qualcosa di negativo facendolo sembrare più accettabile di quanto non sia (Hornby 2010). L'eufemismo, quindi, comunica informazioni negative e, allo stesso tempo; utilizza un modo di esprimerle che non richiama direttamente la negatività [12] . Nell'informativa societaria gli eufemismi si collocano sul sottile confine tra trasparenza e offuscamento della realtà; inoltre, gli eufemismi quando utilizzati da soggetti non madre lingua tendono a diventare stilizzati, e possono avere implicazioni poco chiare.
Dato l'esteso uso di eufemismi nella comunicazione, in particolare verbale, delle società, ci si attende che il loro impiego aumenti quando aumentano le situazioni che richiedono la comunicazione di notizie negative o in contesti nei quali l'incertezza è elevata e quindi la possibilità di comunicare in maniera ambigua particolarmente apprezzata dai relatori.

[12]E' chiaro a tutti per esempio cosa significhi 'passare a miglior vita', ma si tratta di locuzione moto più accettabile della condizione alla quale fa riferimento.

Fig. 5- Andamento del tono emotivo nelle ECC



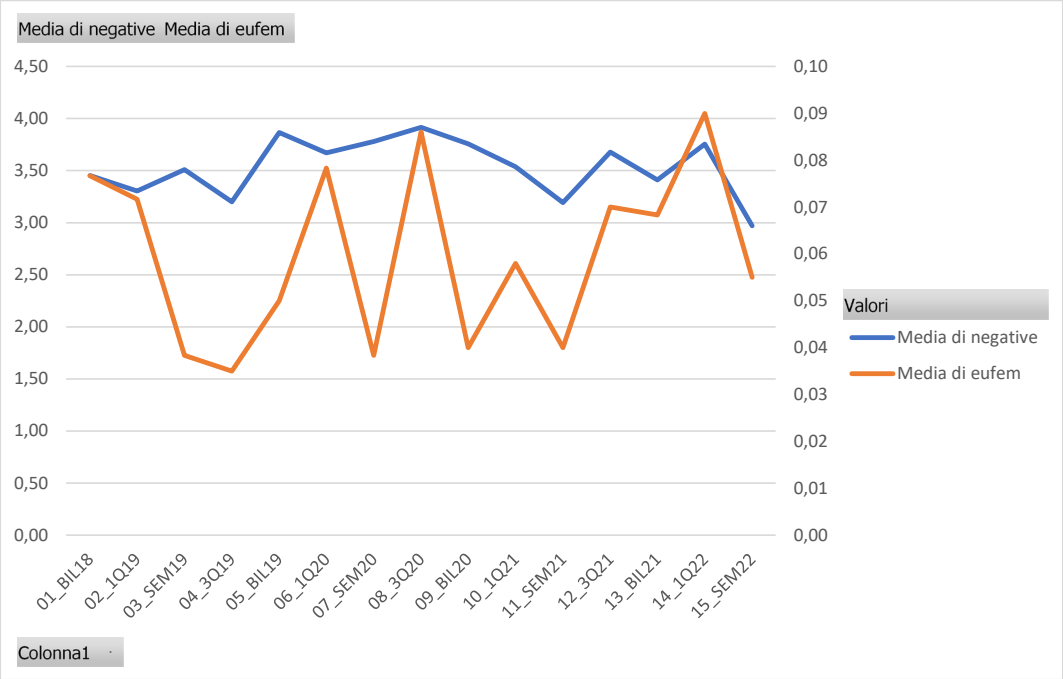
Fonte: nostre elaborazioni su dati Refinitiv effettuate con il pacchetto LIWC

Al fine di indagare il fenomeno si è costruito un dizionario specifico[13], relativo a termini indicanti elementi di rischio o negativi o i corrispondenti eufemismi, raccogliendo i termini che possono essere ricavati dalla lettura di un campione di ECC e inserendoli in un dizionario specifico, poi utilizzato per l'analisi svolta con il medesimo applicativo LIWC.

Il dizionario specifico, contenente parole negative e i loro eufemismi, mostra un aumento del riscorso agli eufemismi sia durante la crisi Covid (date di presentazione delle relazioni sul primo e sul terzo trimestre 2020) sia sul primo sul trimestre 2022 (fig. 6).

[13] I riferimenti per molti dei termini sono Suslava, K. (2021). e Bianchi et al. (2021). Esempi di testo eufemistico che ricorre nelle ECC utilizzati nel dizionario specifico (si usa solo la radice del termine, per comprendere anche le diverse desinenze e declinazioni) sono: achilles, adjustment, back-end, bump, cautious, choppy, conservative, creative, cowntime, fragil, frail, headwind, heartburn, hiccup, imperfect, manoeuv, mixed, ponder, reposition, reshap, rightsiz, sceptic, stiff, streamlin, substandard, traction, unchartered, unclear, underst, understrength, undetermin, unsound, unsteadi, unusual, visibility, water, woods.

FIG. 6-Termini negativi ed eufemistici



Fonte: nostre elaborazioni su dati Refinitiv effettuate con il pacchetto LIWC

Non pare emergere, dalla comunicazione esaminata, segnalazione da parte del management delle banche quotate di elementi di deterioramento delle condizioni di rischiosità delle società prenditrici nel 2022. Ovviamente il relativo ottimismo della comunicazione può avere diverse ragioni:

- la comunicazione in occasione delle ECC tende ad essere orientata a moderato ottimismo, nei limiti concessi dalla responsabilità legale circa le affermazioni fatte in tale sede e la reputazione personale circa la capacità di mantenere gli impegni assunti
- il relativo scarso peso dato nella comunicazione recente al rischio di deterioramento del credito dalle banche del campione potrebbe anche essere attribuito alla migliore qualità del portafoglio prestiti delle banche quotate rispetto al portafoglio crediti generale, alla quale fa riferimento invece il campione basato sul database AIDA;
- a futura ricerca è invece lasciata la valutazione dell'ipotesi che il management si dimostri ottimista, pur senza esserlo completamente, in quanto pratichi *forbearance lending*, essendo sensibile agli incentivi (anche soggettivi, in termini di reputazione e di remunerazione di breve termine) che premono in tal senso.

Riferimenti bibliografici

Acharya, V. V., Crosignani, M., Eisert, T., & Steffen, S. (2022). Zombie Lending: Theoretical, International and Historical Perspectives.

Angelini, P. (2020), Lo stato di attuazione delle misure in materia di finanziamento con garanzie dello Stato previste dai Decreti Legge n. 18 di marzo e n. 23 di aprile 2020, Commissione Parlamentare d'Inchiesta sul Sistema Bancario e Finanziario, Audizione del Capo del Dipartimento Vigilanza bancaria e finanziaria della Banca d'Italia, Roma, 11 giugno

Banca d'Italia (2022a), Rapporto sulla stabilità finanziaria, n.1

Banca d'Italia (2022b), Bollettino Economico, n.4, ottobre.

Bianchi, N., Carretta, A., Farina, V., & Fiordelisi, F. (2021). Does espoused risk culture pay? Evidence from European banks. Journal of Banking & Finance, 122, 105767.

Farrow, K., Grolleau, G., & Mzoughi, N. (2021). 'Let's call a spade a spade, not a gardening tool': How euphemisms shape moral judgement in corporate social responsibility domains. Journal of Business Research, 131, 254-267.

Gandrud, C., & Hallerberg, M. (2017). How not to create zombie banks: lessons for Italy from Japan (No. 2017/6). Bruegel Policy Contribution.

Manz, F. (2019). Determinants of non-performing loans: What do we know? A systematic review and avenues for future research. Management Review Quarterly, 69(4), 351-389.

Mayew, W. J. (2008). Evidence of management discrimination among analysts during earnings conference calls. Journal of Accounting Research, 46(3), 627-659.

Rittenburg, T. L., Gladney, G. A., & Stephenson, T. (2016). The effects of euphemism usage in business contexts. Journal of Business Ethics, 137(2), 315-320.

Schivardi, F., Sette, E., & Tabellini, G. (2017). Credit misallocation during the European financial crisis. Bank of Italy Temi di Discussione (Working Paper) No, 1139

Schivardi, F., Sette, E., & Tabellini, G. (2020). Identifying the real effects of zombie lending. The Review of Corporate Finance Studies, 9(3), 569-592.

Suslava, K. (2021). "Stiff Business Headwinds and Uncharted Economic Waters": The Use of Euphemisms in Earnings Conference Calls. Management Science, 67(11), 7184-7213

Tausczik, Y. R., & Pennebaker, J. W. (2010). The psychological meaning of words: LIWC and computerized text analysis methods. Journal of language and social psychology, 29(1), 24-54.

Visco, I. (2021) "Le norme europee sul calendar provisioning e sulla classificazione della clientela da parte delle banche", Commissione Parlamentare di inchiesta sul sistema bancario e finanziario, Audizione del Governatore della Banca d'Italia Ignazio Visco, 10 febbraio, https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-governatore/integov2021/Visco_audizione_10022021.pdf