



Università Cattolica del S. Cuore

LABORATORIO DI ANALISI MONETARIA

OSSERVATORIO MONETARIO

n. 2/2009

Autori del presente rapporto sono: Giacomo Vaciago (Introduzione), Domenico Delli Gatti (cap. 1), Giovanni Verga (cap. 2), Roberto Tamborini (cap. 3), Flavia Ambrosanio (cap. 4), Angelo Baglioni e Luca Colombo (cap. 5).

Direzione e coordinamento: Marco Lossani. Segreteria: Elisabetta Scansani e Nicoletta Vaccaro.

Il rapporto è stato redatto sulla base delle informazioni disponibili al 24 giugno 2009.

Laboratorio di Analisi Monetaria:

Via Necchi, 5 - 20123 Milano - tel. 02-7234.2487; lab.monetario@unicatt.it; www.assbb.it

Associazione per lo Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa:

Sede: presso Università Cattolica del Sacro Cuore – Milano, Largo A. Gemelli n. 1

Segreteria: presso Banca Popolare Commercio e Industria – Milano, Via Moscova, 33 – tel. 02-6275.5252

SINTESI

Questo numero di Osservatorio Monetario si compone di due parti. La prima dedicata all'analisi della congiuntura reale e monetaria. La seconda focalizzata sull'andamento delle politiche fiscali con l'evolversi della crisi finanziaria globale.

PARTE I: ASPETTI DELLA CONGIUNTURA REALE E MONETARIA

Il primo capitolo esamina l'andamento del quadro macroeconomico internazionale che continua ad essere condizionato dalla crisi globale. Nel corso degli ultimi mesi si sono manifestati dei segnali incoraggianti, non di ripresa (i cosiddetti “germogli verdi” nel gergo degli analisti congiunturali) ma almeno di arresto del crollo dell'attività produttiva nei principali paesi industrializzati. Tuttavia, sembra ancora prematuro affermare che il peggio sia ormai passato. Il vero motivo di tale scetticismo risiede nella natura davvero particolare della recessione attuale che risulta più lunga e più profonda di quelle manifestatesi nel secondo dopoguerra. Per questo motivo l'unica pietra di paragone possibile – con gli opportuni distinguo del caso – continua a rimanere la Grande Depressione.

Il secondo capitolo verte sull'esame della gestione della politica monetaria da parte delle due principali banche centrali. La Fed, che aveva già quasi azzerato i suoi tassi a dicembre, sta continuando la sua politica di *credit easing* di finanziamenti “diretti e selettivi”. La BCE, che da ottobre ha tolto ogni limite quantitativo al finanziamento del sistema bancario, ha continuato nella politica di espansione monetaria e a maggio ha portato i tassi di *policy* al livello più basso dall'inizio delle sue operazioni.

L'andamento della congiuntura reale unitamente alla dinamica registrata dall'indice dei prezzi al consumo fa ritenere del tutto improbabili incrementi dei tassi ufficiali nei prossimi mesi.

PARTE II: CRISI E POLITICHE FISCALI

Nel terzo capitolo vengono offerti alcuni spunti di riflessione sul ruolo che la politica fiscale può svolgere per contrastare la crisi e porre le basi per la ripresa. In primo luogo, vengono richiamati brevemente i principi che militano a favore dell'uso della leva fiscale in un contesto come quello attuale di crisi economico-finanziaria. In seguito, vengono messi in luce gli elementi critici che caratterizzano la particolare natura e virulenza della crisi in atto, allo scopo di valutare se e in che misura i governi dispongano di strumenti adeguati per intervenire. Infine, nei limiti dei dati disponibili, vengono passati in rassegna i piani fiscali dei principali governi mondiali, con particolare riferimento all'Europa. Infine, si conclude con alcune considerazioni sull'eredità fiscale della crisi e la sostenibilità futura della finanza pubblica negli USA e nella regione europea.

Nel quarto capitolo viene dapprima esaminato l'andamento dei principali aggregati di finanza pubblica in Italia dai primi anni '90 ad oggi, concentrandosi sui risultati del 2008 e le più aggiornate previsioni per il 2009. In seguito vengono valutati gli interventi attuati dal Governo a partire dall'estate del 2008, per la correzione dei conti pubblici e per contrastare gli effetti della recessione. Ne emerge un quadro poco incoraggiante, da cui risulta come la profonda crisi economica che il nostro Paese sta attraversando riporterà la finanza pubblica in una situazione di forte squilibrio, vanificando in parte lo sforzo di risanamento compiuto nel corso degli anni '90. Gli effetti della crisi sono aggravati dal mancato consolidamento del



riequilibrio dei conti pubblici nel corso degli anni 2000, che, per certi versi, rappresentano un'occasione perduta.

Nel quinto capitolo, la condizione della finanza pubblica italiana è esaminata concentrandosi su di un aspetto particolare, relativo all'impatto della crisi sulla spesa per interessi. Sotto questo

profilo, la crisi dei mercati finanziari ha prodotto effetti positivi per la finanza pubblica, consentendo allo Stato un considerevole risparmio sul servizio del debito, quantificabile nell'ordine di 11 miliardi di Euro. Ciò è stato reso possibile dall'evoluzione dei tassi d'interesse, che hanno mostrato una continua discesa a partire dall'autunno dello scorso anno.



STABILITÀ FINANZIARIA CERCASI*

Da due anni si discute della necessità di nuove regole, e politiche, che servano a curare l'attuale crisi finanziaria e soprattutto ad evitarne altre in futuro. Rimettere ordine in questo dibattito e valutare quanto sia già stato deciso, e realizzato, è utile anche se non sempre facile. Consideriamo il problema dal punto di vista della Banca centrale e della politica monetaria, per i tre aspetti principali: nuovi e maggiori compiti; condizioni di responsabilità comune con altre autorità; grado di coordinamento tra Paesi diversi. In merito si confrontano due approcci radicalmente diversi: l'approccio che chiameremo "di Londra", che significa la soluzione nazionale al problema già decisa e avviata; dal lato opposto, l'approccio che chiameremo "di Bruxelles", che è invece la proposta di una molteplicità di organi di cooperazione tra tanti Paesi. E' anche chiaro che l'ottimo è probabilmente intermedio tra questi due estremi e richiederà notevoli capacità di leadership e di mediazione. E' possibile che sia questo il punto d'arrivo del Piano Obama?

Banking Act 2009

Con la riforma del febbraio 2009, si è modificata la riforma precedente, aggiungendo alla *Stabilità Monetaria* (con relativo Comitato e corrispondenti procedure) un obiettivo di *Stabilità Finanziaria* (la Banca "contribuirà a proteggere e promuovere la stabilità dei sistemi finanziari del Regno Unito") lavorando assieme agli altri organismi interessati (compreso il Tesoro e la FSA). A tale scopo si è appena costituito un *Financial Stability Committee* (presieduto dal Governatore, come già avviene col parallelo *Monetary Stability Committee*) che ha la responsabilità di contribuire (con

recommendations, advice, e con il *monitoring* delle azioni e delle funzioni svolte) a quanto serve per l'obiettivo della stabilità finanziaria. Il tutto è abbastanza ambizioso e vago per concludere che si inizia un nuovo corso che giustamente vede la Banca centrale responsabile nei confronti dell'obiettivo della stabilità finanziaria, qualcosa che nell'estate di due anni fa era sembrato le fosse stato tolto e trasferito non si sapeva bene a chi.

Questa soluzione, comunque, solleva più problemi di quanti ne risolva. Anzitutto perché pur essendo ambedue presieduti dal Governatore ci sono ora due distinti Comitati: uno che resta pienamente responsabile della stabilità monetaria (e a tal fine, senza che sia stato modificato né l'obiettivo né lo strumento, decide il tasso di interesse ufficiale) e l'altro che si occupa (non è detto che ne è responsabile ma che "vi contribuisce") di stabilità finanziaria. In altre parole, non è più vero quanto si sosteneva una volta, cioè che la Banca centrale garantiva solo la stabilità monetaria perché questa indirettamente favoriva anche la stabilità finanziaria, ma neppure si pone il problema dei rapporti tra quelle due dimensioni della stabilità. Continueremo ad avere le lettere del Governatore al Cancelliere (l'ultima è del 23 marzo 2009, quando l'inflazione era al 3,2%, e ciò richiedeva una spiegazione scritta e un impegno alla correzione) ogni volta che l'inflazione supera di un punto percentuale l'obiettivo annuo del 2%? Anche se nel frattempo, tutte le grandi banche falliscono e la disoccupazione raddoppia?

Il rapporto de Larosière

Opposta è la soluzione verso cui si muove Bruxelles, anche alla luce del rapporto della "Commissione de Larosière", che è stato fatto proprio dalla Commissione Barroso, ma che ovviamente è in attesa che entrino in funzione la

* A cura di Giacomo Vaciago.



nuova Commissione e il nuovo Parlamento europei.

L'enfasi di questa proposta è sulla necessaria cooperazione internazionale. Non solo a livello globale: Financial Stability Board, Fondo Monetario Internazionale e Basel Committee of Banking Supervisors; ma pure a livello europeo con due nuovi Consigli, uno più macro ed uno più micro, cioè l'*European Systemic Risk Council* (ESRC) e l'*European System of Financial Supervision* (ESFS). Il primo, presieduto dal Presidente della BCE, si dovrà occupare di vigilanza macroprudenziale, in corrispondenza al *rischio sistemico*, e quindi cooperare con IMF, FSB e G-20. Il secondo si occupa invece del coordinamento di quanti fanno supervisione degli intermediari (banche, titoli, assicurazioni) nei diversi Paesi europei. Anche in questo caso si ritiene (almeno per i prossimi anni) che il coordinamento di tante autorità che restano nazionali sia sufficiente, anche nei confronti di intermediari che sono nel frattempo molto cresciuti fino a raggiungere dimensioni e operatività europee. Ma una revisione dopo un triennio di attività dovrà accertare se altri passi si renderanno necessari.

Non stupisce osservare che Londra dovendo difendere la reputazione, un po' scossa, di un centro finanziario di grande importanza si sia già mossa sulla strada di porre rimedio ai problemi emersi negli ultimi due anni. E' una soluzione chiaramente parziale e che solleva tanti problemi quanti ne risolve. La *stabilità* economica è infatti somma di tre aspetti: profilo del reddito (o *output gap*) cioè di quanto viene mancato l'obiettivo di tenere l'economia vicina al suo "potenziale"; stabilità monetaria (cioè poca inflazione); stabilità finanziaria (cioè contenuta varianza dei prezzi delle attività e pochi fallimenti di intermediari). La crisi odierna richiede anzitutto una riflessione sui rapporti che

ci sono tra queste tre dimensioni della stabilità: sono indipendenti oppure complementari, oppure vi sono *trade offs*? Devono essere quindi responsabilità distinta di diverse Autorità oppure responsabilità unica di una sola Autorità (in grado di produrre il *mix* ottimale dei 3 aspetti)? Quanto detto con riferimento al ruolo della Banca centrale e della politica monetaria si estende poi alle altre Autorità ed alle loro competenze. Anche in quel caso, possiamo domandarci se prevalgano indipendenza o complementarità; e alla fine concludere se la moltiplicazione dei nuovi organismi e dei loro compiti servirà a rendere più robusto e sicuro il sistema finanziario.

Il Piano Obama nel frattempo presentato (Dept. of the Treasury, *Financial Regulatory Reform*, June 2009) può rappresentare la sintesi di questi due approcci nella misura in cui unisce l'aumentata responsabilità della Banca centrale rispetto alla stabilità finanziaria (la Fed si occuperà di *vigilanza macroprudenziale*) con un nuovo Consiglio di coordinamento delle altre istituzioni di vigilanza dei diversi intermediari.

Anche questa soluzione di compromesso è stata criticata, perché lascia in vita troppe distinte autorità di vigilanza limitandosi a prevederne il loro coordinamento. Ma è forse la più realistica per partire, lasciando alla successiva evoluzione il compito di verificare la necessità di una maggior integrazione. Il problema irrisolto a livello analitico, prima ancora che politico e/o di regolazione, è infatti quello della maggiore o minore *specializzazione* degli intermediari (e del loro rapporto con i mercati finanziari). O meglio, si discute molto di dimensione (poiché è questo l'aspetto che più ha costretto a tanti salvataggi: *too big to fail!*), ma non abbastanza di chi-fa-cosa: se possono rimanere intermediari che fanno un po' di tutto, non ha poi senso che siano vigilati da tante diverse Autorità.

PARTE I - ASPETTI DELLA CONGIUNTURA REALE E MONETARIA

1. IL QUADRO MACROECONOMICO*

Ci sono segnali incoraggianti, non di ripresa ma almeno di arresto del crollo dell'attività produttiva nei principali paesi industrializzati. E' ancora presto, tuttavia, per dire se ci siamo lasciati il peggio alle spalle.

La recessione è di tipo nuovo rispetto al recente passato. E' lunga e profonda in modo eccezionale. Per questo motivo l'unica pietra di paragone possibile è la Grande Depressione.

Ma le autorità di politica economica hanno imparato la lezione degli anni '30 e tamponato in modo deciso le falle della domanda aggregata aperte – in primo luogo negli USA – dalla crisi finanziaria globale. Esiste quindi una rete di protezione monetaria e fiscale che ha attenuato la caduta. Rimane da vedere quanto ancora durerà la stagnazione prima della ripresa vera e propria. E soprattutto cosa occorrerà fare dopo la recessione e la crisi per evitare che si ripetano.

1. A che punto è la notte...¹

Nel momento in cui scriviamo – giugno 2009 – si manifestano sintomi, secondo gli ottimisti, di arresto del crollo produttivo che ha contraddistinto la recessione più grande dall'epoca della Grande Depressione.

I prezzi delle materie prime – in particolare del petrolio – hanno cominciato a risalire in primavera: è un segno di ripresa della domanda e della produzione di beni.

* A cura di Domenico Delli Gatti.

¹ Il titolo del giallo di Fruttero e Lucentini (e di un film di Nanny Loy tratto dal romanzo) coglie bene l'incertezza della congiuntura attuale.

I tassi di interesse a lunga stanno risalendo anch'essi; è la fine del *flight to quality* a favore dei titoli di stato che ha caratterizzato il momento di maggior panico sui mercati finanziari. E' inoltre una manifestazione di aspettative positive sia per quanto riguarda l'inflazione sia per quanto concerne l'*output gap* nel prossimo futuro.

Ma anche a voler vedere la bottiglia mezza piena siamo ben lontani dalla fine del tunnel. La nottata "adda passà" – secondo il celebre detto di Eduardo – ma la luce del mattino non rischiarerà ancora il quadro congiunturale. Difficile distinguere, nella posizione degli ottimisti, la realtà dal *wishful thinking* inconsciamente inteso a rovesciare il segno dello stato di fiducia, tuttora pesantemente negativo.

In realtà, come ha scritto efficacemente Robert Solow, "nessuno può sapere quanto durerà la recessione né quanto sarà profonda. Ciò perché la pericolosa combinazione di recessione 'reale' e collasso finanziario – ognuno dei quali è allo stesso tempo causa ed effetto dell'altro – rende la situazione più complessa, instabile e soggetta e fattori psicologici imponderabili e più distante dall'esperienza precedente."²

2. La Grande Recessione

Il passo dalla Grande Crisi Finanziaria (o crisi finanziaria globale) alla Grande Recessione è stato breve e non ha risparmiato nessuno. I paesi industrializzati ne sono stati travolti. Quanto agli emergenti, alcuni hanno rallentato il passo in

² Robert Solow, "How to Understand the Disaster", recensione al libro appena pubblicato di Richard Posner *A Failure of Capitalism* comparsa sulla *New York Review of Books*, 14-27 maggio 2009, p.4. I fattori psicologici a cui accenna Solow sono l'oggetto principale del libro appena pubblicato di George Akerlof e Robert Shiller *Animal Spirits*, recensito da Benjamin Friedman sulla *New York Review of Books*, 28 maggio-10 giugno 2009.

modo rilevante, altri sono entrati in recessione come gli avanzati.

Con il senno di poi, possiamo tranquillamente affermare che la crisi dei mutui *subprime* scoppiata nell'agosto del 2007 è stata un episodio relativamente minore nell'evoluzione del quadro macroeconomico degli ultimi due anni. Il comparto dei mutui *subprime* era evidentemente l'anello debole del sistema finanziario USA di modo che proprio in quel segmento sono venuti al pettine i nodi della crisi e degli squilibri di fondo che caratterizzavano l'economia mondiale.

La crisi dei *subprime* ha quindi innescato la crisi finanziaria globale il cui sviluppo è stato impetuoso e per certi versi sorprendente. Il culmine della crisi è stato il *financial meltdown* che si è verificato con il fallimento di Lehman Brothers e che è stato arrestato con il salvataggio di AIG e con il piano TARP di Paulson e Bernanke.

Il settembre del 2008 è stato il vero punto di svolta non solo per quanto riguarda la crisi finanziaria – il crollo delle quotazioni azionarie in corrispondenza dell'evento ne è stato l'epifenomeno – ma anche dal punto di vista reale, perché l'attività produttiva si è fermata e la recessione si è approfondita e allargata.

A cavallo tra il 2008 e il 2009, infatti, si è registrato un vero e proprio tracollo della domanda aggregata e della produzione in tutti i principali paesi industrializzati, come evidenziato nella TAB. 1 che riporta i tassi di variazione congiunturali annualizzati (c.a.) del PIL nel quarto trimestre del 2008 e nel primo del 2009.

Paradossalmente, la contrazione dell'attività produttiva negli USA, ossia nell'epicentro della crisi finanziaria, sebbene di dimensioni eccezionali rispetto alla storia macroeconomica precedente degli Stati Uniti, è stata più

contenuta che nel resto del mondo industrializzato.

TAB. 1: PIL: tassi di crescita (variazione congiunturale annualizzata)

	IV-08	I-09
USA	-6.3	-5.7
Giappone	-12.1	-14.2
Regno Unito	-5.9	-7.4
Eurozona	-6.2	-9.7
Francia	-4.4	-4.7
Germania	-8.2	-14.4
Italia	-7.5	-10.1
Spagna	-3.8	-7.4

Fonte: dati di contabilità nazionale

La performance di segno negativo più impressionante è quella del Giappone. L'area Euro si colloca in un certo senso a metà strada: la recessione è più rilevante (nel primo trimestre del 2009) di quella registrata negli USA, ma meno di quella che affligge il Giappone. L'Italia subisce come gli altri paesi europei la crisi e importa la recessione. Lo shock colpisce un'economia già in palese affanno – anche senza voler dar troppo credito all'ipotesi sul “declino” dell'economia italiana – ma la contrazione è comunque meno drammatica che in Germania.

I paesi emergenti, lungi dal sostenere la domanda mondiale, hanno subito i contraccolpi della crisi. Quelli che hanno continuato a crescere – come l'India o la Cina – hanno rallentato il passo in modo drastico, come si può notare dalla TAB. 2.³

Alcuni dei principali emergenti, peraltro, sono entrati in recessione. Il caso più eclatante è quello della Russia in cui la contrazione del PIL

³ Per gli emergenti sono disponibili solo le variazioni percentuali tendenziali. Per rendere possibile un confronto con la dinamica dei paesi avanzati, nella TAB. 2 abbiamo riportato anche le variazioni percentuali tendenziali del PIL dei paesi industrializzati.

nel primo trimestre del 2009 è addirittura maggiore che in Giappone.

TAB. 2: PIL: tassi di crescita (variazione tendenziale)

	IV-08	I-09
USA	-0.8	-2.5
Giappone	-4.3	-8.8
Regno Unito	-2.0	-4.1
Eurozona	-1.5	-4.8
Francia	-1.1	-3.2
Germania	-1.7	-6.9
Italia	-2.9	-6.0
Spagna	-0.7	-3.0
Brasile	+1.3	-1.8
Russia	+1.2	-9.5
India	+5.3	+5.8
Cina	+6.1	+6.1

Fonte: dati di contabilità nazionale

Si comprende quindi perché le stime della dinamica del PIL mondiale prevedano per il 2009 un segno negativo nell'ordine dell'1-2%. Si tratta di un'inversione ciclica drammatica dal momento che fino a due anni addietro il tasso di crescita del PIL mondiale oscillava attorno al 4%.

L'onda lunga della recessione partita dagli USA ha colpito come uno tsunami, ossia ingigantendosi man mano che avanzava, il resto del mondo attraverso l'avvitamento del commercio estero. Il tracollo del commercio mondiale supererà il 10% nel 2009.

Esauritasi la capacità di assorbimento da parte dell'economia USA, i grandi paesi esportatori europei (in primis la Germania) e asiatici (Giappone, Cina, India) hanno visto contrarsi in modo drammatico i mercati di sbocco, sia per l'effetto diretto (minor domanda di importazioni da parte degli USA) sia per quello indiretto (minor domanda di importazioni da parte dei paesi che tradizionalmente contavano sulle loro esportazioni per sostenere la crescita interna).

Le caratteristiche più impressionanti della crisi attuale, infatti, sono la *rapidità* della trasmissione degli shock dalla sfera finanziaria a quella reale e la *sincronizzazione* dei movimenti ciclici.

La recessione ha spazzato via dal tavolo delle questioni urgenti sul tappeto il problema dell'inflazione. Il tasso di crescita dei prezzi al consumo nella media del 2009 è in territorio negativo per gli USA e prossimo allo zero per l'euro-zona. Il rischio, come è noto, è quello della deflazione, che si accompagna quasi sempre a recessioni di entità così rilevanti.

3. Stati Uniti

La prima stima (*advance estimate*) – resa pubblica in aprile – del tasso di crescita congiunturale annualizzato del PIL USA nel primo trimestre del 2009 era negativa per oltre il 6%, in linea con la flessione del quarto trimestre del 2008. La seconda stima (*preliminary estimate*) – resa pubblica a fine maggio – ha confermato il segno della prima ma ha leggermente corretto l'ordine di grandezza della flessione, che risulta essere pari a -5,7%.

Quali sono le fonti della recessione? Per capire cosa è successo in apertura dell'anno in corso, nella TAB. 3 facciamo un confronto tra la composizione del tasso di crescita trimestrale del PIL nella seconda metà del 2008 e nel primo trimestre del 2009 per *contributi alla crescita* delle diverse componenti della domanda aggregata.

Nei primi tre mesi del 2009, il contributo negativo alla crescita più rilevante in valore assoluto è quello degli investimenti non residenziali (oltre 4 punti percentuali). Come si può notare dalla tabella si tratta della prosecuzione e dell'approfondimento di una

tendenza riflessiva in corso già dal terzo trimestre del 2008. Anche gli investimenti residenziali hanno contribuito negativamente alla crescita ma questa ovviamente non è una novità: è dal primo trimestre del 2006 che i tassi di variazione dell'investimento residenziale sono sistematicamente negativi.

Pesantemente negativo è risultato anche il contributo dell'investimento in scorte (oltre 2 punti percentuali).

Anche le esportazioni e la spesa pubblica hanno contribuito al tracollo mentre i consumi delle famiglie e le importazioni ne hanno attutito l'impatto.

E' impressionante la differenza (oltre tre punti percentuali) tra il contributo delle scorte nel terzo trimestre del 2008 – fortemente positivo – e quello decisamente negativo nel primo trimestre del 2009 (nel quarto il contributo è moderatamente negativo).

Il disinvestimento in scorte ha quindi abbattuto il tasso di crescita del PIL nello scorcio iniziale del 2009 mentre l'accumulazione di scorte lo ha sostenuto in chiusura del 2008.

TAB. 3: PIL USA: tassi di crescita (variazione congiunturale annualizzata e contributi alla crescita)

	III-08	IV-08	I-09
PIL	-0.5	-6.3	-5.7
Consumi	-2.75	-2.99	1.08
Invest. residenziali	-0.60	-0.80	-1.39
Invest. macchinari	-0.19	-2.56	-4.54
Invest. Scorte	0.84	-0.11	-2.34
Spesa pubblica	1.14	0.26	-0.71
Esportazioni	0.40	-3.44	-3.86
Importazioni	0.65	3.29	6.05

Fonte: Bureau of Economic Analysis

Questa inversione di tendenza deve essere accostata, a fini esplicativi, alla dinamica dei consumi. Sul finire del 2008 i consumi privati hanno dato un contributo decisamente negativo

alla crescita. Le imprese si sono quindi trovate ad accumulare scorte di prodotti finiti di natura presumibilmente involontaria. Al contrario nel primo trimestre del 2009 il contributo dei consumi è stato positivo. Le imprese hanno approfittato della dinamica moderatamente positiva dei consumi per smaltire le scorte di prodotti invenduti nei trimestri passati.

E' interessante notare come la dinamica speculare delle scorte e dei consumi sia particolarmente accurata se si depura il contributo alla crescita delle scorte dalla componente agricola (considerando quindi solo i prodotti del settore manifatturiero) e si concentra l'attenzione sulla spesa in beni di consumo durevoli, in particolare per motoveicoli. In buona sostanza ci sembra di poter congetturare che il crollo della spesa in beni di consumo durevoli – e in particolare automobili – che ha caratterizzato lo scorcio finale del 2008 in una certa misura ha colto di sorpresa le imprese, che hanno di conseguenza accumulato automobili invendute. La ripresa della domanda in apertura del 2009 ha consentito alle imprese produttrici di ridurre il numero di automobili invendute (un fenomeno che si è prodotto in qualche misura anche in Europa) ma ovviamente nel frattempo la produzione di valore aggiunto si è interrotta.

Il contributo dell'assorbimento interno alla crescita del PIL è stato negativo per circa 8 punti percentuali. Se non ci fosse stata la (peraltro modesta) crescita dei consumi, il tasso di decrescita del PIL dovuto agli investimenti (in capitale fisso, residenziali e in scorte) e alla spesa pubblica avrebbe sfiorato il 9%. La decrescita si è fermata al 6% grazie al contributo delle esportazioni nette, che è stato positivo per oltre due punti percentuali.

Si noti che questo risultato è dovuto ad un fortissimo arretramento sia delle esportazioni (che sono diminuite in termini reali di circa il

30% su base congiunturale annualizzata) che delle importazioni (che si sono ridotte del 40%). Poiché le seconde sono diminuite più rapidamente delle prime il contributo delle esportazioni nette è risultato positivo.

Il crollo di domanda e produzione ha creato un largo eccesso di offerta di lavoro: il tasso di disoccupazione è salito al 9%. Ricordiamo che il minimo del tasso di disoccupazione, raggiunto nel pieno dell'espansione dell'era Clinton, è stato inferiore al 4%.

Di fronte al tracollo della domanda interna, la banca centrale e l'Amministrazione sono corse ai ripari attraverso la politica monetaria e quella fiscale. La leva monetaria è stata utilizzata al massimo. Il tasso di interesse di intervento ha toccato il limite inferiore posto a zero e quindi la manovra dei tassi di interesse è al momento possibile solo verso l'alto. Di conseguenza l'espansione monetaria, per essere efficace deve necessariamente passare attraverso le quantità. Si tratta del cosiddetto *quantitative easing* che si manifesta – ed è questa la caratteristica saliente della nuova politica monetaria in un contesto di tasso d'interesse prossimo allo zero – nell'erogazione di liquidità da parte della banca centrale direttamente agli operatori in deficit finanziario, ad esempio attraverso l'acquisto di carta commerciale, poiché il sistema bancario è ancora sostanzialmente caratterizzato da un'estrema cautela nell'erogazione del credito. Le banche, infatti, non hanno ancora risolto il problema della ripulitura dei bilanci dalle perdite associate ai titoli illiquidi.⁴ Il nuovo piano di Geithner, denominato PPIP (*Public-Private Investment Initiative*) ha suscitato un vespaio di polemiche – con gli economisti schierati in larga

⁴ Il FMI ha recentemente stimato in 4mila miliardi di dollari l'ammontare complessivo di perdite su titoli illiquidi accumulate dal sistema finanziario statunitense. Si ricorda che all'inizio della crisi le stime erano di poche centinaia di milioni di dollari.

maggioranza, quale che sia la loro colorazione politica, contro il piano stesso – e non è ancora operativo.

In una condizione di sostanziale “trappola della liquidità”, come ci insegnano i libri di testo, è la politica fiscale ad essere ovviamente più efficace nello stimolare l'economia. In effetti l'amministrazione Obama ha stanziato 800 miliardi di dollari, pari al 6% del PIL, di nuova spesa pubblica su tre anni.

Il deficit 2009 salirà, alla luce di questo pacchetto e anche dello sforzo di salvataggio e ricapitalizzazione delle banche al 12% del PIL. Il debito pubblico, che è rimasto sotto il 70% del PIL nel 2008, salirà di conseguenza oltre l'80% nel 2009.

Si tratta di cifre imponenti che sollevano naturalmente la questione della sostenibilità di lungo periodo.⁵

L'opinione di consenso tra gli analisti congiunturali è che questo sforzo fiscale (e lo stimolo monetario) siano alla radice dell'arresto del tracollo della domanda aggregata. Sull'efficacia della manovra nel rilanciare (*kickstart*) l'economia ci sono tuttavia opinioni discordanti. E' francamente troppo presto per trarre conclusioni su questo punto.

4. Unione Europea

Come si è detto precedentemente, l'Europa è stata investita in pieno dalla recessione, in misura ancor più pesante che negli USA. Come si poteva facilmente prevedere, investimenti e spesa in beni di consumo durevole sono risultate le componenti della domanda aggregata più colpite. Lo stato di fiducia di consumatori ed imprese, infatti, è peggiorato rapidamente al culmine della crisi finanziaria e si è portato su livelli storicamente molto bassi.

⁵ Si veda il capitolo 3.

La caduta della domanda estera, poi, ha gravemente penalizzato i paesi a più netta vocazione esportatrice come la Germania e l'Italia. Il tasso di variazione percentuale tendenziale delle esportazioni dell'area euro è stato pari al -7,3% nel quarto trimestre del 2008 e al -4,5% nel primo trimestre del 2009. La contrazione delle importazioni è stata imponente ma comunque meno rilevante di quella delle esportazioni di modo che il contributo della domanda estera netta alla crescita del PIL è risultato negativa.

Dal punto di vista settoriale, il comparto più colpito è il manifatturiero. Il tracollo dell'attività industriale è impressionante. Nell'area euro la produzione è crollata del 20% tra luglio 2007 e febbraio 2009, una contrazione molto più rilevante di quella rilevata – su un orizzonte temporale di analoga lunghezza – in precedenti fasi congiunturali negative.

Inizialmente l'impatto della crisi sul mercato del lavoro è stato mitigato dal *labour hoarding* – ossia dalla tendenza delle imprese a trattenere temporaneamente al loro interno la forza lavoro impiegata divenuta sovrabbondante – che ha prodotto anche una caduta ciclica della produttività. Ma si tratta di un fenomeno temporaneo: in presenza di domanda stagnante le imprese sono costrette a liberarsi della forza lavoro in eccesso dando luogo nel corso della recessione ad un consistente incremento del tasso di disoccupazione. Nel corso del 2008 il tasso di disoccupazione nell'area euro si è aggirato attorno al 7,5% ma si prevede che raggiunga il 9% nel corso del 2009.

La risposta di politica economica delle autorità europee ricalca in buona misura quella delle autorità statunitensi ma con alcuni importanti distinguo.

Per quanto riguarda la politica monetaria, dopo il fallimento di Lehman la BCE ha corretto la

rotta in direzione di un taglio deciso dei tassi di intervento, accordandosi a Fed e Bank of England. Fino all'estate del 2008, infatti, la BCE aveva tenuto duro sul fronte dei tassi di intervento per motivi anti-inflazionistici, distinguendosi così dalle consorelle anglosassoni.

Per quanto riguarda l'immissione di liquidità, la BCE sembra tentata dal *quantitative easing* adottato in USA e in UK, ma non è ancora costretta ad adottarlo disponendo ancora di un lieve margine in termini di tassi di intervento.

Per quanto riguarda la politica fiscale di cui parleremo a lungo nei capitoli successivi, siamo in presenza di un orientamento espansivo sia in UK sia nell'Eurozona. Il patto di stabilità e crescita, che avrebbe dovuto contenere il rapporto tra deficit e PIL al di sotto del 3% nell'area euro, è stato di fatto accantonato. Nella media del 2009 si prevede che tale rapporto salga sopra il 4%.

Ovviamente, a parità di rapporto deficit/PIL lo squilibrio di finanza pubblica è più preoccupante per i paesi con più alto rapporto debito/PIL. Ciò spiega l'aumento dello *spread* tra titoli di Stato dei paesi deboli (Italia compresa) e Germania nella fase più acuta della crisi. Si è quindi parlato di rischio di *break-up* dell'UME per effetto della deriva dei paesi fiscalmente deboli. Tale rischio si è rivelato almeno finora largamente sopravvalutato. Tutto sommato possiamo dire che l'Unione Monetaria tiene e tiene bene.

Più rilevante è la questione fiscale per i paesi europei centro-orientali appartenenti all'Unione Europea e in attesa di entrare nell'UME. In questi paesi – si pensi ai paesi baltici, all'Ungheria, alla Romania, alla Polonia – la recessione ha colpito duramente. A peggiorare il quadro congiunturale ha contribuito il deprezzamento della valuta nazionale che ha

appesantito il debito estero espresso in moneta nazionale e accresciuto le tendenze recessive in atto. La condizione della finanza pubblica è quindi rapidamente diventata di segno espansivo – anche solo per l’operare dei cosiddetti stabilizzatori automatici – e il rapporto deficit/PIL si è collocato su un sentiero che può condurre a perdere il controllo dei conti pubblici.

Per questi paesi quindi la prospettiva di ingresso nell’UME si allontana per un duplice motivo: il deprezzamento della moneta nazionale rispetto all’euro e lo squilibrio di finanza pubblica. I due piccoli paesi dell’Europa centro-orientale che sono entrati nell’UME di recente, ossia la Slovenia e la Slovacchia, hanno colto l’ultima opportunità pre-crisi per l’ingresso e si sono fatti scudo dell’euro per evitare il problema del deprezzamento che adesso affligge gli altri paesi della stessa area geografica.

5. Quando finirà?

Le previsioni per il 2009 sono quindi ovviamente negative e caratterizzate generalmente da un ordine di grandezza eccezionale. Non siamo di fronte ad una recessione di modesta portata e di breve durata come quelle, ad esempio, del 1990-91 o del 2000-2001 negli USA ma a una recessione profonda e di lunga lena (*long slump*).

Nella TAB. 4 abbiamo riportato il preconsuntivo 2008 e le previsioni per il biennio 2009-2010 del FMI. La colonna centrale relativa al 2009 ha il segno meno per quasi tutti i paesi considerati, industrializzati ed emergenti, tranne Cina e India. Per il 2010 si prevede la fine della contrazione e in qualche caso un modesto rimbalzo.

TAB. 4: PIL: tassi di crescita medi annui (preconsuntivi e previsioni)

	2008	2009	2010
USA	+1.1	-2.8	0.0
Giappone	-0.6	-6.2	+0.5
UK	+0.7	-4.1	-0.4
Eurozona	+0.9	-4.2	-0.4
Francia	+0.7	-3.0	+0.4
Germania	+1.3	-5.6	-1.0
Italia	-1.0	-4.4	-0.4
Spagna	+1.2	-3.0	-0.7
Brasile	+5.1	-1.3	+2.2
Russia	+5.6	-6.0	+0.5
India	+7.3	+4.5	+5.6
Cina	+9.0	+6.5	+7.5

Fonte: FMI, World Economic Outlook, Aprile 2009

Anche nell’eventualità che la recessione finisca nel 2009 come dicono gli ottimisti, essa sarebbe durata, negli USA, due anni, ossia praticamente il doppio delle recessioni recenti.⁶ Occorre peraltro riconoscere che contrazioni dell’attività economica di così ampia portata possono subire recrudescenze improvvise e non irrilevanti. In questo caso la durata sarebbe anche maggiore. Non ci sentiamo quindi di iscriverci al partito degli ottimisti ma saremo ben lieti di riconoscere di esserci sbagliati.

6. Che fare dopo?

Una volta usciti dal profondo della recessione e ripresa faticosamente la strada della crescita occorrerà porre mano alle riforme necessarie a sostenerla e soprattutto ad evitare che la Grande Crisi si ripeta.

Possiamo immaginare tre obiettivi di politica economica.

⁶ Rammentiamo che il NBER ha fissato al dicembre 2007 l’inizio della recessione americana anche se le contrazioni del PIL a livello trimestrale sono iniziate solo col secondo trimestre del 2008.

Rientrare dagli squilibri interni

In primo luogo (e sicuramente primo in ordine di urgenza), nel medio periodo si pone il problema del rientro dagli squilibri della finanza pubblica e del quadro monetario che la politica economica super-espansiva adottata nel corso degli ultimi due anni ha prodotto.

Per quanto riguarda la politica monetaria si tratterà di riassorbire l'enorme aumento della base monetaria che è stato creato soprattutto dopo il fallimento di Lehman.⁷ In condizioni normali questo non costituisce un grosso problema, né dal punto di vista tecnico né da quello politico.

Più complicato e delicato si rivelerà il problema del rientro dagli squilibri della finanza pubblica, sia per il mero dato quantitativo – il deficit pubblico USA viaggia attorno al 12% del PIL nel 2009 e il debito pubblico sfiorerà l'80% del PIL nel 2010 – sia per le ripercussioni in senso lato delle politiche di riequilibrio.

L'Amministrazione Obama ha fatto ogni sforzo, anche nel pieno dell'emergenza post fallimento di Lehman, per rassicurare i mercati che l'eccezionale sforzo di espansione fiscale è temporaneo ma bisognerà passare prima o poi dalle intenzioni, per quanto lodevoli, ai fatti e non sarà facile. Non è politicamente agevole ridurre le dimensioni del settore pubblico dopo un periodo prolungato di espansione e in condizioni congiunturalmente comunque

⁷ Prima del fallimento di Lehman, la Federal Reserve tendeva a sterilizzare gli interventi a sostegno della liquidità delle banche, mantenendo pressoché inalterata la dimensione del suo bilancio ma cambiandone in modo rilevante la composizione. Dopo Lehman questa politica di sterilizzazione è stata abbandonata, creando le premesse per un forte incremento della dimensione del bilancio della Fed. Si tratta di un fenomeno anomalo che i vertici della Fed hanno già detto di voler eliminare una volta superata la crisi.

difficili, dal momento che la crescita non tornerà per un pezzo ai livelli precedenti la crisi.

Ri-regolamentare il sistema finanziario

In secondo luogo occorrerà procedere alla ri-regolamentazione del sistema bancario e finanziario. Si tratta di un problema certamente più complicato di quello visto al punto precedente. Infatti, mentre sul modo di eliminare gli squilibri interni dovuti all'espansione monetaria e fiscale c'è un consenso di massima tra gli economisti e i *policy maker*, molto più articolati e complessi sono i punti di vista sulla regolamentazione del sistema finanziario.

Ad un estremo troviamo i fautori di una *separazione* netta tra banche commerciali e altre istituzioni finanziarie – una riedizione moderna, riveduta e corretta, del modello Glass-Steagall – mentre all'altro estremo si colloca chi ritiene molto più dannoso che benefico il ritorno all'interventismo regolatorio.

In mezzo, troviamo un'ampia gamma di posizioni intermedie, che si collocano in modo diverso lungo il *trade off* – che sembrava archiviato e che la crisi ha costretto a riscoprire – tra efficienza e stabilità del sistema finanziario.

Ovviamente i vertici del sistema bancario e finanziario optano, almeno implicitamente, per la prescrizione anti-regolatoria. La fretta con cui alcune banche americane stanno restituendo i fondi TARP è perlomeno sospetta e non si riesce francamente a scacciare il sospetto che, una volta ottenuto il salvataggio da parte del settore pubblico – con l'unica eccezione di Lehman – il management delle banche non veda l'ora di disfarsi della presenza ingombrante del settore pubblico per tornare ad avere mano libera, ad esempio, in termini di remunerazione dei managers stessi.

Affrontare gli squilibri globali

Last but not least occorrerà affrontare la questione delle *global imbalances*, ossia degli squilibri globali che, per giudizio pressoché unanime, hanno portato alla crisi attuale. La questione si riassume nella persistenza del deficit di parte corrente degli USA – ovvero nel surplus persistente dei movimenti di capitale – che è simmetrico ai surplus persistenti di parte corrente dei paesi europei – in particolare la Germania – e dei paesi asiatici di industrializzazione recente (ad esempio la Cina) o ormai consolidata (Giappone).

Nella letteratura e nella pubblicistica circolano sostanzialmente due tesi a questo proposito.

Secondo la prima interpretazione, che è di moda in particolare in Europa ed in Asia, all'origine degli squilibri globali c'è il livello "eccessivo" dell'assorbimento americano (consumi, investimenti e spesa pubblica) rispetto alla produzione USA. In altri termini, sarebbero gli americani a "vivere al di sopra dei propri mezzi" e il resto del mondo si limiterebbe a fornire agli USA i beni e servizi richiesti e non prodotti all'interno.

La seconda interpretazione, che trova udienza specialmente oltreoceano, sottolinea invece il ruolo del livello "eccessivo" del risparmio nel resto del mondo – e specialmente nei paesi emergenti a più elevato tasso di crescita – nella generazione degli squilibri globali. E' la tesi del *global saving glut* autorevolmente sostenuta, ad esempio, da Bernanke.

Secondo questo punto di vista, sarebbero i cinesi (e non solo...) a risparmiare troppo e ad essere quindi costretti a trovare all'estero mercati di sbocco per le loro merci. Gli americani quindi farebbero un favore al resto del mondo rendendosi disponibili ad assorbire l'eccesso di

produzione dei paesi emergenti e dei paesi industrializzati a più spiccata vocazione manifatturiera. La recessione interna negli USA segnalerebbe l'incapacità degli USA a continuare a fungere da *consumer of last resort* per l'economia mondiale.

Quale che sia l'interpretazione che si ritiene più fondata, è ovvio che la recessione americana induce tendenzialmente un riequilibrio di questo nodo strutturale attraverso una riduzione consistente dei consumi americani. Se guardiamo ai dati più recenti, troviamo conferma alla correlazione negativa tra dinamica del PIL USA e saldo delle partite correnti. Il deficit di parte corrente che aveva toccato il 7% prima della crisi si ridurrà a poco meno del 3% nel 2009 come mostra la TAB. 5. I consumi interni statunitensi, infatti, si sono drasticamente ridotti e la propensione al risparmio, che si era azzerata e per alcuni trimestri era risultata negativa, è tornata in territorio positivo.

A questa contrazione del deficit di parte corrente americano ha fatto riscontro la riduzione del surplus tedesco e giapponese. Nel caso della Cina, tuttavia, si prevede un incremento del surplus nel corso del 2009. Ciò perché la flessione delle importazioni è stata così rilevante da più che compensare la flessione delle esportazioni, accrescendo per questa via l'avanzo di parte corrente.

La correzione in corso dovuta alla recessione quindi non sarà sufficiente ad eliminare gli squilibri globali.⁸ Ci vorrà ancora tempo e probabilmente un riallineamento più accentuato dei tassi di cambio reali effettivi per completare il percorso.

⁸ Su questo tema si rimanda al capitolo 3.



TAB. 5: Saldo di parte corrente in percentuale del PIL (preconsuntivi e previsioni)

	2008	2009	2010
USA	-4.7	-2.8	-2.8
Giappone	+3.2	+1.5	+1.2
UK	-1.7	-2.0	-1.5
Eurozona	-0.7	-1.1	-1.2
Francia	-1.6	-0.4	-0.9
Germania	+6.4	+2.3	+2.4
Italia	-3.2	-3.0	-3.1
Spagna	-9.6	-5.4	-4.4
Brasile	-1.8	-1.8	-1.8
Russia	+6.1	+0.5	+1.4
India	-2.8	-2.5	-2.6
Cina	+10.0	+10.3	+9.3

Fonte: FMI, World Economic Outlook, Aprile 2009

Il dollaro, ad esempio, che si è rafforzato nel corso della crisi per l'effetto *flight to quality* – ossia per il ritorno all'investimento in dollari dei capitali destinati all'investimento nei paesi emergenti prima della crisi – dovrebbe tornare a deprezzarsi in termini reali ed effettivi per aiutare il riequilibrio di parte corrente. Non si tratta di un fenomeno automatico né indolore perché molte banche centrali dei paesi emergenti sono riluttanti ad abbandonare la politica di accumulazione di riserve in dollari finora perseguita.

2. CRISI FINANZIARIA, TASSI DI MERCATO ED EVOLUZIONE DELLE POLITICHE MONETARIE [♦]

La crisi finanziaria, nettamente peggiorata a partire dal fallimento di Lehman Brothers e che aveva raggiunto il suo apice l'8 ottobre, si è attenuata nei mesi successivi. Gli *spread* tra le operazioni monetarie non garantite e garantite si sono ridotti, come pure quelli tra le obbligazioni *corporate* e i titoli di Stato. Le banche centrali hanno continuato la loro politica espansiva, con la BCE che da ottobre ha tolto ogni limite quantitativo al finanziamento del sistema bancario e a maggio ha portato il Repo a 1 punto percentuale. La Fed, che aveva già quasi azzerato i suoi tassi a dicembre, sta continuando la sua politica di *credit easing* di finanziamenti "diretti e selettivi".

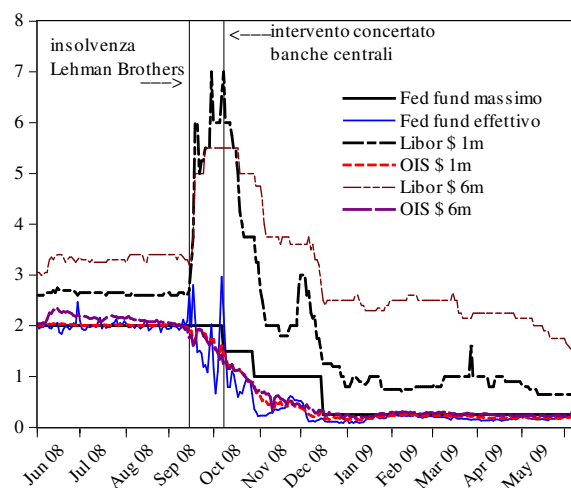
La liquidità creata dalle autorità monetarie per venire incontro all'esigenza dell'economia è tuttora ampia. Nei mesi più recenti, però, la liquidità bancaria non è più cresciuta negli USA, mentre, nella zona-Euro, si è addirittura ridotta in seguito alla minor domanda determinata dalla ripresa dei mercati interbancari. Non sono previsti incrementi dei tassi ufficiali nei prossimi mesi perché l'andamento dell'economia reale è tuttora negativo e l'inflazione appare sotto controllo e pertanto l'attuale assetto espansivo della politica monetaria continuerà ancora per parecchio tempo. La crisi finanziaria non è comunque superata: i mercati non sono ancora tornati nelle loro condizioni pre-2007, mentre la mancata ripresa del settore reale rappresenta un pericolo per la stabilità delle imprese e del settore creditizio. A questo proposito la BCE ha aumentato i suoi interventi a scadenza non breve e ha deciso di effettuare operazioni di mercato aperto sui *covered bond*.

[♦] A cura di Giovanni Verga.

1. La politica della Fed e l'evoluzione dei tassi negli USA

Da settembre a dicembre 2008 il rendimento effettivo sui Fed funds si è mantenuto, grazie all'abbondante liquidità fornita alle banche dalla Fed, sotto il suo target ufficiale. Anche i rendimenti OIS sul dollaro, esenti da rischio, si sono progressivamente ridotti rimanendo sempre sotto il tasso ufficiale anche per l'attesa di ulteriori manovre espansive da parte della Fed in risposta all'accentuarsi della crisi finanziaria e economica (FIG. 1).

FIG. 1: USA: tassi di mercato monetario



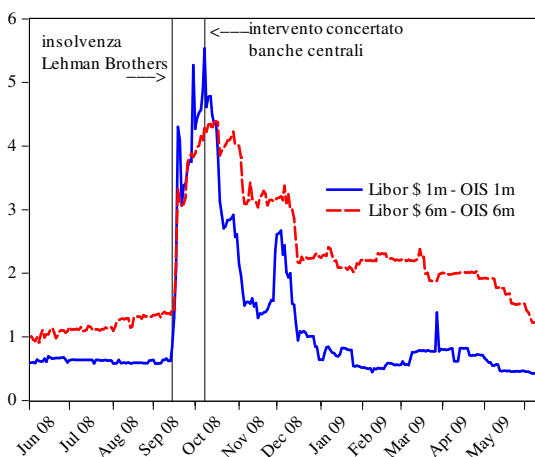
Fonte: Fed, Reuters

A partire dalla decisione di dicembre del FOMC di ridurre ulteriormente il tasso ufficiale introducendo una fascia target di 0-25 bps, sia il rendimento effettivo dei Fed funds che l'OIS a 1 e 6 mesi, in precedenza inferiori al tasso ufficiale, si sono mossi su un trend orizzontale attestato allo 0,25%, cioè al limite superiore del target sui Fed funds che ci si aspetta sarà mantenuto ancora per lungo tempo.

Anche il Libor a 1 e 6 mesi è diminuito a partire dall'8 ottobre, giorno del culmine della crisi, in parte per la diminuzione del tasso ufficiale, in parte perché si sono ridotti gli spread tra il Libor e l'OIS di pari scadenza.

La crisi finanziaria che aveva raggiunto una soglia di pericolo dopo l'insolvenza di Lehman Brothers del 15 settembre e si era ancora aggravata nei giorni successivi, sembra pertanto essersi attenuata negli ultimi mesi. Il differenziale tra il Libor sul dollaro e l'OIS (FIG. 2) si è così progressivamente ridimensionato e ora si trova a un livello dell'ordine di quello dello scorso agosto.

FIG. 2: Differenziale Libor-OIS



Fonte: Fed, Reuters

La Banca Centrale statunitense, che è determinata a mantenere per diversi mesi il suo tasso ufficiale a un livello prossimo a zero, sta proseguendo nella sua politica "quantitativa" di *credit easing*.

Questa politica, già esaminata nei suoi dettagli nello scorso numero dell'*Osservatorio*, si basa su interventi selettivi di iniezione di liquidità che si avvalgono dei seguenti strumenti operativi:¹

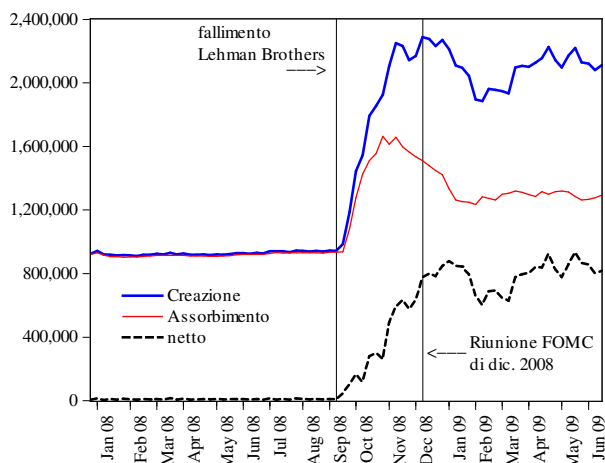
- *provvista di liquidità a breve termine* a banche e altre istituzioni di deposito e finanziarie (in particolare mediante le TAF) e *swaps* valutari bilaterali con altre 14 banche centrali così da fornire loro liquidità in dollari da concedere alle banche sottoposte alla loro giurisdizione;
- *provvista diretta di liquidità* ai debitori e investitori in mercati chiave del credito. A questo gruppo appartengono la *Commercial Paper Funding Facility*, l'*Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility*, la *Money Market Investor Funding Facility*, e la *Term Asset-Backed Securities Loan Facility*.
- *allargamento delle tradizionali operazioni di mercato aperto* a sostegno del funzionamento dei mercati creditizi tramite l'acquisto a titolo definitivo di attività a lungo termine (es. debiti delle CSE e MBS – 25 novembre 2008; titoli a lunga del Tesoro più ulteriore debito delle CSE e MBS – 18 marzo 2009).

Questi interventi hanno determinato un forte incremento nella liquidità netta delle banche nel periodo intercorrente tra il fallimento di Lehman Brothers e l'ufficializzazione della politica di "tassi zero" e *credit easing* dello scorso dicembre. Durante il 2009, però, tali aggregati (creazione e assorbimento di base monetaria) si sono mossi lungo un trend orizzontale così che lo stock netto di liquidità disponibile per le banche è rimasto praticamente fermo a un valore elevato (quello di dicembre), ma senza ulteriori significativi incrementi (FIG. 3).

I primi segnali positivi di questa politica selettiva sono già stati riscontrati nella riduzione dei tassi delle attività e dei mercati interessati dagli interventi, manifestatasi già al semplice annuncio delle operazioni, oltre che al miglioramento delle condizioni di liquidità dei beneficiari.

¹ <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst.htm>

FIG. 3: Creazione e assorbimento della liquidità bancaria e liquidità netta (valori in milioni di dollari)



Fonte: Fed²

Anche l'ultima indagine sul credito negli USA condotta dalla Fed (aprile 2009)³ ha rivelato una certa attenuazione nell'irrigidimento delle condizioni di erogazione del credito bancario di tutte le dimensioni. Il rapporto sottolinea infatti che "nella rilevazione di aprile, la percentuale netta delle risposte che hanno segnalato una restrizione delle politiche di erogazione dei prestiti nei tre mesi precedenti, sebbene molto elevata, si è ridotta per il secondo trimestre consecutivo" (FIG. 4).

A questo si aggiunge che si è ridotto il numero delle banche che hanno introdotto condizioni più restrittive sul credito al consumo. E' invece salita la percentuale di istituti che impongono condizioni più stringenti sui mutui ipotecari, mentre non si notano tendenze di rilievo per quanto riguarda le carte di credito.

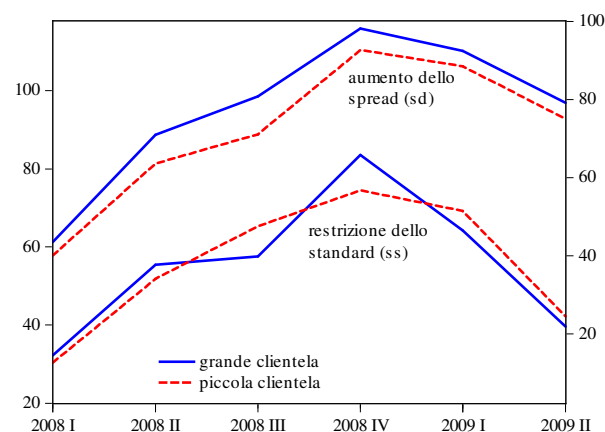
Dall'indagine risulta anche che la domanda di prestiti, salvo per i mutui ipotecari *prime*, è diminuita sia per le famiglie che per le imprese, e

² www.federalreserve.gov/releases/h41/hist/h41hist1.htm

³ <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/SnLoanSurvey/200905/>

l'aspettativa degli istituti è di un deterioramento della qualità del credito.

FIG. 4: Recenti tendenze dei criteri restrittivi sulle erogazioni del credito bancario negli USA



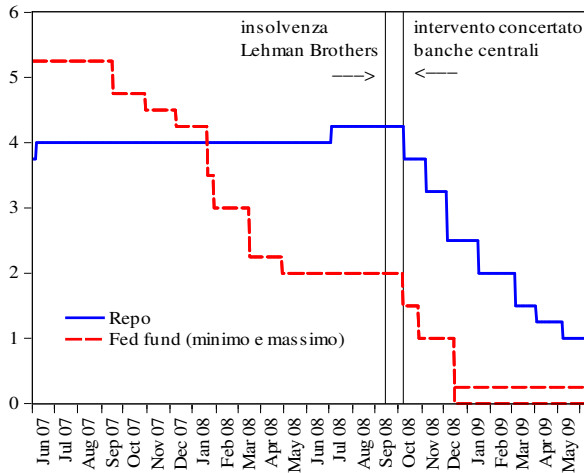
Fonte: Fed

2. La politica della BCE e l'evoluzione di tassi nell'Euro-zona

La Banca Centrale Europea, che fino al settembre 2008 non aveva seguito la politica della Fed di riduzione dei tassi ufficiali, ha cominciato ad abbassare velocemente il Repo a partire dalla riunione straordinaria del Consiglio direttivo dell'8 ottobre. Il tasso, che all'inizio dell'agosto 2008 era al 4,25%, ha così raggiunto il suo minimo storico dell'1% nel maggio di quest'anno (FIG. 5).

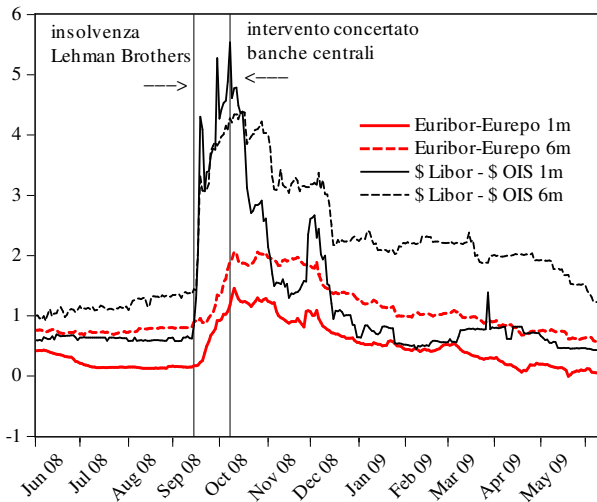
Questo cambiamento di politica monetaria è riconducibile al rapido aggravarsi anche in Europa della crisi finanziaria dopo il fallimento della Lehman Brothers che aveva portato a massimi storici il differenziale tra l'Euribor e l'Eurepo (come pure tra il Libor sul dollaro e l'OIS) (FIG. 6). Nel contempo si è nettamente ridimensionato il pericolo inflazionistico (percepito dalla BCE) e sono peggiorate le prospettive di crescita.

FIG. 5: Andamento del Repo e del rendimento "target" sui Fed Funds



Fonte: BCE e Fed

FIG. 6: Differenziale tra Euribor e Eurepo e Libor \$ e OIS \$.

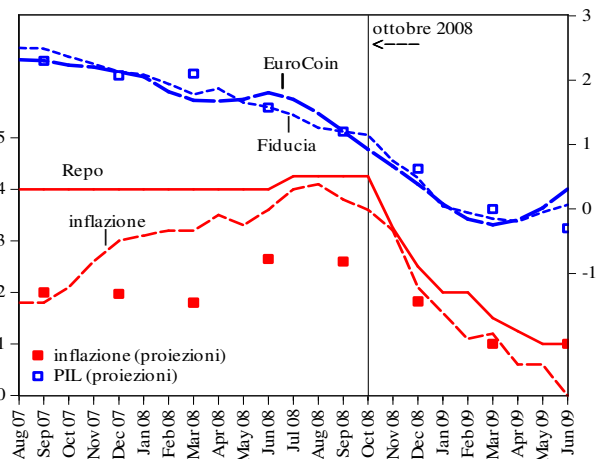


Fonte: Fed, Reuters, Euribor, Eurepo

In effetti, nonostante la crisi finanziaria stesse già creando forti preoccupazioni per l'economia americana, fino a metà 2008 la BCE sembrava più preoccupata per l'inflazione - in uno scenario in cui la crescita del PIL rallentava senza però segnalare l'imminente pericolo di una grave crisi economica (FIG. 7).

A giugno 2008, infatti, sia l'inflazione effettiva che quella prevista dallo staff dell'Eurosistema arrivavano a un nuovo massimo incompatibile con la definizione di stabilità dei prezzi (di poco inferiore al 2% nel medio periodo), tanto che la Banca Centrale lasciava intendere che a luglio, come poi avvenuto, il Repo sarebbe stato probabilmente aumentato di altri 25 pbs. Il punto di svolta si è avuto dopo settembre, col progressivo consolidarsi della discesa del prezzo del petrolio che rendeva ormai chiaro che il pericolo inflazionistico si stava indebolendo mentre la crescita economica continuava a ridursi.

FIG. 7: Repo, inflazione e indicatori di crescita: valori effettivi e proiezioni dell'Eurosistema a 18 mesi



Fonte: BCE, Eurocoin, Eurostat e nostre elaborazioni

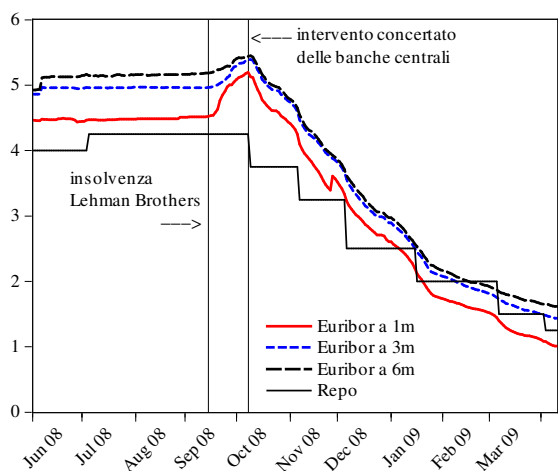
Dopo l'insolvenza di Lehman Brothers, il differenziale tra i rendimenti dei contratti interbancari garantiti e non garantiti, il segnale normalmente utilizzato per misurare i pericoli di insolvenze e di scarsa liquidità dei mercati, raggiungeva un nuovo massimo negli USA che trascinava progressivamente verso l'alto anche il differenziale della zona-Euro.

Questo aumento continuava fino all'8 ottobre 2008 su entrambe le sponde dell'Atlantico con il

livello dell'Euribor e il suo *spread* con l'Eurepo e l'OIS che raggiungevano il loro massimo (FIG. 8), in presenza di continue cadute dei corsi azionari.

A questo punto la BCE non aveva più remore ad agire e iniziava una politica espansiva di rapide e forti riduzioni del Repo con massicce iniezioni di liquidità.

FIG. 8: Evoluzione dell'Euribor e del Repo



Fonte: BCE Euribor, Eurepo

L'evoluzione negativa della situazione economica e i segnali che la BCE ha voluto dare ai mercati sulle sue future manovre emergono bene anche dal tono delle espressioni usate da Trichet nelle sue Conferenze Stampa (TAB. 1).

Tra settembre e ottobre 2008 il giudizio del Consiglio Direttivo sul pericolo inflazionistico è passato per la prima volta da "prevalentemente verso l'alto" (*upside risks prevail*) a "diminuito ma non eliminato" (*diminished but not disappeared*), segnalando con questo che la fase espansiva non era più lontana. Il giudizio positivo sull'inflazione e quello preoccupato sulla crescita hanno invece accompagnato tutto il periodo di riduzione del Repo.

L'espressione utilizzata a maggio e giugno di quest'anno - "i tassi d'interesse sono appropriati"

(*interest rate are appropriate*) - sta ad indicare che al momento non sono previste ulteriori riduzioni del Repo che, salvo imprevisti, non dovrebbe quindi scendere sotto l'attuale 1%.

TAB. 1: Conferenze Stampa del Presidente della BCE

Data	Rischi per la stabilità dei prezzi	Andamento dell'economia	Valutazione
Giu 2008	increased further	<i>sound,</i>	2
Lug 2008	upside	<i>sound; downside risks prevail.</i>	1/2
Ago 2008	upside	<i>weakening</i>	1/2-
Set 2008	upside risks prevail	<i>weakening; downside risks prevail</i>	0/1
Ott 2008	diminished but not disappeared	<i>weakening; increased downside risks</i>	-2/ -1
Nov 2008	improved further	<i>Some downside risks have materialised</i>	-2/-1
Dic 2008	diminishing further; inflation is expected in line with stability	<i>significant slowdown</i>	-2
Gen 2009	improved further; inflation is expected in line with stability	<i>significant slowdown</i>	-2
Feb 2008	<i>inflation is expected in line with price stability</i>	<i>extended period of significant economic downturn</i>	-2
Mar 2008	<i>price stability maintained</i>	<i>very weak</i>	-2
Apr 2008	<i>price pressures will remain subdued,</i>	<i>severe downturn</i>	-2
Mag 2008	<i>interest rates are appropriate</i>		0
Giu.2008	<i>current rates are appropriate</i>		0

Fonte: BCE, e nostra elaborazione (punteggio pari a 2 indica massima probabilità di ulteriore restrizione, -2 di espansione, 0 di politica inalterata)

Anche le previsioni di *consensus* di *bfinance* di inizio mese (TAB. 2), che a giugno segnalavano un valore atteso a 2 e 4 mesi del Repo pari all'1% (anche se il valor medio delle risposte è

leggermente inferiore ad 1), sono coerenti con queste conclusioni.

TAB. 2: Le previsioni di consensus di *bfinance*

Mese	Previsioni	media	mediana	massimo	minimo
Feb	aprile	1,46	1,50	1,75	1,25
	giugno	1,15	1	1,50	0,50
Mar	maggio	1,16	1	1,50	0,75
	luglio	1,11	1	1,50	0,50
Apr	giugno	0,91	1	1,25	0,50
	agosto	0,80	1	1,25	0,25
Mag	luglio	0,94	1	1,25	0,50
	settembre	0,87	1	1,25	0,25
Giu	agosto	0,94	1	1	0,50
	ottobre	0,92	1	1	0,50

Fonte: *bfinance* e nostra elaborazione

3. I principi ispiratori della politica della BCE

Uno degli aspetti fondamentali che lo stesso Presidente Trichet ha voluto pubblicamente sottolineare⁴ riguardo l'attuale conduzione della politica monetaria è che i principi guida dell'atteggiamento della BCE non sono mutati. L'obiettivo principale rimane sempre la stabilità dei prezzi nel medio termine. I cambiamenti hanno solo riguardato le *modalità di conduzione della politica* che si è avvalsa di un'"eccezionale batteria di strumenti operativi".

Secondo Trichet, inoltre, per una corretta comprensione della politica dell'Eurosistema, come pure per un confronto tra la sua politica e quella della Fed, si devono tener presente la fondamentale differenza tra le caratteristiche di base dei due sistemi finanziari: bancocentrico

quello europeo, mercatocentrico quello americano (TAB. 3).⁵

TAB. 3: Composizione dell'indebitamento privato (percentuale del PIL a fine 2007)

Composizione;	Zona-EURO	USA
Prestiti bancari	145%	63%
Obbligazioni	81%	168%
Totale	226%	231%

Fonte: Trichet, 29 aprile 2009

La politica della BCE deve quindi focalizzarsi sugli istituti di credito, anche perché questo settore è la principale fonte di finanziamento delle piccole e medie imprese molto diffuse in Europa. D'altra parte, il tasso ufficiale, in condizioni di crisi finanziaria *non* è un buon indicatore dello "stato" della politica monetaria, che richiede di considerare anche il livello dei tassi di mercato più rilevanti per il credito. Per esempio, in condizioni normali, il livello dell'Euribor - uno dei principali parametri per la fissazione dei tassi bancari a breve e di quelli a medio-lungo termine indicizzati - è strettamente collegato a quello del Repo e delle sue aspettative. In caso di crisi finanziaria, però, l'Euribor può salire ben al di sopra del tasso ufficiale a causa dei rischi di liquidità e della mancanza di fiducia degli operatori dei mercati interbancari non garantiti: a un livello del Repo giudicato come espansivo può così corrispondere un livello dell'Euribor identificabile come restrittivo. Per essere espansiva la politica monetaria deve quindi cercare di portare tutti i tassi rilevanti per il credito al livello coerente con gli obiettivi di politica monetaria e non limitarsi a manovrare al ribasso il solo tasso ufficiale.

⁴ www.ecb.int/press/key/date/2009/html/sp090427.en.html, www.ecb.int/press/key/date/2009/html/sp090622.en.html

⁵ Visto che i totali sono quasi uguali, dalla tabella risulterebbe anche che la diffusa credenza di un settore privato molto indebitato negli USA e poco in Europa non ha molto fondamento.

A ciò si deve aggiungere, che l'orientamento bancocentrico della zona-Euro rende indispensabile mantenere una sufficiente disponibilità di credito per le imprese e le famiglie.

La corretta gestione della liquidità in periodo di crisi finanziaria e di mercati poco liquidi e "segmentati" è quindi diversa da quella adatta per le condizioni di normalità.

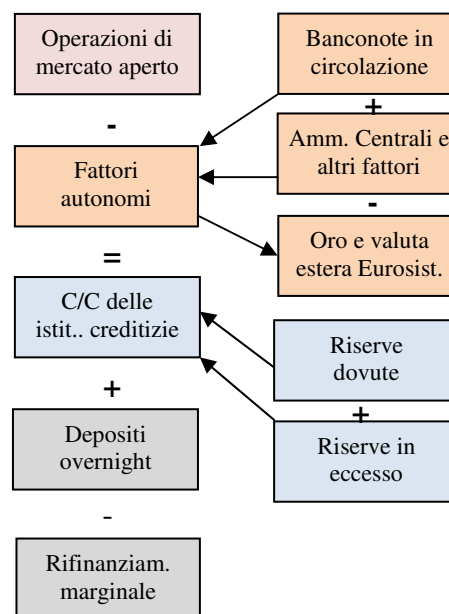
In assenza di problemi finanziari, la BCE stima l'ammontare di liquidità che, detratti i fattori autonomi (si veda la FIG. 9 per lo schema delle componenti della liquidità nella zona-Euro), permette alle banche di soddisfare l'obbligo della riserva obbligatoria, con un eventuale piccolissimo margine di riserve in eccesso, in modo da mantenere l'EONIA allineato al Repo, al quale si adeguano i rendimenti del mercato interbancario, sia delle operazioni garantite che non garantite.

In questo schema tradizionale gli interventi per eliminare gli squilibri sulla liquidità delle banche avvengono soprattutto alla fine del periodo di mantenimento della riserva obbligatoria, quando il soddisfacimento del vincolo del versamento diviene più stringente. Per eventuali squilibri temporanei limitati ad alcuni istituti fanno da cuscinetto le cosiddette operazioni su iniziativa delle controparti (rifinanziamento marginale e depositi *overnight*). Per squilibri più significativi interviene invece direttamente la BCE con le sue operazioni correttive di *fine tuning*.

Nel periodo di maggior recrudescenza della crisi finanziaria, cioè dall'8 ottobre 2008 in avanti, questo tipo di politica è diventata inadeguata. Il basso numero di transazioni nei mercati interbancari (che non allocavano più la liquidità tra le banche) combinato all'elevato premio sulle operazioni interbancarie non garantite ha portato a un aumento abnorme dell'Euribor rispetto al tasso ufficiale e a un'eccezionale domanda di liquidità

da parte dei vari istituti di credito da tenere prudenzialmente parcheggiata nei depositi *overnight*.

FIG. 9: Lo schema della liquidità nell'Eurozona

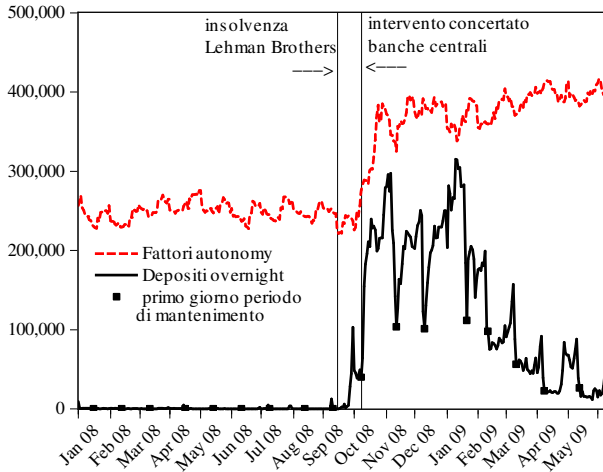


(dove: Operazioni di mercato aperto = Operazioni di rifinanziamento principali + Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine + Altre operazioni di liquidità - Altre operazioni di assorbimento di liquidità)

A tale incremento nella domanda di liquidità da parte delle aziende di credito, si è anche aggiunto, soprattutto nell'ottobre 2008, un aumento dei "fattori autonomi" (in gran parte consistenti in un aumento della domanda di banconote di cui un'elevata percentuale proveniente dall'estero (FIG. 10).⁶

⁶ Si ricordi che la quantità di banconote è *endogena* (*esogena* per la BCE), cioè data dalla domanda dei detentori interni ed esteri. "L'emissione delle banconote in euro non necessita di essere soggetta a limiti quantitativi o di altro tipo, visto che la immissione in

FIG. 10: “Fattori autonomi” e depositi overnight (valori in milioni di euro)



Fonte: Bce

Per affrontare questo ulteriore problema la Banca Centrale Europea ha così adottato una nuova politica di gestione della liquidità (chiamata *endogenous credit easing* da Bini Smaghi,⁷ in contrapposizione al *credit easing* della Fed, ovvero, come più recentemente preferito da Trichet, *politica di valorizzazione del sostegno al credito*⁸). Questa politica richiede l'utilizzo di misure “non convenzionali” che si caratterizzano per avere “come diretto obiettivo il costo e la disponibilità del finanziamento esterno di banche, imprese non finanziarie e famiglie”.

Una differenza fondamentale rispetto alle azioni messe in atto dalla Fed è che questi interventi riguardano *esclusivamente* il mondo della liquidità bancaria. Non vi sono interventi diretti settoriali, quindi, ma “endogeneizzazione” della liquidità delle banche, erogata per un ammontare pari alla

circolazione di banconote è un processo indotto dalla domanda” (si veda sito della BCE: <http://www.ecb.int/ecb/legal/pdf/02001d0913-20080101-it.pdf>

⁷ www.ecb.int/press/key/date2009/html/sp090428.en.html

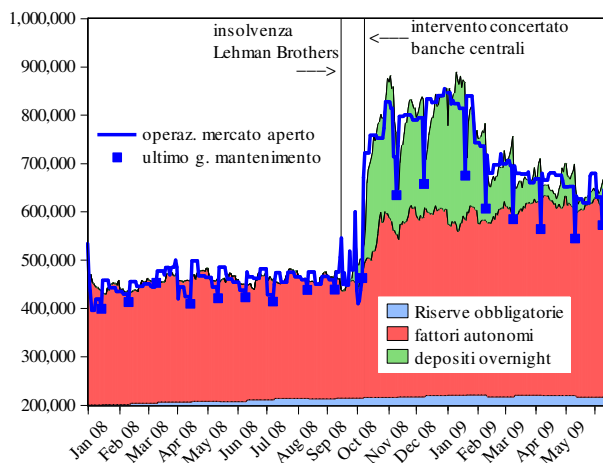
⁸ *Policy of enhanced credit support* (discorso a Madrid del 22 giugno 2009)

domanda: se il mercato interbancario non funziona, è l'Eurosistema che fornisce alle banche in difetto di liquidità quelle risorse che le banche in surplus non sono più disposte a cedere temporaneamente agli altri istituti. D'altra parte, una politica come quella della Fed di interventi diretti e selettivi in particolari mercati per favorire certe tipologie di operatori e certe forme di credito non è di facile attuazione per la BCE, soggetta com'è al principio della libera concorrenza sancita dal Trattato di Maastricht e al divieto di favorire i Tesori dei vari Stati membri, che rende, per esempio, di fatto impossibile operazioni di mercato aperto sui titoli di Stato.

La soluzione adottata della BCE è stata quindi di “agire come surrogato del mercato interbancario sia in termini di allocazione della liquidità sia di fissazione dei tassi” (testuale affermazione di Trichet) i cui capisaldi consistono in:

- mantenere basso il tasso ufficiale;
- soddisfare l'intera domanda di liquidità da parte delle banche a un tasso fisso (decisione del *fixed rate full allotment* dell'8 ottobre, inizialmente solo temporanea, ma poi sempre reiterata), da attivare quando necessario durante tutto il periodo di mantenimento della riserva obbligatoria (e non solo alla fine), e in maniera massiccia anche all'inizio così da fornire ai singoli istituti un sufficiente cuscinetto con cui far fronte a necessità improvvise. Per effetto di tale provvedimento il totale delle operazioni di mercato aperto nell'attuale fase è diventato *endogeno* e di ammontare pari alla somma di riserva obbligatoria, “fattori autonomi” e depositi *overnight*, qualunque sia il loro importo (espansione del *balance sheet* dell'Eurosistema) (FIG. 11).

FIG. 11: Domanda complessiva di liquidità e operazioni di mercato aperto della BCE (valori in milioni di Euro)

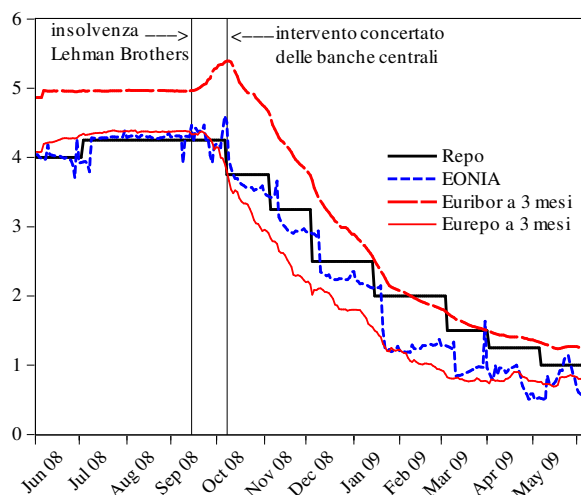


Fonte: BCE

- lasciar diminuire certi tassi come l'EONIA, l'Eurepo e l'OIS sotto il loro valore coerente col Repo se le iniezioni di liquidità consentono ai tassi più rilevanti per il credito (come l'Euribor) e che incorporano un premio per il rischio, di scendere verso il loro livello coerente con gli obiettivi di politica monetaria (FIG. 12);
- continuare a guidare le aspettative dei tassi a medio-lungo termine, confermando che l'attuale impostazione della politica monetaria sarà mantenuta oltre il breve periodo;
- attivare, se necessario, operazioni con scadenza più lunga di quella tradizionale (es. 6 mesi), che hanno un maggiore impatto sui tassi interbancari di pari scadenza;
- accettare un elevato spettro di attività come collaterale per facilitare la partecipazione delle banche alle operazioni di mercato aperto;
- accettare che un elevato numero di controparti possa accedere direttamente alle operazioni di rifinanziamento, in quanto, in caso contrario, avrebbero problemi a rifornirsi di liquidità sull'interbancario che è bloccato;

- mantenere un tasso basso ma positivo sui depositi *overnight* per incentivare il mantenimento di qualche margine di liquidità di sicurezza nelle singole banche, per esempio riducendo l'ampiezza del cosiddetto corridoio dei tassi attorno al Repo (a maggio la BCE ha abbassato il Repo di 25 bps ma ha mantenuto invariato allo 0,25% il tasso sui depositi *overnight* riducendo il corridoio da 100 a 75 bps).

FIG. 12: Andamento di Euribor, Eurepo e EONIA rispetto al tasso ufficiale



Come conseguenza di questa politica di totale soddisfacimento della domanda di liquidità da parte delle banche, sia l'EONIA che l'Eurepo sono scesi sotto il tasso ufficiale mentre l'Euribor - pur mantenendo uno *spread* rispetto all'Eurepo - si è riavvicinato al tasso ufficiale.

Per quanto riguarda infine l'utilità di introdurre interventi a scadenze più lunghe, che fa parte dei principi della nuova politica monetaria, due sono già le misure adottate recentemente dalla BCE. La prima è stata presa lo scorso 7 maggio quando è stata approvata la proposta di allungare ulteriormente la scadenza delle operazioni di rifinanziamento, con l'introduzione di una nuova

operazione a un anno di cui la prima già avvenuta in questi giorni.

Ancora più importante, come ulteriore strumento “non convenzionale”, è la decisione del Consiglio Direttivo del 4 giugno scorso sulle modalità tecniche del programma di acquisto di *obbligazioni garantite (covered bonds)* denominate in euro, già approvato nella riunione del 7 maggio. Questa decisione, che amplia le possibilità per la BCE di erogare liquidità alle banche, riguarda una fonte di fondi che per le aziende di credito dell’area-Euro era stata rilevante prima dell’intensificarsi della crisi dello scorso autunno, dopo di che il loro mercato si era pressoché bloccato. Il provvedimento – ha sostenuto il presidente della BCE – servirà anche a rivitalizzarne il comparto, sia in termini di liquidità che di *spread*, beneficiando sia gli emittenti che i possessori di tali titoli: e infatti, già dopo l’annuncio del 7 maggio si è verificata una forte crescita di emissioni. Le *covered bonds*, inoltre, non trasferiscono il rischio delle attività sottostanti dall’emittente all’investitore incentivando le banche eroganti il credito a perseguire una politica prudentiale di erogazione e monitoraggio.

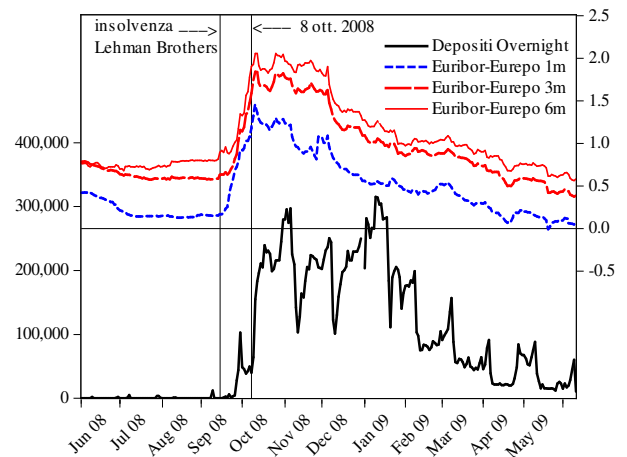
4. Il (parziale) rientro della liquidità

A partire dal gennaio di quest’anno, l’abnorme quantità di depositi *overnight* tenuta ferma dalle banche a scopo precauzionale ha cominciato a ridursi parallelamente al diminuire dei problemi di liquidità e fiducia dei mercati interbancari segnalati dalla flessione differenziale Euribor-Eurepo (FIG. 13).

Questo ridimensionamento dei depositi *overnight* è continuato anche nelle ultime settimane, tanto che il loro importo è ormai sceso a valori

relativamente modesti anche se superiori a quelli precedenti la crisi finanziaria.

FIG. 13: Evoluzione del differenziale Euribor-Eurepo e ammontare di depositi *overnight* (valori in milioni di Euro)



Fonte: BCE

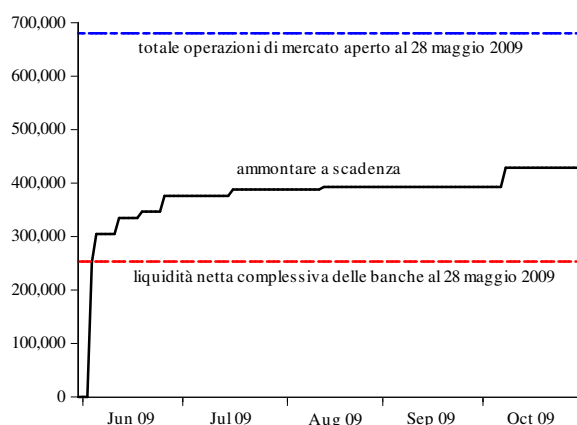
Di conseguenza, si è ridotto anche lo stock in essere di operazioni di mercato aperto, seppure la componente della domanda data dai “fattori autonomi” resta in crescita. Questa diminuzione della liquidità tenuta inoperosa presso le singole banche (e ormai ritenuta eccessiva per le più rilassate condizioni dei mercati interbancari) ha determinato un certo ritorno della domanda sull’interbancario, con un aumento dell’EONIA e dell’Eurepo (si veda la FIG. 13).

E’ così iniziato, in maniera del tutto automatica, un certo assorbimento della liquidità in precedenza creata da quando la nuova politica ha preso avvio.

Va inoltre considerato che gran parte della liquidità deriva da operazioni temporanee, alla cui scadenza non può che seguire, in assenza di rinnovo delle operazioni, un’automatica riduzione delle consistenze (FIG. 14) che può portare, se

necessario, a un rientro della liquidità a disposizione del sistema bancario.

FIG. 14: Le prossime scadenze delle operazioni di mercato aperto della BCE (valori in milioni di Euro)



Fonte: BCE e nostra elaborazione

Più complicato è il rientro nel caso di altri interventi creatori di liquidità che hanno utilizzato operazioni a scadenze più lunghe, in particolare quelle a titolo definitivo, come pure il restringimento dei collateral ammessi per le operazioni.

Secondo numerosi esperti il rientro pilotato della liquidità da parte delle banche centrali dovrà avvenire solo quando queste operazioni non saranno più necessarie per sostenere l'economia, e ciò per evitare che una contrazione indesiderata dal settore finanziario e creditizio possa generare nuovi rischi nei mercati. In ogni caso l'opinione degli esperti è che questo rientro dovrà avvenire *prima* che abbia termine l'attuale politica dei bassi tassi d'interesse.

Se il rientro della liquidità avvenisse *dopo* la ripresa di aumento del tasso ufficiale, la politica monetaria risulterebbe contraddittoria (restrittiva rispetto al tasso, ancora espansiva rispetto alla liquidità, con scollamenti fra i vari rendimenti e,

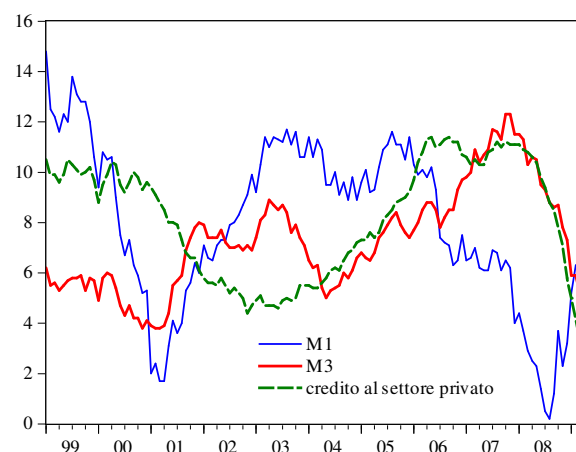
in particolare, possibili allontanamenti dei tassi di mercato dai tassi ufficiali).

Oltre a questo, l'aumento dei tassi ufficiali (e/o l'aspettativa di un loro aumento) disincentiverebbe l'investimento in attività a scadenza non brevissima, col risultato di ridurre sia la domanda di titoli a medio-lungo termine da parte dei risparmiatori sia l'incentivo per le banche a erogare prestiti a lunga a tasso fisso, e questo non è raccomandabile se non dopo che i mercati siano tornati nelle loro condizioni normali e sia ripreso il credito a famiglie e imprese.

In ogni caso, comunque, il rischio paventato da alcuni di un forte aumento dell'inflazione nella zona-Euro - dovuto alla crescita della liquidità - non sembra essere realistico per almeno due motivi:

- la crescita della moneta M3 e il credito al settore privato sono in netta flessione (FIG. 15);
- la BCE è in grado - una volta risolta la crisi - di ridurre anche in tempi rapidi la massa di liquidità che ha temporaneamente creato.

FIG. 15: La crescita degli aggregati nella zona-Euro

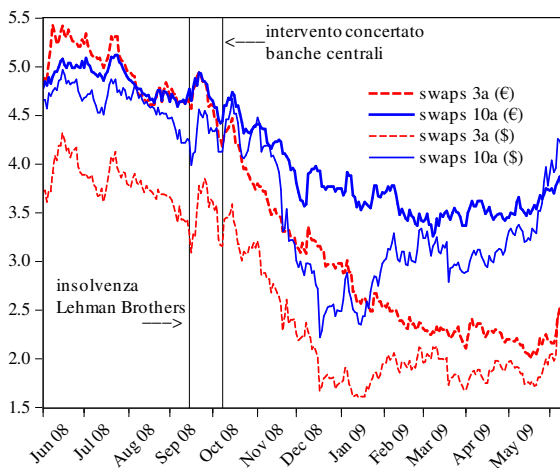


Fonte: BCE

5. Tassi a lunga, rendimenti *corporate* e azioni

Durante gli ultimi mesi i tassi a media scadenza (triennali) sugli *swaps* sono scesi fino a maggio per poi risalire leggermente sia nella zona-Euro che negli USA. In entrambe le zone i rendimenti triennali hanno pesantemente risentito dei movimenti dei rispettivi tassi ufficiali, con la conseguenza che il differenziale tra i rendimenti sull'euro e sul dollaro si è progressivamente ridotto a mano a mano che la BCE riduceva il Repo (FIG. 16).

FIG. 16: Tassi a lunga negli USA e nell'Eurozona



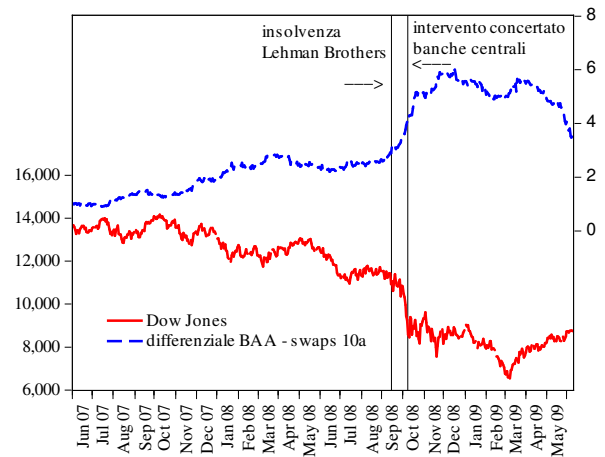
Fonte: Fed e Numis.it

Più differenziati sono stati gli andamenti dei decennali delle due zone, che hanno sì risentito dell'andamento dei tassi ufficiali ma anche dell'evoluzione della situazione finanziaria e delle aspettative sull'economia. Negli USA il punto di minimo è stato raggiunto a dicembre, quando la Fed ha comunicato di aver intenzione di acquistare titoli a lunga del Tesoro, ma poi si è innescato un trend ascendente dovuto al miglioramento della situazione finanziaria, con la conseguente riduzione del fenomeno di *flight-to-*

quality, e ai primi sintomi di miglioramento di alcuni indicatori economici.

Anche la borsa ha presentato una certa ripresa a partire dal marzo di quest'anno, segnalando un maggior ottimismo tra gli operatori riscontrabile anche nell'evoluzione dello *spread* tra le obbligazioni *corporate* e gli *swaps* (FIG. 17).

FIG. 17: Spread tra obbligazioni *corporate* e *swaps* e andamento della borsa



Fonte: Yahoo Finance e Fed

Negli ultimi mesi, infatti il differenziale di rendimento tra i *corporate bonds* ed i tassi *swap* ha subito una progressiva riduzione per altro riconducibile a diversi fenomeni: (a) la correlazione inversa con l'andamento dei mercati azionari; (b) il parziale miglioramento di alcuni dati macroeconomici, con particolare riferimento agli indici di *sentiment*; (c) l'incremento dei tassi *swap*; (d) le politiche monetarie fortemente espansive. In tal senso, un importante sostegno al comparto è giunto dall'azione delle banche centrali sul fronte sia degli stimoli quantitativi sia dell'annuncio di interventi non convenzionali.

Le emissioni - sia in dollari sia in euro - hanno pertanto mostrato una flessione generalizzata

degli *spread* senza movimenti di rilievo a livello settoriale, di *duration* o classe di *rating*.

In merito a quest'ultimo aspetto, va osservato che Moody's ha rilevato un incremento dei *default* in termini sia numerici sia di ammontare delle emissioni coinvolte. Il saggio di insolvenza sulle emissioni speculative (ossia al disotto dell'*investment grade*) ha subito un'accelerazione al rialzo ed in maggio è stato superato il 9%. Moody's stima inoltre che entro la fine dell'anno vi saranno ulteriori aumenti, con un picco prossimo al 14% ed una progressiva discesa nei primi mesi del 2010. Negli ultimi dodici mesi è aumentata l'attività di revisione dei *rating*, la quale ha interessato oltre il 30% delle società. Relativamente al profilo qualitativo, espresso dal rapporto "upgrade-downgrade/emissioni con *rating*" si registra una dinamica progressivamente decrescente pur con la prevalenza dei *downgrade* rispetto agli *upgrade*.

6. La crisi finanziaria è veramente terminata?

In questi ultimi mesi il differenziale tra i tassi monetari delle operazioni garantite e non garantite si è ridotto, la borsa è risalita dai suoi minimi di marzo e si è ridotto il premio sulle obbligazioni *corporate*. Questi, ovviamente, sono tutti segnali favorevoli, ma possiamo essere certi di essere usciti definitivamente dalla crisi finanziaria?

A questa domanda (si veda anche il numero di giugno della *Financial Stability Review* della BCE) possiamo rispondere che, pur riconoscendo i miglioramenti in atto, vi sono tuttora molti elementi di rischio, tra cui vale la pena di ricordare:

- incertezze sulle possibili perdite di vari istituti bancari: il prezzo dell'assicurazione contro il rischio di credito delle banche rimane elevato e

varie banche non sono ancora sufficientemente capitalizzate;

- situazione reddituale e patrimoniale delle banche destinata a peggiorare al prolungarsi della crisi economica (più lunga del previsto) con il pericolo di insolvenze di imprese e famiglie che ricadrebbero sul sistema bancario, in una sorta di *feed back* continuo tra crisi finanziaria e crisi reale;
- *spread* tra Euribor ed Eurepo che, seppure ridotti (come pure quelli delle obbligazioni *corporate*) rimangono su livelli ancora molto superiori ai valori registrati prima dell'agosto 2007;
- coperture per il rischio di insolvenza non complete;
- *credit spread* di molti *covered bonds* in aumento. Anche se questo *spread* non dipende solo dal rischio del sottostante, ma anche da altri fattori, tra cui le caratteristiche di liquidità dei CDS, il fenomeno non è incoraggiante. D'altra parte non è nemmeno possibile scindere lo *spread* di un'attività nelle due componenti "rischio d'insolvenza" e "rischio di liquidità" e misurare il primo con lo *spread* di un analogo CDS per il semplice motivo che anche questo valore è una misura spuria del vero rischio d'insolvenza che potrebbe quindi essere più basso rispetto a quanto emerge dal confronto.

In definitiva, la condizione finanziaria è meno grave di qualche mese fa, ma bene ha fatto la BCE a dichiarare di rimanere pronta a intervenire in caso di pericolo.



PARTE II - CRISI E POLITICHE FISCALI

3. LE POLITICHE FISCALI PER COMBATTERE LA CRISI♦

Nell'anno e mezzo successivo all'estate 2007, banche centrali e governi, seppur in maniera incerta, confusa e sempre in ritardo sull'avanzata della crisi, hanno dispiegato un vasto arsenale di armi convenzionali e non per la stabilizzazione del sistema bancario e finanziario e del quadro macroeconomico. Sebbene i ripetuti e drammatici crolli borsistici dell'autunno 2008 sembrano essersi arrestati, non è ancora possibile affermare che la stabilizzazione sia stata raggiunta.

Due sono le lezioni che si possono trarre su questo fronte. La prima è che la ricostruzione della fiducia, il bene pubblico essenziale per il funzionamento dei mercati, si è rivelata un'impresa durissima e costosissima. La seconda è che, per richiamare due grandi economisti, la fiducia non ha solo la dimensione microeconomica alla Akerlof – la garanzia che il mercato non è invaso da "bidoni" e "bidonatori" – ma anche quella macroeconomica alla Keynes. Detto in una battuta: non c'è banca o impresa sana che possa prosperare se non prosperano i suoi clienti. Dal punto di vista sistemico, questo principio basilare dipende dalle politiche macroeconomiche, fiscali e monetaria insieme, più che dall'ingegneria finanziaria. Secondo molti osservatori, i crolli borsistici dell'autunno 2008 sono stati dettati da una crisi di questa dimensione della fiducia.

Negli Stati Uniti, fino al varo del Piano Paulson (ottobre 2008), tutto il peso della stabilizzazione macroeconomica è stato sulle spalle della banca centrale, la quale però ha faticato a capire l'entità del problema, a invertire la rotta del rialzo dei

tassi che aveva intrapreso Bernanke all'inizio del suo mandato, a passare dalla fornitura di liquidità al vero e proprio abbattimento dei tassi d'interesse. La politica fiscale è rimasta passiva scontando un deficit elevato a causa delle spese militari e di sgravi fiscali (inutili) alle fasce di reddito elevato. Nel primo anno di crisi, l'Europa sul fronte macroeconomico non ha fatto nulla di sostanziale, e probabilmente qualcosa di sbagliato nella politica monetaria. In parte per via del perdurare dell'illusione che non fossimo coinvolti nella crisi, in parte, più profonda, per via dei limiti strutturali delle politiche macroeconomiche, dovuti all'asimmetria tra una banca centrale unica (quasi autoreferenziale) e i governi nazionali vincolati dal Patto di Stabilità e Crescita (PSC), prigionieri degli interessi nazionali.

La BCE fino a settembre 2008 ha mantenuto una politica tesa al contrasto dell'inflazione, per altro cadendo in contraddizione tra l'eccessiva durezza sul piano dei tassi di interesse, e l'acquisizione, nella sua politica di offerta di liquidità, di attivi di dubbia qualità dalle banche europee. Si sono potute misurare anche le incongruenze del mancato coordinamento transatlantico, in una situazione in cui a poco serve una politica monetaria più severa della BCE se, in presenza di una politica monetaria espansiva della Fed, le banche europee possono usare una leva finanziaria concessa loro da liberi movimenti di capitale. La BCE si è resa disponibile ad una riduzione concertata dei tassi d'interesse solo nell'ottobre 2008, in maniera timida e tardiva.

Dall'autunno 2008 in poi, la politica fiscale è stata posta al centro dei piani governativi di contrasto alla crisi, quanto meno stando agli annunci programmatici del G7 di ottobre 2008, del Piano per la Ripresa Economica (PRE) della Commissione Europea del dicembre 2008, del G20 di aprile 2009, a cui si possono aggiungere piani fiscali già approvati o in via di approvazione

♦ A cura di Roberto Tamborini.

da parte di singoli governi, in particolare negli Stati Uniti.

In questo capitolo vengono offerti alcuni spunti di riflessione sul ruolo che la politica fiscale può svolgere per contrastare la crisi e porre le basi per la ripresa. In primo luogo, verranno richiamati brevemente i principi che militano a favore dell'uso della leva fiscale in un contesto come quello attuale. In seguito, saranno messi in luce gli elementi critici che caratterizzano la particolare natura e virulenza della crisi in atto, allo scopo di valutare se e in che misura i governi dispongono di strumenti adeguati per intervenire. Nei limiti dei dati disponibili, passeremo poi in rassegna i piani fiscali dei principali governi mondiali, con particolare riferimento all'Europa. Infine, concluderemo con alcune considerazioni sull'eredità fiscale della crisi e la sua sostenibilità futura.

1. Il ritorno della politica fiscale attiva

Politica fiscale o politica monetaria?

In un articolo pubblicato nel 2005, Paul Krugman rispondeva alla domanda se la politica fiscale fosse sul punto di far ritorno sulla scena delle politiche macroeconomiche "ortodosse". La domanda presupponeva la scomparsa della politica fiscale dalla scena, dovuta al deciso spostamento del pendolo dalla fede keynesiana nella politica fiscale degli anni '50 e '60 alla fede neo- o post-monetarista nella sola politica monetaria nei tre decenni successivi. All'inizio del nuovo secolo, il radicale mutamento di paradigma politico-economico (il cosiddetto *Washington-Bruxelles-Frankfurt Consensus*) vedeva la politica fiscale quanto più possibile limitata ai soli "stabilizzatori automatici", ossia meccanismi prefissati e non discrezionali, come le aliquote d'imposta progressive o i sussidi di disoccupazione, tendenti a stabilizzare la capacità

di spesa del settore privato aumentandola nelle fasi di caduta dell'attività economica e diminuendola nelle fasi di ripresa. Al netto di questi effetti legati al ciclo economico, il bilancio pubblico deve rimanere in pareggio. Tale visione dello scopo e dei limiti della politica fiscale è stato posto al centro del disegno istituzionale anche dell'Unione Monetaria Europea (UME), sia nel Trattato di Maastricht e ancor di più nel PSC. Le parole chiave di questa visione sono "automatismo" contro "discrezionalità". Infatti, le politiche fiscali "attive" di stampo keynesiano tradizionale sono state criticate per due aspetti principali. Il primo, la lentezza e complessità del processo decisionale politico, le quali rendono elevato il rischio che gli effetti di una manovra fiscale *ad hoc* si realizzino in ritardo con un effetto pro-ciclico anziché anti-ciclico. Il secondo, i fattori distorsivi che possono condizionare il processo politico, tali per cui si realizza una sistematica "inclinazione a spendere" (*deficit bias*) per creare consenso, oppure a creare disavanzo nelle fasi recessive ma non a correggerlo nelle fasi espansive.

L'incoronazione della politica monetaria quale strumento chiave delle politiche di stabilizzazione è stata anche favorita dalla percezione, soprattutto negli Stati Uniti, della sua forte efficacia, nel bene e nel male. Non si può non ricordare il grande impatto accademico e non solo (anche odierno) della spiegazione della Grande Crisi del '29 di Friedman e Schwarz imperniata sull'errore di una politica monetaria restrittiva. La Grande Inflazione degli anni '70 fu spiegata anch'essa come la conseguenza di una politica monetaria errata, troppo espansiva, e viceversa la sconfitta dell'inflazione e la Grande Moderazione degli anni '90 sono state attribuite all'affermazione della buona "scienza della politica monetaria" (Clarida et al. (1999)). E, per finire, la politica monetaria è collocata tra i protagonisti anche per quanto

riguarda le cause della crisi finanziaria scoppiata nel 2007, con quei "tassi d'interesse troppo bassi per troppo tempo" ora imputati a Greenspan (Taylor (2009)) (il quale, per altro, terminò il proprio mandato in maniera trionfale, incoronato come "miglior banchiere centrale del secolo").

Non v'è dubbio che questa visione abbia alcuni supporti empirici. Tuttavia, non si può non osservare che non si è mai registrata, né negli Stati Uniti né in Europa, una vera e propria ritirata della politica fiscale entro i confini tracciati in precedenza. Dagli anni '70 in poi, i bilanci statali nell'area G7 sono stati quasi sistematicamente in disavanzo. L'età repubblicana avviata negli Stati Uniti dalla prima presidenza Reagan del 1980 e conclusasi con G. W. Bush nel 2008 (20 anni su 28) è stata, in tal senso, emblematica, con l'unico aggiustamento fiscale in avanzo realizzato dal democratico Clinton tra il 1998 e il 2000. Per quanto riguarda l'Europa continentale, la marcia di avvicinamento all'euro ha senza dubbio impresso un deciso aggiustamento fiscale strutturale (tanto che qualcuno ha evidenziato un irrigidimento dei bilanci persino rispetto al ciclo economico: cfr. alcuni dei saggi in Farina e Tamborini (2007)), ma non si può dire sia stato raggiunto l'obiettivo del bilancio strutturale in pareggio. Questo per dire che, sul piano empirico, è difficile isolare, nel bene e nel male, meriti e responsabilità della politica monetaria da quelli della politica fiscale attiva.

Ragionando intorno a questi argomenti, Krugman rispondeva che si erano ricreate le condizioni per un ritorno, non surrettizio ma conclamato, delle politiche fiscali keynesiane nella loro accezione originaria. Ossia politiche attive, non limitate agli stabilizzatori automatici, con un orizzonte di medio termine ed esplicitamente complementari, se non sostitutive, rispetto alla politica monetaria. Il punto importante dell'argomento di Krugman, valido anche per il contesto odierno, è che la

scelta tra strumento fiscale e monetario non è materia definibile una volta per tutte, ma dipende dalle condizioni specifiche in cui si trova l'economia. Emblematico il caso di totale inefficacia della politica monetaria costituito dalla lunga stagnazione giapponese degli anni '90, nata, si noti bene, da una crisi bancaria sistemica, in risposta alla quale la banca centrale raggiunse rapidamente il limite del tasso d'interesse zero, senza ottenere risultati apprezzabili, se non creare enormi riserve di liquidità bancaria. La "trappola della liquidità", che nei libri di testo keynesiani richiedeva l'intervento fiscale del governo, non è quindi una curiosità pre-scientifica, ma un fenomeno corposo che può presentarsi in concomitanza con crisi che originano nel settore finanziario e bancario.

Come opera la politica fiscale?

La nozione più popolare è che la politica fiscale opera attraverso la domanda aggregata, e che quindi serve a stabilizzare questa macro-variabile in presenza di fluttuazioni indesiderate in una delle sue componenti private (consumi, investimenti, esportazioni). Questo è quanto si può dire e vedere in tema di politica fiscale nel modello macroeconomico di riferimento odierno per la politica economica¹. Questa nozione non è sbagliata ma è troppo semplicistica, e può nascondere qualche inganno.

Prima di tutto va specificato che la politica fiscale comprende un vasto arsenale di strumenti, i quali, in generale, operano sia a livello microeconomico che macroeconomico. I macroeconomisti ritengono sia rilevante *il saldo del bilancio pubblico* e, in seconda battuta, la sua composizione (tassazione, spesa corrente, spesa in conto capitale). Questo per dire che un euro di

¹ Mi riferisco al modello c.d. Neo-Keynesiano (*New Keynesian*) o anche di Nuova Sintesi Neoclassica.

disavanzo pubblico può avere effetti diversi sulla domanda aggregata se è ottenuto riducendo la tassazione, assumendo più personale, o facendo opere pubbliche. Il che significa che il livello micro e quello macroeconomico non possono essere analizzati separatamente.

Storicamente, il ruolo della politica fiscale come stabilizzatore della domanda aggregata è legato al nome di John M. Keynes, e ai grandi piani di opere pubbliche del *New Deal* di Franklin D. Roosevelt. Tuttavia, è ancora oggi poco noto e compreso il nocciolo dell'idea di Keynes. Una recessione è tipicamente caratterizzata da un *eccesso di risparmio sull'investimento*, che corrisponde, sui mercati dei beni, all'incapacità delle imprese di vendere tutta la produzione potenziale con la capacità produttiva disponibile. La deflazione di prezzi e salari, se avviene, non è sufficiente per scongiurare tagli alla produzione e all'occupazione. La risposta più appropriata è dunque aumentare la spesa pubblica in sostituzione di quella privata.

Rimanendo nell'ambito keynesiano, va senz'altro ricordato, soprattutto nel momento attuale, il contributo di Hyman P. Minsky (1975, 1992), il quale cercò di elaborare una teoria completa del ciclo economico, in cui i semi della crisi vengono depositi nella fase del boom. La fase del boom è contrassegnata da un *eccesso d'investimento sul risparmio*. Questo è possibile grazie ad un aumento della leva finanziaria delle imprese (aumento del debito rispetto al capitale proprio) trainata da aspettative di elevati profitti futuri. Al culmine del boom le imprese si trovano in una posizione di *fragilità finanziaria*, vale a dire con un eccesso di debito e rischio di *default*. La crisi si sviluppa allorché la crescita della domanda aggregata sia insufficiente a generare i profitti attesi necessari a sostenere il pagamento del debito. *A questo punto*, il quadro clinico diventa quello keynesiano classico, in quanto

l'investimento cade e il risparmio (soprattutto per la componente degli accantonamenti delle imprese) aumenta. La politica fiscale è vista come strumento di sostegno della crescita della domanda aggregata, nella misura necessaria a "validare" i profitti attesi e quindi la solvibilità delle imprese.

Questo schema interpretativo è importante perché richiama la nostra attenzione sul fatto che, almeno nei paesi sviluppati, le grandi crisi finanziarie, *in primis* quella del '29, nascono da fasi di sovra-investimento *reale* con fragilità finanziaria. Le analogie col presente sono significative, anche se il sovra-investimento, come noto, si è sviluppato nel settore immobiliare e la fragilità finanziaria si è manifestata nei bilanci delle famiglie e degli intermediari finanziari (IF).

Il coinvolgimento degli IF è un elemento cruciale del quadro. In una crisi alla Minsky, questi si trovano *coinvolti* in quanto creditori d'impresa insolventi. La fragilità finanziaria delle imprese si trasmette agli IF; i fallimenti nel settore industriale diventano perdite di attività, e quindi minacce d'insolvenza, anche nel settore finanziario. Il consolidamento finanziario delle imprese impone la stessa strategia agli IF; questa comporta una contrazione degli attivi e una loro ristrutturazione verso impieghi sicuri e liquidi. La contrazione del credito (*credit crunch*) colpisce la capacità di spesa anche di soggetti solvibili, ed è un anello immancabile della catena che porta alla propagazione reale della crisi. Nella crisi attuale, gli IF hanno giocato il ruolo di generatori in proprio della propria fragilità finanziaria, e l'hanno trasmessa al resto del sistema. Tuttavia, le cronache di questi mesi si sono incaricate di mostrarci che la concatenazione dei fenomeni ha sostanzialmente seguito questo copione.

Questo copione richiede un intervento pubblico su *due* fronti, come infatti sta avvenendo: quello più convenzionale della stabilizzazione *reale*



(sostegno della domanda aggregata) e quello della stabilizzazione *finanziaria* (Spilimbergo et al. (2008)) Prima di procedere, merita dedicare una breve riflessione a questo secondo fronte.

La stabilizzazione finanziaria

Come abbiamo visto, gli IF tipicamente entrano in gioco sia come *propagatori* sia come *amplificatori* della crisi. E' attraverso di essi che una crisi di settore può diventare una *crisi sistemica*. Nell'estate del 2007 si manifestò uno *stress* finanziario circoscritto al settore dei mutui immobiliari degli Stati Uniti. Nel corso della prima metà del 2008 esso si è trasformato in una serie d'insolvenze bancarie negli Stati Uniti e in Gran Bretagna. Nel settembre del 2008 è esplosa una crisi bancaria mondiale con epicentro il fallimento di Lehman Brothers. Questa si è tradotta in crisi di panico generalizzata delle borse mondiali, che, unita al blocco del sistema creditizio, ha dato l'innescò della recessione reale. Prendendo il termine in prestito dalle scienze naturali, anche in economia si parla di *butterfly effect*². Una vivida, per quanto approssimativa, misurazione di questo effetto è stata presentata da Blanchard (2009) (si veda la FIG. 1).

Le perdite dirette generate dalle insolvenze nel comparto dei mutui *subprime* negli Stati Uniti ad ottobre 2007 (primo istogramma a sinistra) sono state stimate in 250 miliardi di dollari. La perdita di prodotto lordo su scala mondiale, stimata su dati FMI a novembre 2008 (secondo istogramma), era di 4700 miliardi. Infine la perdita di valore delle borse mondiali tra luglio 2007 e novembre

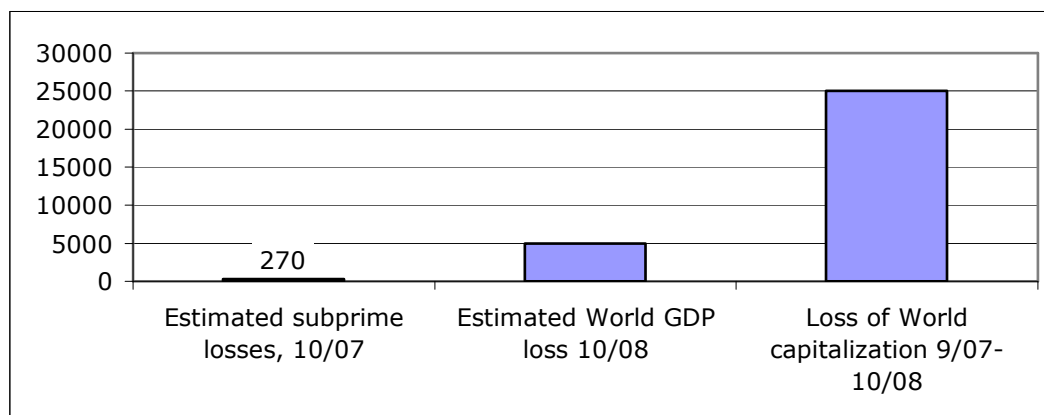
2008 (terzo istogramma) aveva raggiunto i 26400 miliardi: 100 volte più grande del "disturbo" iniziale.

Il ruolo sistemico degli IF è ampiamente noto da sempre, non solo in letteratura teorica, ma anche negli annali della storia economica (cfr. Kindleberger (1984)). E' proprio questo lo snodo critico dove può manifestarsi, e dove si è manifestata nel secondo semestre 2008, l'impotenza della politica monetaria, di cui si è detto in precedenza. Se massicce riduzioni dei tassi di prestito delle banche centrali, facilitazioni delle operazioni di sconto e rifinanziamento, immissioni dirette di liquidità, non sono sufficienti a consolidare i bilanci degli IF in modo da consentir loro di ritornare alla normale operatività, il problema passa necessariamente sull'agenda del governo (cfr. Impenna (2009)).

Infatti, il passo successivo, prima di assistere a fallimenti bancari a catena, è un solo: la ricapitalizzazione. Sia per la necessità d'impiegare risorse pubbliche, sia per i profili proprietari e giuridici, la materia può essere trattata legittimamente solo dall'autorità fiscale. Non è questa la sede per ripercorrere in dettaglio questo filone della crisi in corso; qui basti ricordare che, a partire dal Piano Paulson, tutti i governi hanno dovuto accantonare risorse ingenti per stabilizzare, in varie forme e modalità, il settore degli IF. In Europa, come vedremo in particolare, questi interventi finora rappresentano il grosso degli stanziamenti fiscali. Il dato va tenuto presente, sia per avere una corretta rappresentazione delle politiche fiscali in atto, sia per valutarne correttamente gli effetti. E' ragionevole prevedere che queste risorse pubbliche non avranno un impatto diretto e tangibile sulla domanda aggregata, sebbene costituiscano una misura necessaria nel quadro delle azioni di contrasto dello sviluppo della crisi.

² Il termine deriva dalla metafora con cui è stata descritta l'imprevedibilità dei fenomeni complessi (in cui, cioè, l'imprevedibilità non nasce dal *caso*, ma dalla nostra incapacità di riprodurre relazioni *causali* altamente interrelate e intrecciate): "un battito d'ali di farfalla in Giappone produce un uragano in America". Una battuta più popolare dice "l'America starnutisce e il mondo prende il raffreddore".

FIG. 1 L'effetto *butterfly* dei mutui *subprime* (miliardi di dollari)



Fonte. Blanchard (2009)

Voci di dissenso

E' giusto e opportuno chiudere queste considerazioni sul ruolo della politica fiscale nelle crisi finanziarie, ricordando alcune voci di dissenso sulla necessità e/o opportunità di forti stimoli fiscali in disavanzo. Finora non sono molte, né molto influenti, sebbene provengano da autori prestigiosi di quella che fino a pochi mesi fa era l'indiscussa ortodossia macroeconomica del *W-B-F Consensus*.

A questo proposito segnalo l'interessante dibattito svoltosi sull'edizione *online* dell' *Economist* (www.economist.com) sul tema "*Are we all Keynesian now?*". L'avvocato del "sì", il prof. Brad De Long dell'Università della California, ha sostenuto che in realtà, a livello accademico, non vi è quel consenso generalizzato che appare dai comunicati ufficiali dei governi. Le voci critiche o contrarie che egli cita sono quelle di William Poole, Robert Barro, John Cochrane, Edward Prescott, Eugene Fama. Alcuni di costoro hanno firmato un Manifesto dei contrari all'abbandono dell'ortodossia fiscale, che fa da contraltare al Manifesto di segno opposto emanato dal Centro Cournot di Berlino, in cui spicca la firma di Robert Solow (www.centre-cournot.org).

Come spiega De Long, l'argomento teorico comune a queste posizioni risale al diniego della visione di Keynes delle crisi come squilibrio tra risparmi e investimenti. Il punto è radicale, in quanto nella visione del sistema economico del *W-B-F Consensus* (come in quella del tempo di Keynes) non c'è mai disequilibrio. Prodotto nazionale, consumi, investimenti, occupazione, valori di borsa del capitale, fluttuano in risposta a cambiamenti nelle preferenze di consumatori e lavoratori, o innovazioni tecnologiche (anche di tipo finanziario), di modo che il sistema economico utilizza e alloca sempre in maniera efficiente le risorse disponibili. Non è chiaro come in questo quadro possano rientrare o venir spiegati i fallimenti di famiglie, imprese o banche, cioè gli *squilibri microeconomici*, che normalmente si osservano nel corso delle crisi, ma a questo proposito in genere s'invoca il principio della "distruzione creatrice" di Schumpeter³: si tratta del *modus operandi* con cui il mercato seleziona la nuova allocazione efficiente delle risorse. Siccome il sistema produce sempre (o con tempi di reazione molto rapidi con cui non bisogna

³ Il quale, per altro, non propone una teoria del ciclo e delle crisi con equilibrio economico generale.

interferire) tutto quanto può produrre al meglio delle condizioni date, se il governo interviene aumentando la spesa (cioè il consumo pubblico della produzione disponibile) semplicemente ci sarà meno spesa privata. Se il governo lo fa creando un disavanzo, i contribuenti sconteranno il fatto di dover pagare più imposte in futuro e aumenteranno da subito i loro risparmi. Se il governo spende risorse pubbliche per ricapitalizzare le banche, le spreca e fa un danno allocativo in quanto si sostituisce al risparmio privato che dovrebbe provvedere alla creazione dopo la distruzione. E così via⁴.

Tra i firmatari del Manifesto antifiscale è stata notata l'assenza del fondatore della macroeconomia contemporanea, Robert E. Lucas. Forse giova ricordare che nel 2004, con lucidità e onestà intellettuale, scriveva:

The problem is that the new theories, the theories embedded in general equilibrium dynamics [...] *don't let us think* about the US experience in the 1930s or about financial crises and their consequences [...] We may be disillusioned with the Keynesian apparatus for thinking about these things, but it doesn't mean that this replacement apparatus can do it either" (p. 23).

2. Raccomandazioni per la politica fiscale

Il pacchetto fiscale ottimale ...

Nei paragrafi precedenti sono stati richiamati i principi generali che possono giustificare e

guidare l'uso della leva fiscale per affrontare crisi economico-finanziarie. Com'è stato sottolineato, una corretta impostazione richiede un'accurata comprensione delle condizioni specifiche di ogni episodio. Allo stato attuale, uno dei documenti più articolati ed esaurienti è stato prodotto dal FMI (Spilimbergo et al. (2008)).

Gli autori sintetizzano in questo modo le loro raccomandazioni:

The optimal fiscal package should be *timely, large, lasting, diversified, contingent, collective and sustainable* (p. 2).

- La tempistica è importante in quanto la crisi attraversa fasi successive di amplificazione che devono essere bloccate. E' fondamentale, da questo punto di vista, agire sulle aspettative di stabilizzazione dell'economia reale in modo da sostenere i corsi azionari sia del settore industriale che di quello finanziario.
- L'entità deve essere commisurata sia a colmare la caduta della domanda aggregata, sia a consolidare i bilanci degli IF.
- L'orizzonte temporale deve essere di medio periodo: se gli agenti economici percepiscono lo stimolo fiscale come transitorio, non reagiscono ristabilendo la loro capacità di spesa ordinaria ma incrementando gli accantonamenti.
- La diversificazione degli interventi e degli strumenti è necessaria a causa dell'elevato grado d'incertezza che grava su ciascun singolo intervento a sé stante.
- Il piano fiscale deve essere adattabile a nuove contingenze, data l'incertezza sui tempi e modi di sviluppo della crisi.
- L'azione dei governi deve essere collettiva e coordinata su scala mondiale, per massimizzarne l'impatto moltiplicativo ed evitare *free riding* da parte di singoli paesi.
- I piani fiscali devono essere sostenibili nel medio-lungo termine, ossia devono prevedere in

⁴ Per la cronaca, l'avvocato del "no" nel dibattito dell'*Economist* è stato interpretato da Luigi Zingales, dell'Università di Chicago, il quale ha avanzato un argomento in parte diverso, e sul terreno del punto di vista keynesiano (come curare un eccesso di debiti con altri debiti?) su cui torneremo in seguito. Il risultato del sondaggio popolare al termine del dibattito dei lettori si è concluso a favore del "no" per il 65%. L'*Economist* continua a mantenere una linea favorevole allo stimolo fiscale.

anticipo le misure di aggiustamento dei disavanzi e di riduzione del debito.

Il documento del FMI attribuisce un ruolo importante alla politica fiscale nella rassegna storica dei principali eventi passati. Tuttavia riconosce che gli studi empirici non sono concordi nel valutare l'impatto degli stimoli fiscali sul prodotto nazionale e le sue componenti (i cosiddetti "moltiplicatori fiscali"). Come ricordato sopra, la questione è complessa per via delle ramificazioni microeconomiche degli strumenti fiscali, da cui nascono altrettanti problemi sul piano statistico ed econometrico. Le valutazioni finali sono riassumibili in due punti:

- aumenti di spesa, riduzioni d'imposte mirate, e trasferimenti selettivi avranno probabilmente effetti moltiplicativi maggiori;
- riduzioni d'imposte generalizzate e sussidi, siano essi per famiglie o imprese, avranno probabilmente effetti moltiplicativi minori.

Seguono anche alcune misure *non raccomandate*:

- creazione di nuove coperture assistenziali e previdenziali permanenti su larga scala;

- aumenti salariali e occupazionali nel settore pubblico;
- sussidi a settori industriali specifici, riduzioni delle imposte societarie.

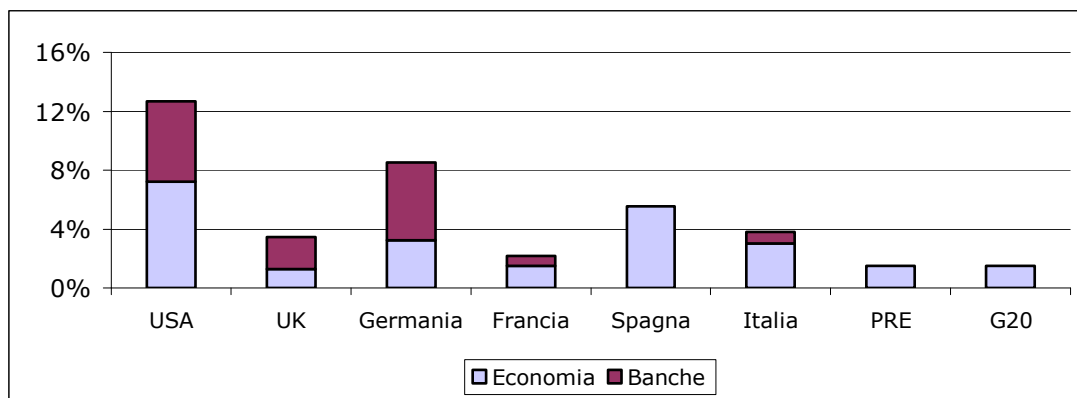
La caratteristica che accomuna queste misure è la loro rigidità e irreversibilità, che contrasta col principio della reversibilità e sostenibilità indicato all'inizio.

Cosa è stato fatto finora

I piani fiscali dei principali governi mondiali sono tuttora *in fieri* e in via di definizione. Se da un lato ciò sembra conformarsi al principio della flessibilità e adattabilità indicato sopra, dall'altro richiama l'attenzione sulla inevitabile lunghezza e complessità del processo decisionale governativo e, in questo caso, intergovernativo.

A tutt'oggi è difficile disporre di un quadro definito e certo dell'entità e della natura dei piani di ciascun governo. Un breve sguardo ai dati disponibili.

FIG. 2 Piani fiscali a marzo 2009 (parzialmente stanziati; % del PIL)



Fonte: Fondo Monetario Internazionale e notizie di stampa

La FIG. 2 riporta mie elaborazioni aggiornate a marzo 2009 riguardanti i *piani* fiscali (cioè prevalentemente annunci) in rapporto al PIL in una selezione di paesi, a cui sono aggiunti il dato

aggregato del G20 e del Piano di Ripresa Economia Europea (PRE) della Commissione Europea. Dove possibile è stata evidenziata la parte destinata ad interventi mirati al settore

bancario. Si evidenziano i due dati già richiamati in precedenza: gli Stati Uniti sono il paese maggiormente impegnato sul fronte fiscale, gli stanziamenti destinati al settore bancario costituiscono una parte rilevante dei piani fiscali, soprattutto in Europa.

Come ricordato all'inizio, durante una recessione i conti pubblici tendono ad andare in deficit anche senza interventi specifici del governo. I dati presentati nell'ultimo *World Economic Outlook* del FMI (aprile 2009) consentono di indicare una risposta tendenziale a questa domanda: qual è l'entità delle *misure specifiche* adottate dai governi di diversi paesi in risposta alla recessione?

La TAB. 1 riporta le stime relative ai saldi di bilancio in rapporto al PIL dei principali paesi avanzati, come media del periodo 2009-10.

TAB. 1 Stime dei saldi di bilancio e loro componente strutturale (media 2009-10)

	Saldo di bilancio (% del PIL)	Componente strutturale (% del saldo)	Output gap (% del PIL potenziale)
G7	-9.5	54.5	-5.6
Area Euro	-5.8	51.3	-4.9
Stati Uniti	-11.6	53.6	-4.8
Canada	-3.5	24.3	-4.5
Giappone	-9.9	66.0	-7.9
Regno Unito	-10.3	61.8	-6.1
Germania	-5.1	44.1	-6.5
Francia	-6.3	49.6	-4.9
Italia	-5.6	49.6	-5.4

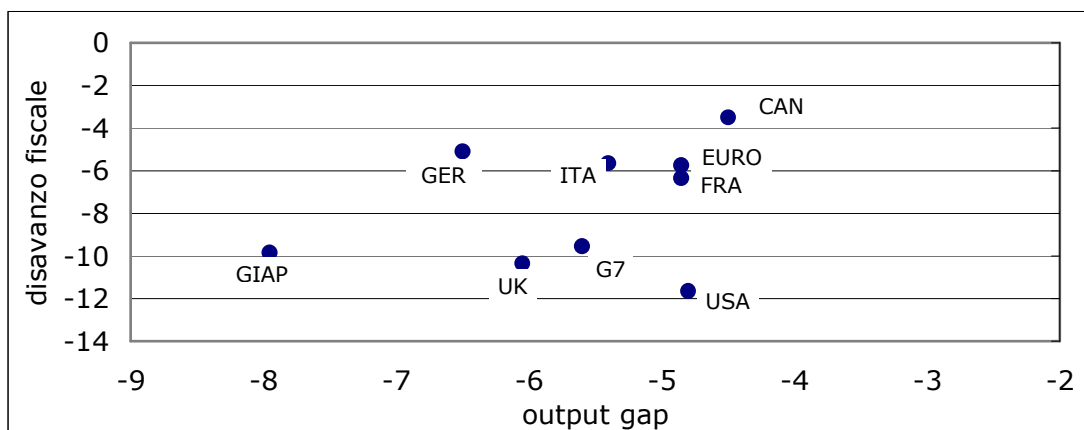
L'andamento richiama quanto già visto con la FIG. 2. Il secondo dato in tabella misura la componente strutturale dei saldi, ossia la parte che viene attribuita ad interventi discrezionali dei governi (la parte rimanente è data dagli stabilizzatori automatici). Complessivamente, questa componente conterà più o meno per la metà dei disavanzi fiscali. Per Stati Uniti, Regno Unito e Giappone si prevedono disavanzi totali più consistenti, e componenti strutturali un po' più

incisive, rispetto all'Area Euro. Unica eccezione sembra essere il Canada, con entrambi gli indicatori molto inferiori alla media.

L'entità dell'intervento fiscale, e in particolare della sua componente strutturale, sono naturalmente da mettere in relazione con l'entità della recessione. Questa è misurata nella terza colonna, in termini di *output gap*, ossia la perdita di PIL rispetto al potenziale che l'economia avrebbe ottenuto in assenza della recessione. Si tenga presente che anche l'ortodossia fiscale giustifica la creazione di disavanzi fiscali in presenza di *output gap* negativi. Il PSC dei paesi dell'Area Euro prevede delle clausole di sospensione del limite del 3% di disavanzo sul PIL in presenza di *output gap* negativi di determinata entità e durata. La relazione tra disavanzo fiscale e *output gap* dà un'indicazione della reattività della politica fiscale di un paese. Essa è rappresentata nella FIG. 3.

Se i paesi avessero tutti la stessa reattività fiscale, e adottassero tutti misure simili, essi dovrebbero disporsi all'incirca lungo una linea retta decrescente dall'alto a destra al basso a sinistra. Le cose non stanno esattamente così, almeno secondo le stime del FMI. Due casi "devianti" degni di nota sembrano essere la Germania e gli Stati Uniti. Per la prima, risulta una reattività fiscale inferiore a quella dei paesi dell'Area Euro (il suo *output gap* è più grande, mentre non lo è il disavanzo fiscale). Per i secondi, si osserva il contrario rispetto a tutti i paesi considerati (l'*output gap* stimato per gli Stati Uniti è simile a quello dell'Area Euro, ma il disavanzo fiscale è molto maggiore). Per altro, il sostanziale allineamento dei paesi dell'Area Euro richiama l'attenzione sul ruolo importante giocato dal loro peculiare contesto istituzionale, su cui torneremo in seguito.

FIG. 3. Reattività fiscale: disavanzo fiscale e *output gap* (% del PIL, stime della media 2009-2010)



Fonte: IMF, *World Economic Outlook*, April 2009

Per quanto riguarda l'articolazione degli interventi fiscali, in generale, si riscontrano alcune linee comuni, così riassumibili:

- Risanamento del settore creditizio
 - ritiro dei titoli tossici
 - ricapitalizzazione delle banche
 - nazionalizzazione delle banche
- Aiuti settoriali "reali"
 - famiglie indebitate
 - salvataggi industriali
- Stabilizzazione macroeconomica
 - ammortizzatori sociali
 - agevolazioni fiscali
 - piani di spesa pubblica

Le tre aree d'intervento principali sono sostanzialmente comuni a tutti i paesi. La loro articolazione interna presenta invece diversità da paese a paese. La prima area d'intervento è per ora quella di entità più considerevole, soprattutto in Europa. I governi sono principalmente impegnati sul fronte del ritiro dei titoli tossici e della ricapitalizzazione. La bonifica dei titoli tossici è, naturalmente, particolarmente impegnativa per gli Stati Uniti, ma si sta dissolvendo l'illusione

dell'immunità del sistema bancario europeo continentale, con sorprese allarmanti in Germania (Poghosyan e Tcihàk (2009)). L'opzione nazionalizzazione è aperta in Europa, ma sembra accantonata negli Stati Uniti. La seconda area è molto controversa, come risulta anche dalle raccomandazioni sopra esposte. È noto che il settore automobilistico andrà ad assorbire risorse ingenti in entrambi i continenti atlantici. L'amministrazione Obama sembra per ora l'unica ad avere avviato un piano concreto ed esteso di sostegno fiscale alle famiglie sotto *stress* finanziario ed immobiliare. Quanto alla terza area d'intervento, azioni *ad hoc* sugli ammortizzatori sociali si sono poste solo per i paesi ove essi sono meno articolati ed efficienti, come in Italia. Il nostro paese ha optato per interventi non universalistici, di entità modesta e mirata; lo stesso dicasi per le agevolazioni fiscali. Per altro, gli unici paesi che hanno varato o prefigurato interventi strutturali sul sistema delle imposte sono gli Stati Uniti e il Regno Unito. Analogamente, non sembra esservi un ricorso generalizzato a piani di spesa pubblica di stile rooseveltiano, tranne che da parte del suo erede Obama e in Cina.



3. La politica fiscale nell'Area Euro. Un'arma spuntata?

Gli stati europei si trovano in una situazione peggiore degli Stati Uniti nel gestire la crisi. In Europa le autorità di regolazione del sistema finanziario operano a livello di singoli stati. Non c'è un'autorità comune neppure nell'ambito dei paesi aderenti all'euro. La BCE ha il solo scopo statutario di contenere l'inflazione. La crisi ha dimostrato che questo assetto è ampiamente inefficiente. Quanto più le banche operano a livello mondiale, tanto più l'assenza di organismi sovranazionali o di forte coordinamento nazionale di regolamentazione consente alle banche facili operazioni di arbitraggio regolamentare. In più, le banche europee sono nella condizione di quelle americane per dimensione e debito, ma sono soggette alla regolamentazione di stati molto più piccoli⁵. Inoltre:

- la UE non dispone di un governo centrale in grado di proporre leggi di emergenza;
- la BCE non è in grado di gestire le situazioni d'insolvenza; nessuno stato può chiedere il soccorso alla BCE per operazioni straordinarie di salvataggio come quelle realizzate dalla Riserva federale;
- le regole stringenti in tema di divieto di aiuti di stato rendono problematiche anche operazioni di limitato impegno finanziario.

In campo fiscale, l'Europa presenta problemi specifici che richiedono un elevato grado di

coordinamento. Primo, il PSC limita lo spazio di manovra fiscale, creando di fatto un *trade off* tra consistenti operazioni di salvataggio o di nazionalizzazione di banche che debbano comportare (anche se temporaneamente) un peggioramento del disavanzo pubblico, e politiche di sostegno della domanda aggregata. Secondo, c'è la spinta a defezioni a causa dei vincoli del PSC: chi non vuole incorrere nelle sanzioni del Patto creando un disavanzo, aspetta che siano altri ad attuare la manovra in modo da goderne i frutti (il problema c.d. "*Germany first*"). Pertanto occorre che a) la manovra sia attuata in forme e modalità compatibili con il PSC, oppure, se necessaria, una sua temporanea sospensione/revisione, concordata con la Commissione, b) la manovra risponda a finalità, tempi e criteri ben precisi.

Queste indicazioni sono state apparentemente recepite nel Piano di Ripresa Economica Europea (*European Economic Recovery Plan*, ERP, come il Piano Marshall!) varato dalla Commissione europea a fine ottobre. Esso prevede un impulso fiscale di 1.5% del PIL dell'Unione, un allentamento concordato del PSC e una serie di linee guida per i governi. Il fatto è che si tratta, appunto, di linee guida, non di una serie di provvedimenti effettivi, che rimangono invece nella discrezionalità dei governi. Se si escludono Francia e Regno Unito, non pare che i governi degli altri maggiori paesi europei, in particolare Germania e Italia, siano intenzionati ad utilizzare la leva fiscale in maniera molto robusta; sicuramente in misura inferiore a quanto previsto dal Piano stesso (vedi Tamborini (2008)).

Inoltre, il disco verde della Commissione riguardo al superamento del limite del 3% di disavanzo rispetto al PIL è rimasto ambiguo. Si è parlato di qualche punto (decimale) sopra il 3%, e per un tempo limitato. Alcuni semplici calcoli riportati nella TAB. 2 rivelano qualche incongruenza nel messaggio complessivo della Commissione.

⁵ La Deutsche Bank ha un attivo per 1.900 md euro (più di Fannie Mae) che ha un peso pari all'86% del Pil tedesco; la Barclays, un attivo di 1.500 md e la RBS di 2.100 md, rispettivamente il 94% e il 123% del Pil del Regno Unito; l'Ubs, 1.400 md, il 480% del Pil della Confederazione Elvetica; la Fortis aveva attivi per 886 md, il 254% di Belgio e Lussemburgo (è stata salvata per l'intervento di tutti e tre gli Stati del Benelux). Sono tutte banche di dimensioni maggiori degli Stati in cui sono siti i loro regolatori.

TAB. 2 Distribuzione ipotetica del PRE per paese dell'Area Euro (anno base 2008)

Stati membri	Disavanzi fiscali 2008 (% del PIL)	PRE (1.5% del PIL) mld. di euro	Disavanzi fiscali + PRE (% del PIL)
Malta	-1.6	0.1	-3.1
Cipro	1.7	0.2	0.2
Slovenia	-0.6	0.5	-2.1
Lussemburgo	2.4	0.5	0.9
Portogallo	-2.2	2.5	-3.7
Irlanda	-1.4	2.6	-2.9
Finlandia	4.9	2.7	3.4
Grecia	-2.0	3.2	-3.5
Austria	-0.7	4.1	-2.2
Belgio	-0.4	5.0	-1.9
Olanda	1.4	8.5	-0.1
Spagna	0.6	14.7	-0.9
Italia	-2.3	23.8	-3.8
Francia	-2.9	28.7	-4.4
Germania	-0.5	38.6	-2.0
Totale Area Euro	-1.5	135.8	-3.0

La seconda colonna riporta i disavanzi fiscali del 2008 in rapporto al PIL, la terza la ripartizione equiproporzionale del PRE in miliardi di euro, la quarta il risultato ipotetico, a parità di altre condizioni, sui bilanci (a parità di condizioni significa che non è calcolata la perdita del PIL del 2009, ossia *come se* il PRE fosse perfettamente sufficiente a compensare la recessione). Dalla quarta colonna risulta evidente che un certo numero di paesi (tra cui Italia, Francia, Portogallo, Grecia) si troverebbero oltre il tetto del 3%, forse più di quanto consentito dalla Commissione. L'unico grande paese che potrebbe permettersi di sfruttare interamente il *bonus* del PRE è la Germania, ma non sembra intenzionata a farlo. Questo giustifica gli altri a non fare la prima mossa, creando un tipico scenario di *fallimento del coordinamento* che il PRE non sembra essere riuscito a scongiurare.

L'inerzia dei maggiori paesi europei ad intraprendere politiche fiscali molto attive, per altro, può essere interpretato come un successo della filosofia di ortodossia fiscale del PSC: riuscire ad "introiettare" nei governi europei i costi di politiche di *deficit spending*. Tuttavia, in questa circostanza, il rischio di un eccessivo irrigidimento fiscale, con conseguente allungamento ed approfondimento della crisi, non è trascurabile. A causa delle problematiche istituzionali che gravano sulla politica economica europea, forze politiche e studiosi sono impegnati per la definizione di nuove regole. I principi dovrebbero seguire le linee qui riassunte.

- Il PSC e il vincolo al pareggio di bilancio dovrebbe essere rivisto e non solo allentato (si rimanda a Tamborini e Targetti (2004)).
- Le regole relative agli aiuti di stato dovrebbero essere riviste alla luce delle necessità di salvataggi bancari.
- Un Tesoro Europeo dovrebbe essere affiancato alla BCE. Esso potrebbe nascere dalla trasformazione nel tempo della BEI (Banca Europea degli Investimenti) affinché: a) possa emettere titoli garantiti dagli stati membri per disporre di un fondo per operazioni di salvataggi bancari a livello europeo e sovra-nazionalizzazioni di banche europee; b) possa emettere titoli garantiti dagli stati per la realizzazione degli obiettivi di crescita, basata su investimenti in infrastrutture e in capitale umano secondo gli obiettivi di Lisbona (Tamborini e Targetti (2004)).

4. Ipoteche sul futuro: dal debito privato al debito pubblico

La crisi ha riacceso i riflettori sulla ricerca di un "nuovo ordine economico internazionale". Probabilmente il pendolo sta tornando verso l'idea

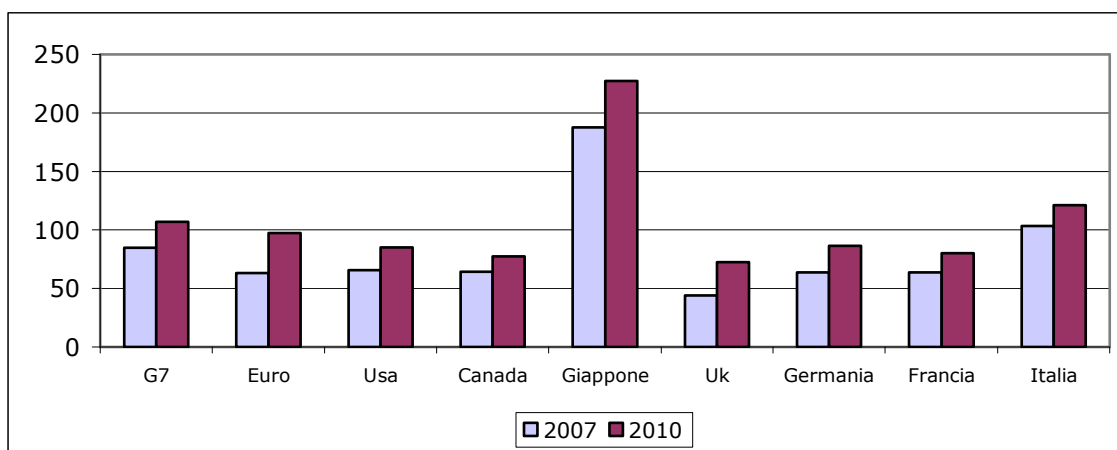
che ciò non sia affidabile unicamente al binomio stati nazionali (deboli) e mercati (forti), che ha caratterizzato la fine del XX secolo. Stando al dibattito in corso, almeno due sono gli ambiti su cui intervenire: quello degli *squilibri globali* e quello della *regolazione globale dei mercati finanziari*. Come risulta chiaro, esistono ottime ragioni per entrambe le missioni. E' da sottolineare il fatto che, *mutatis mutandis*, si tratta sostanzialmente delle stesse missioni che a Bretton Woods vennero affidate al FMI.

Se la sua missione dovesse essere ridefinita in tal senso, esso si troverà presto a fronteggiare un compito di enorme difficoltà. Una ragione, di non semplice rimozione, anzi probabilmente inevitabile, è che le politiche macroeconomiche dei maggiori paesi coinvolti nella crisi, in particolare quelle fiscali e in particolare degli Stati Uniti, *non* sono consone all'aggiustamento degli squilibri globali (cfr. Tamborini e Targetti (2009)). Da oltre un quarto di secolo gli Stati Uniti sono un debitore netto del resto del mondo, colmando l'insaziabile fabbisogno di risorse tanto del settore pubblico quanto di quello privato col risparmio, a turno, dell'Europa, del Giappone e ora dei paesi emergenti, *in primis* la Cina. Per correggere questa stortura, che sta tra le cause di

fondo della crisi stessa, il piatto forte delle politiche espansive dovrebbe essere servito in Asia (e in alcuni paesi europei, se non tutti), piuttosto che in America. Si può ritenere, seguendo Keynes, che la distruzione di buona parte dei patrimoni finanziari americani di fatto stia facendo crollare la domanda aggregata privata al di sotto della capacità produttiva in modo da ricostituire risparmi e patrimoni. Ma rimane pur sempre il dubbio di quale sia la *ratio*, e quali saranno gli effetti, di aggiungere altro debito pubblico ad un già colossale debito privato.

Uno studio recente di Reinhart e Rogoff (2009) ricostruisce gli scenari macroeconomici seguenti ad una serie di crisi economico-finanziarie del passato. Invariabilmente vi compare "l'esplosione del debito pubblico". La causa principale non si riscontra nelle misure di sostegno e stabilizzazione del settore bancario e finanziario, ma nella caduta prolungata del gettito fiscale e nella pressione sulle spese sociali. La FIG. 4 presenta il rapporto debito/PIL dei maggiori paesi avanzati al 2010 secondo le previsioni del FMI, confrontandolo con la situazione pre-crisi. In media, nel gruppo G7, l'aumento è del 25%, ma gli effetti suddetti possono protrarsi ben oltre il 2010.

FIG. 4 Rapporto debito/PIL, 2007 e previsione 2010



Fonte: IMF, *World Economic Outlook*, April 2009



Dunque è probabile che una delle grandi ipoteche che l'economia mondiale dovrà scontare in futuro sia la gestione di un enorme debito pubblico. Forse questo fatto, da solo, sarà sufficiente a modificare il volto del capitalismo finanziario, e non solo, più di ogni altra considerazione su riforme e regole dei mercati privati. Qualora, fra qualche anno, dovessero sollevarsi allarmi e preoccupazioni sul ruolo pervasivo e soffocante della finanza pubblica nei mercati mondiali, occorrerà ricordare quali ne sono state le cause. L'epicentro del fenomeno e del problema saranno di nuovo gli Stati Uniti (e il loro finanziatore primario, la Cina), i cui governi per molti anni dovranno curarsi, come mai hanno fatto nella loro storia, del merito di credito delle loro obbligazioni.

E' possibile che vi sia un riequilibrio mondiale senza che gli Stati Uniti *accettino una riduzione* della loro domanda interna di risorse? La risposta è no. Ma è anche impensabile chiederlo loro senza che qualcun altro li aiuti ad alleviare i costi dell'aggiustamento, dando un forte contributo a mantenere elevata la domanda mondiale. Anche questo principio basilare fa parte del bagaglio con cui Keynes arrivò a Bretton Woods, e che cercò di lasciare in consegna proprio al FMI.

Bibliografia

Blanchard O.J. (2009), "The Crisis: Basic Mechanisms, and Appropriate Policies", MIT Department of Economics, Working Paper, 09-01.

Clarida R., Galí J., Gertler M. (1999), "The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective", *Journal of Economic Literature*, 37, pp.1661-1707.

Farina F., Tamborini R. (eds.), *Economic policy in the EMU. From the Old to the New Stability and Growth Pact*, London, Routledge.

Impenna C. (2009), "Crisi di liquidità: i mercati interbancari e l'azione delle banche centrali", in Barucci E., Messori M. (a cura di), *Oltre lo shock. Quale stabilità per i mercati finanziari*, Milano, Egea.

Kindleberger C.P. (1984), *A Financial History of Western Europe*, London, Allen & Unwin.

Krugman P. (2005), "Is Fiscal Policy Poised For a Comeback?", *Oxford Review of Economic Policy*, 21, pp. 515-523.

Lucas R.E. (2004), "Keynote Address to the 2003 HOPE Conference: My Keynesian Education", in de Vroey M., Hoover K. (eds.), *The IS-LM Model: Its Rise, Fall and Strange Persistence*, Durham, Duke University Press.

Minsky H.P. (1975), *John Maynard Keynes*, New York, Basic Books.

Minsky H.P. (1982), *Can It Happen Again? Essays on Instability and Finance*, New York, M.E. Sharpe.

Poghosyan T., Tcihàk M. (2009), "Distress in European Banks: An Analysis Based on a New Data Set", IMF Working Paper, 09/9.

Reinhart C., Rogoff K. (2009), "The Aftermath of Financial Crises", CEPR, Discussion Paper Series, 7209.

Spilimbergo A., Symansky S., Blanchard O.J., Cottarelli C. (2008), "Fiscal Policy for the Crisis", IMF Staff Position Note, SPN/08/01.

Tamborini R. (2008), "Fiscal Policy in Europe: An Unloaded Weapon?", RGE Europe EconoMonitor, http://www.rgemonitor.com/euro-monitor/author_name/rtamborini/

Tamborini R., Targetti F. (2004), "Il Patto instabile", *Il Mulino*, 53, n.1, pp.111-121.

Tamborini R., Targetti F. (2009), "Globalizzazione, squilibri e crisi", in Barucci E.,



Messori M. (a cura di), *Oltre lo shock. Quale stabilità per i mercati finanziari*, Milano, Egea.

Taylor J.B. (2009), "The Financial Crisis and the Policy Responses. An Empirical Analysis of What Went Wrong", NBER Working Paper, 14631.



4. LA FINANZA PUBBLICA IN ITALIA[♦]

La profonda crisi economica che il nostro Paese sta attraversando riporterà la finanza pubblica in una situazione di forte squilibrio, vanificando in parte lo sforzo di risanamento compiuto nel corso degli anni '90. Gli effetti della crisi sono aggravati dal mancato consolidamento del riequilibrio dei conti pubblici nel corso degli anni 2000, che, per certi versi, rappresentano un'occasione perduta. Può allora essere utile ripercorrere, sia pure a grandi linee, l'evoluzione della finanza pubblica italiana da Maastricht ad oggi, per evidenziare luci ed ombre della politica di bilancio posta in essere negli ultimi vent'anni. Le pagine che seguono illustrano innanzitutto l'andamento dei principali aggregati di finanza pubblica dai primi anni '90 ad oggi. Presentano quindi brevemente i risultati del 2008 e le più aggiornate previsioni per il 2009. Infine, si soffermano sugli interventi attuati dal Governo a partire dall'estate del 2008, per la correzione dei conti pubblici e per contrastare gli effetti della recessione.

1. Disavanzo e debito pubblico

Il periodo che va dal 1992, anno del Trattato di Maastricht, ad oggi, vede due fasi distinte nella conduzione della politica di bilancio.

La prima, che va dal 1992 al 1999, rappresenta il periodo del risanamento, con una forte riduzione dell'indebitamento netto delle Amministrazioni Pubbliche (dal 10% circa del PIL nel 1992 all'1,7% nel 1999) ed un rilevante aumento dell'avanzo primario (dall'1,8% al 4,9% del PIL). Negli stessi anni, il rapporto tra debito pubblico e PIL aumenta dal 105,2% al 121,5% nel 1995, per poi ridursi al 113,7% nel 1999.

La seconda fase riguarda gli anni 2000, durante i quali il disavanzo si mantiene quasi sempre al di

sopra del 3% del PIL e l'avanzo primario si riduce drasticamente (ritorna prossimo a zero nel 2005); il debito pubblico resta al di sopra del 100% del PIL¹. Le FIGG. 1, 2 e 3 illustrano.

FIG. 1: Indebitamento netto (percentuale del PIL)

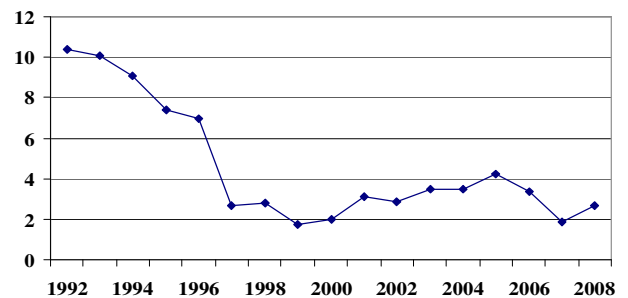


FIG. 2: Avanzo primario (percentuale del PIL)

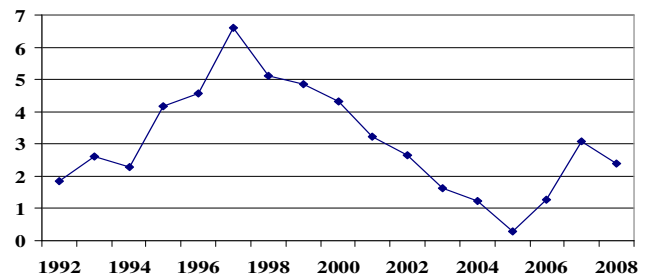
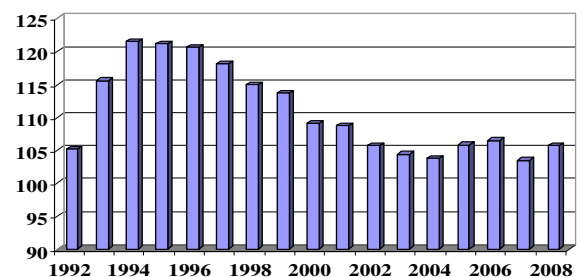


FIG. 3: Debito pubblico (percentuale del PIL)



¹ La dinamica del debito riflette anche il disavanzo di cassa (fabbisogno), che, a partire dal 2001, risulta quasi sempre più elevato dell'indebitamento, che invece rileva in sede europea che si fonda su di un principio di competenza.

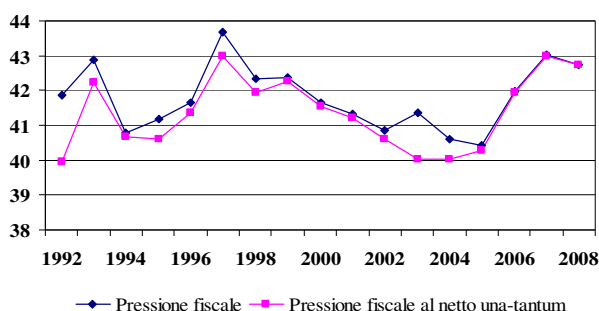
[♦] A cura di Flavia Ambrosanio.

Che cosa ha reso difficile negli anni 2000 consolidare e rafforzare i risultati conseguiti tra il 1992 e il 1997? Qualche elemento di valutazione si trae analizzando l'andamento delle entrate e delle spese pubbliche nel periodo considerato e considerando l'evoluzione del quadro macroeconomico di riferimento.

2. Le entrate

Gran parte del risanamento degli anni '90 è stato conseguito attraverso l'aumento della pressione fiscale (FIG. 4), che nel 1997 raggiunge il 43,7% del PIL, sostenuta anche dall'adozione di provvedimenti con effetti temporanei (ad esempio imposte una tantum e condoni), particolarmente rilevanti nel 1993, nel 1997 e nel 2003. Al netto degli effetti di queste misure (quelle classificate come imposte in conto capitale), tra il 1998 e il 2004 si assiste ad una graduale riduzione del prelievo (che si riporta al livello del 1992), che ritorna ad aumentare nel 2006 e 2007, per ridursi ancora lievemente nel 2008.

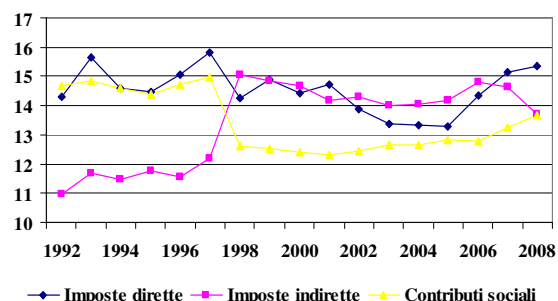
FIG. 4: Pressione fiscale (percentuale del PIL)



La riduzione della pressione fiscale sembra interamente ascrivibile alle entrate tributarie, posto che il gettito dei contributi sociali, dopo la caduta del 1998 – determinata dall'abolizione dei contributi sanitari – si mantiene stabile o cresce in tutto il periodo considerato. Tra il 2001

e il 2005, la quota delle imposte dirette sul PIL diminuisce circa di 1,5 punti, per poi recuperare tra il 2005 e il 2008. Anche le imposte indirette, dopo il forte aumento dovuto all'introduzione dell'IRAP, subiscono una riduzione, sia pure meno marcata delle imposte dirette, per poi recuperare nel 2006 e nel 2007 e subire ancora una forte contrazione nel 2008.

FIG. 5: Imposte e contributi (percentuale del PIL)



Diverse sono le cause che spiegano la riduzione della pressione tributaria tra il 1999 e il 2005. In primo luogo, un effetto negativo è stato senza dubbio esercitato dal rallentamento della crescita economica: tra il 2001 e il 2005, il PIL reale è cresciuto mediamente dello 0,9% a fronte dell'1,7% registrato tra il 1993 e il 2000. In secondo luogo, occorre considerare gli effetti delle misure discrezionali volte a ridurre il carico fiscale sui redditi delle famiglie e sui profitti delle imprese. Si ricordano in particolare, le revisioni dell'IRPEF nel 2003 e nel 2005 e la riduzione dell'aliquota dell'imposta societaria. Nel contempo, sono state di anno in anno prorogate le agevolazioni fiscali ed i regimi speciali, già presenti nel nostro ordinamento (ad esempio, le agevolazioni per il settore agricolo). Va tuttavia anche ricordato che ai provvedimenti di sgravio fiscale si sono comunque contrapposti numerosi provvedimenti di aumento del prelievo, quali gli ampliamenti delle basi

imponibili (soprattutto per quanto riguarda l'imposta societaria), gli incrementi delle imposte indirette minori (tabacchi, giochi, imposte di registro e simili), gli aumenti delle imposte sulle banche e sulle società di assicurazione. La riduzione strutturale della pressione tributaria derivante dalle manovre discrezionali deve dunque ritenersi di entità relativamente modesta. Un altro fattore che può contribuire a spiegare la riduzione del prelievo tributario tra il 2000 e il 2005 è l'aumento dell'evasione, probabilmente incentivato dai condoni, ripetutamente utilizzati tra il 2000 e il 2005. Basti qui ricordare il cosiddetto *scudo fiscale* (introdotto nel 1999 e replicato nel 2003), per consentire di rimpatriare o regolarizzare le attività detenute all'estero in violazione delle norme valutarie e degli obblighi tributari; il *condono tombale*, introdotto con la legge finanziaria per il 2003, ai fini delle imposte dirette e indirette per il periodo 1997-2001; la *pianificazione fiscale concordata*, a partire dal 2005; il condono edilizio. Un'azione più incisiva di contrasto all'evasione fiscale viene posta in essere solo a partire dalla legge finanziaria per il 2006 e rafforzata nei due anni successivi.

In conclusione, la crescita della pressione tributaria ha fornito un contributo essenziale per il riequilibrio dei conti pubblici nel corso degli anni '90; tale crescita è stata però perseguita, anche in misura non trascurabile, attraverso provvedimenti con effetti temporanei, che non hanno inciso in modo strutturale sull'evoluzione del gettito. Negli anni tra il 2000 e il 2005, la bassa crescita dell'economia, gli sgravi e l'aumento dell'evasione fiscale hanno prodotto una riduzione della pressione tributaria, così contribuendo al peggioramento dei saldi di finanza pubblica. Tra il 2006 e il 2008 si è registrato un recupero del gettito delle imposte

dirette, mentre ha continuato a ridursi il gettito delle imposte indirette.

3. Le spese

Dal lato della spesa (FIGG. 6, 7, 8 e 9), il maggiore contributo al riequilibrio dei conti pubblici è derivato dalla marcata riduzione degli interessi passivi, dal 12% circa del PIL nel 1992 a poco più del 5% nel 2008, dovuta principalmente al calo dei tassi d'interesse, ma anche alla minore incidenza del debito sul PIL.

FIG. 6: Spesa pubblica (percentuale del PIL)

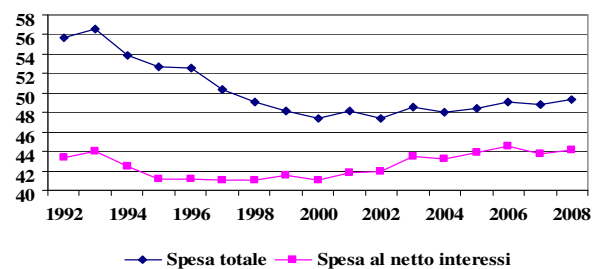
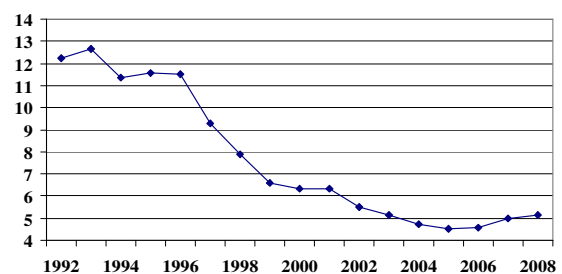
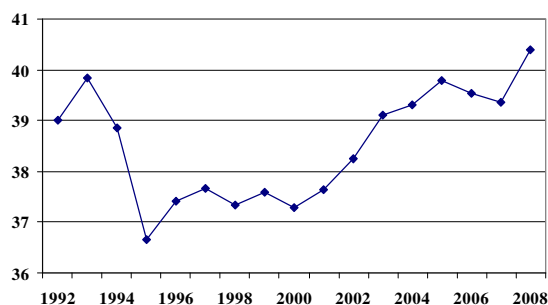


FIG. 7: Spesa per interessi (percentuale del PIL)



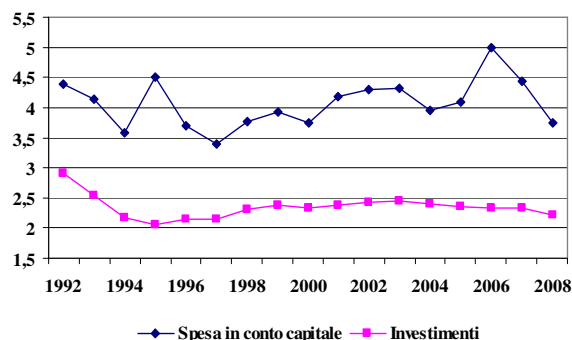
Molto modesto è invece risultato il contributo della spesa corrente primaria, scesa dal 39% al 36,7% del PIL tra il 1992 e il 1995, stabile intorno al 37-38% tra il 1996 e il 2001, di nuovo superiore al 39% negli anni successivi, pari al 40,4% del PIL nel 2008.

FIG. 8: Spesa corrente primaria (percentuale del PIL)



Le spese in conto capitale, dopo la ripresa seguita al crollo dovuto a “tangentopoli”, si sono, con fasi alterne, ridotte di circa 1 punto di PIL, tra il 1995 e il 2008; gli investimenti pubblici si sono mantenuti sempre al di sotto del 2,5% del PIL.

FIG. 9: Spese in conto capitale (percentuale del PIL)



Ulteriori elementi di valutazione si traggono dall’analisi della crescita della spesa in termini reali (TAB. 1). Si osserva innanzitutto che la spesa corrente primaria è cresciuta, ad eccezione del periodo 1994-1996, a tassi superiori al 2%, dunque superiori alla crescita dell’economia. Tra il 1991 e il 1993, la crescita della spesa primaria reale è trainata dalla crescita dalle prestazioni sociali e dei consumi intermedi, in parte compensata dalla forte riduzione delle prestazioni sociali in natura (spesa sanitaria) e

delle spese in conto capitale e dalla stabilità dei redditi da lavoro dipendente. Nel triennio 1994-1996, la spesa primaria reale diminuisce, con il contributo di tutte le categorie, ad eccezione delle prestazioni sociali in denaro. A partire dal 1997, essa riprende a crescere, in tutte le sue componenti, ma in modo particolare nel comparto della spesa sanitaria (ampliamento delle prestazioni garantite dal servizio sanitario e contestuale riduzione della compartecipazione alla spesa da parte dei cittadini).

TAB. 1: Crescita reale della spesa pubblica

Voci di spesa	1991-1993	1994-1996	1997-2000	2001-2005
Corrente primaria:	2,2	-0,2	2,1	2,1
- redditi lavoro dipendente	0,0	-0,1	0,3	1,8
- prestazioni sociali in denaro	3,9	1,7	2,1	1,5
- prestazioni sociali in natura	-3,4	-3,5	7,0	4,8
- consumi intermedi	2,6	-1,1	3,1	2,7
- in conto capitale	-7,3	0,1	3,4	3,2
Interessi passivi	8,5	-1,1	-11,7	-5,8
Spesa totale	2,6	-0,6	-0,4	1,3

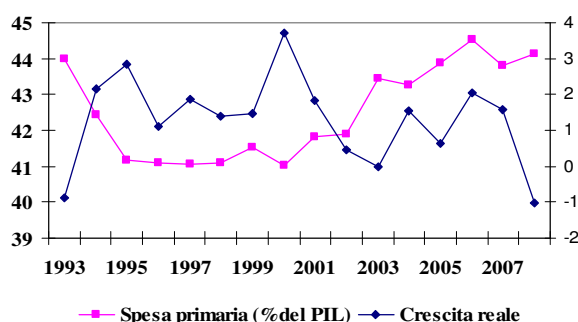
L’azione di controllo della spesa pubblica, sebbene posta da tutti i Governi come obiettivo prioritario della politica di bilancio, non ha dunque dato gli esiti sperati, se non nel periodo immediatamente precedente l’entrata dell’Italia nell’Unione Monetaria.

Diverse cause spiegano questi risultati. In parte essi sono la conseguenza del fatto che molti dei provvedimenti adottati per il controllo della spesa negli ultimi 10 anni hanno avuto solo effetti temporanei (ad esempio, l’introduzione di tetti o vincoli alle erogazioni dei centri di spesa, i reiterati blocchi al *turn over* nel pubblico impiego, alcune misure sul prezzo dei farmaci). In parte, essi riflettono l’andamento del ciclo economico, con un’accelerazione della spesa

nelle fasi di rallentamento della crescita (FIG. 10). Infine, probabilmente, sono mancati la volontà politica e il consenso necessari ad affrontare i problemi strutturali della spesa pubblica in Italia.

L'attuale fase di recessione si è quindi innestata su una situazione già caratterizzata da elementi di forte criticità.

FIG. 10: Spesa primaria e crescita reale



4. I risultati 2008 e le previsioni 2009

I dati di consuntivo della finanza pubblica nel 2008 mostrano un netto peggioramento rispetto al 2007 (TAB. 2). Le entrate complessive sono cresciute solo dell'1% e la pressione fiscale si è ridotta dal 43,1% al 42,8% del PIL. Questi risultati sono stati in parte la conseguenza del peggioramento del quadro macroeconomico, in parte sono derivati dagli sgravi concessi nel 2007 e nel mese di maggio del 2008 (riduzione dell'IRAP connessa con il costo del lavoro, abolizione dell'ICI sull'unità immobiliare adibita ad abitazione principale, tassazione agevolata del lavoro straordinario e dei premi di produttività). Alla bassa crescita delle entrate si è invece accompagnata una crescita sostenuta della spesa pubblica. Le spese correnti al netto degli interessi sono aumentate del 4,5%, con una crescita di circa un punto dell'incidenza sul PIL, dal 39,3% al 40,4%; le spese per interessi passivi sono aumentate del 4,8%, stabili intorno al 5% del PIL; infine, le spese in conto capitale,

si sono ridotte del 6,2%, per effetto del venire meno degli esborsi una tantum del 2007 (rimborsi IVA, ripiani dei debiti verso Poste Italiane S.p.A. e trasferimenti alle imprese concessionarie della riscossione dei tributi, per un ammontare complessivo di circa 6 miliardi di euro); le spese per investimenti, infatti, si sono ridotte solo dello 0,3%.

La dinamica delle entrate e delle spese ha prodotto un peggioramento di tutti i saldi rilevanti del conto delle Amministrazioni pubbliche: l'avanzo primario è sceso dal 3,5% al 2,4% del PIL e il risparmio pubblico dal 2,3% allo 0,8% del PIL; l'indebitamento netto è aumentato dall'1,5% al 2,7% del PIL e il debito pubblico dal 103,5% al 105,8% del PIL.

TAB. 2: Entrate e spese della P.A. 2007 e 2008 (miliardi di euro)

	2007 cons.	2008 pre-cons.	Var. %
Entrate tributarie	460,7	457,4	-0,7
Contributi sociali	205,3	214,7	4,6
Altre entrate	58,6	59,8	2,0
Entrate totali	724,6	731,9	1,0
Spese correnti netto interessi	607,7	635,0	4,5
- personale	164,1	171,2	4,3
- consumi intermedi	122,9	128,4	4,5
- prestazioni sociali	264,5	278,0	5,1
- altre	56,3	57,4	2,0
Interessi passivi	77,2	80,9	4,8
Spese correnti totali	684,9	716,0	4,5
Spese in conto capitale	62,9	59,0	-6,2
Spese totali netto interessi	670,6	694,0	3,5
Spese totali	747,8	774,9	3,6
Pressione fiscale (% PIL)	43,1	42,8	
Avanzo primario (% PIL)	3,5	2,4	
Risparmio pubblico (% PIL)	2,3	0,8	
Indebitamento netto (% PIL)	1,5	2,7	
Debito pubblico (% del PIL)	103,5	105,8	

Che cosa si prospetta per il 2009 e gli anni successivi? È inutile ripercorrere tutti gli aggiornamenti delle previsioni e degli obiettivi per il triennio 2009-2011, sulla base delle

continue revisioni al ribasso della crescita. Le ultime stime, presentate in occasione della Relazione Unificata sull'Economia e la Finanza pubblica, risalgono al mese di aprile e sono esposte nella TAB. 3.

TAB. 3: Stime 2009-2011 (percentuale del PIL)

	2009	2010	2011
Pressione fiscale	43,5	43,2	43,0
Risparmio pubblico	-0,9	-1,2	-1,2
Avanzo primario	0,4	0,6	1,1
Indebitamento netto	4,6	4,6	4,3
Debito pubblico	114,3	117,1	118,1

Si profila un quadro poco confortante. Nel 2009, il disavanzo pubblico dovrebbe raggiungere il 4,6% del PIL; l'avanzo primario scenderebbe allo 0,4% del PIL e il risparmio pubblico tornerebbe ad essere negativo; la pressione fiscale crescerebbe dal 42,8% al 43,5% del PIL; il debito pubblico tornerebbe abbondantemente di sopra del 110% del PIL. Il 2010 e il 2011 segnerebbero dei miglioramenti molto modesti. Queste stime incorporano, da un lato, gli effetti della manovra finanziaria posta in essere nel 2008, e, dall'altro, gli effetti della recessione.

5. La manovra per il 2009-2011

La manovra di finanza pubblica attuata nel corso del 2008 si caratterizza per due interessanti novità. La prima consiste nel fatto che il Governo l'ha presentata contestualmente al DPEF, superando la tradizionale divisione tra il momento della programmazione (estate) e il momento dell'attuazione (autunno). La seconda novità è che la manovra non riguarda solo il 2009, ma è riferita all'arco di un triennio, il periodo 2009-2011, in modo da configurarsi come un vero e proprio piano di stabilizzazione della finanza pubblica.

Il 25 giugno 2008 è stato dunque varato il D.L. 112, che contiene la maggior parte delle misure correttive della finanza pubblica (TAB. 4).

Nel 2009, gran parte della correzione del deficit è affidata agli aumenti delle entrate, mentre nel 2010 e nel 2011 la correzione avverrebbe prevalentemente dal lato della spesa. Le maggiori entrate nette attese ammontano infatti a 4,7 miliardi di euro nel 2009, 5 miliardi nel 2010 e 6,1 miliardi nel 2011. Le riduzioni nette di spesa salgono da 5,2 miliardi di euro nel 2009 a 12,2 miliardi nel 2010 a 25,4 miliardi nel 2011.

TAB. 4: La manovra per il 2009-2011 (miliardi di euro)

	2009	2010	2011
Maggiori entrate	5,8	5,5	6,1
Minori entrate	1,1	0,5	0,6
Maggiori entrate nette	4,7	5,0	5,5
Minori spese correnti	8,9	13,8	22,0
Minori spese c/capitale	2,4	3,7	8,6
Maggiori spese correnti	5,2	5,0	5,0
Maggiori spese c/capitale	0,9	0,3	0,2
Minori spese nette	5,2	12,2	25,4
Totale manovra	9,9	17,2	30,9

La manovra sulle entrate

Le misure dal lato delle entrate (TAB. 5) consistono prevalentemente nell'aumento del prelievo tributario a carico delle imprese operanti nei settori creditizio, assicurativo ed energetico: per le imprese del settore energetico, sono state introdotte un'addizionale all'IRES del 5,5% e un'imposta sostitutiva sulle plusvalenze maturate sulle scorte di prodotti petroliferi e sono state inasprite le *royalties* sull'estrazione dei prodotti petroliferi; per le banche e le assicurazioni, si tratta per lo più di interventi di ampliamento della base imponibile IRES. L'aumento del prelievo riguarda anche le cooperative, con l'innalzamento dal 12,5% al 20% della ritenuta a titolo d'imposta sugli interessi corrisposti ai soci persone fisiche e, per quelle di consumo, con l'aumento dal 30% al

55% della quota di utili netti che concorrono alla formazione del reddito imponibile. Aumenta inoltre dal 12,5% al 20% la ritenuta alla fonte sui proventi dei fondi immobiliari di diritto italiano e viene introdotta un'imposta patrimoniale dell'1% per i cosiddetti fondi immobiliari familiari. Vengono poi ridotte le agevolazioni fiscali per le *stock option*, con assoggettamento ad IRPEF delle plusvalenze da esse. Maggiori entrate sono infine attese dalle misure volte a rendere più efficiente ed efficace l'attività dell'amministrazione finanziaria per la lotta all'evasione fiscale².

TAB. 5: La manovra sulle entrate (miliardi di euro)

	2009	2010	2011
Maggiori entrate	5,8	5,5	6,1
- imprese settore energetico	2,4	1,3	1,3
- banche e assicurazioni	2,5	3,1	2,5
- altri interventi	0,8	1,1	2,3
Minori entrate	1,1	0,5	0,6
- proroga agevolazioni fiscali	0,9	0,5	0,5
- altri interventi	0,2	0,0	0,1
Maggiori entrate nette	4,7	5,0	5,5

Il pacchetto anti-evasione prevede l'aumento delle risorse per l'attività di controllo dell'Agenzia delle Entrate; un piano congiunto dell'Agenzia delle Entrate e della Guardia di finanza per il contrasto delle frodi in materia di IVA; un piano di controlli per la verifica delle residenze fittizie all'estero, con la collaborazione dei Comuni, ai quali sarà attribuito il 30% delle maggiori imposte riscosse.

² Contestualmente, vengono introdotte norme di semplificazione degli adempimenti dei contribuenti e rese meno stringenti alcune misure introdotte nell'ultimo biennio al fine di contrastare l'evasione fiscale; vengono infatti aboliti l'obbligo della trasmissione dell'elenco dei fornitori e dei clienti e l'obbligo per i professionisti di tenere conti correnti dedicati all'attività professionale, con la tracciabilità dei pagamenti relativi ai compensi percepiti.

Le minori entrate derivano, come di consueto, dalla proroga delle agevolazioni fiscali vigenti.

La manovra sulle spese

La manovra sulle spese per il triennio 2009-2011 è illustrata nella TAB. 6.

TAB. 6: La manovra sulle spese (miliardi di euro)

	2009	2010	2011
Minori spese correnti	8,9	13,8	22,0
- pubblico impiego	0,8	1,3	1,9
- PSI enti locali	3,4	5,5	9,5
- sanità	0,4	2,3	3,3
- missioni di spesa	3,0	3,5	6,3
- altri interventi	1,3	1,2	1,0
Maggiori spese correnti	5,2	5,0	5,0
- pubblico impiego	2,0	2,0	2,0
- previdenza e sanità	1,2	1,2	1,2
- misure sociali	0,3	-	-
- altri interventi	1,7	1,8	1,8
Minori spese correnti nette	3,7	8,8	17,0
Minori spese c/capitale	2,4	3,7	8,6
- missioni di spesa	2,3	3,6	8,6
- altri interventi	0,1	0,1	-
Maggiori spese c/capitale	0,9	0,3	0,2
- fondo per l'occupazione	0,7	-	-
- altri interventi	0,2	0,3	0,2
Minori spese c/capitale nette	1,5	3,4	8,4
Totale minori spese nette	5,2	12,2	25,4

Dal lato delle spese correnti, il contributo più rilevante (quasi un terzo del totale) al riequilibrio dei conti pubblici viene richiesto agli enti territoriali, attraverso l'applicazione del Patto di stabilità interno, PSI). Il PSI si riferisce, come nel 2008, a province e comuni con più di 5.000 abitanti e si sostanzia in un vincolo alla crescita del saldo finanziario³.

³ Le norme del nuovo PSI sono abbastanza complesse e il miglioramento richiesto non è uguale per tutti gli enti. Si applica inoltre il criterio della competenza mista per cui: a) per la parte corrente, il saldo viene calcolato come differenza tra accertamenti di entrata e impegni di spesa; b) per la parte in conto capitale, il saldo viene calcolato come differenza tra incassi e

Le sanzioni per il mancato rispetto del Patto consistono nella riduzione del 5% dei trasferimenti statali, nel divieto di indebitamento per finanziare gli investimenti, nel divieto di assunzioni a qualsiasi titolo e nella riduzione del 30% di indennità e gettoni di presenza per gli amministratori locali⁴. Tutte le amministrazioni locali soggette al patto dovranno inoltre garantire la riduzione della quota della spesa per il personale sul totale delle spese correnti. Un'ultima novità consiste nell'assoggettamento al PSI delle aziende a cui regioni, province e comuni hanno attribuito, con affidamento diretto, la gestione di servizi pubblici locali. Per il triennio 2009-2011, o comunque fino all'attuazione del cosiddetto federalismo fiscale, resta confermata la sospensione del potere degli enti locali di deliberare aumenti di tributi e addizionali, fatta eccezione per la TARSU e le tariffe dei servizi.

Per quanto riguarda le Regioni a statuto ordinario, il PSI si concretizza invece in un vincolo alla crescita della spesa, ad eccezione della spesa sanitaria, per la quale valgono specifiche norme di settore. Anche alle regioni inadempienti si applicano sanzioni analoghe a quelle previste per gli enti locali. È infine confermata la sospensione del potere delle regioni di decidere aumenti di tributi e addizionali.

Risparmi di spesa, rilevanti soprattutto nel 2010 e nel 2011, sono attesi dal comparto della sanità, secondo le modalità individuate nell'ambito dell'accordo Stato-Regioni. Le regioni che non

pagamenti; c) il saldo complessivo è la somma dei due.

⁴ È stato introdotto un meccanismo premiante per gli enti che rispettano il Patto, che consiste nella possibilità di peggiorare, nell'anno successivo a quello di riferimento, il saldo valido ai fini della verifica del rispetto del Patto, di un importo, calcolato per ciascun ente in funzione del proprio "grado di virtuosità".

dovessero rispettare l'obiettivo saranno obbligate ad aumentare le aliquote dell'IRAP e dell'addizionale all'IRPEF.

Gran parte delle disposizioni sul pubblico impiego riguarda il comparto della scuola, con l'aumento del rapporto studenti/docenti, la revisione degli organici del personale tecnico-amministrativo, nuovi criteri di formazione delle classi e dell'organizzazione didattica della scuola primaria.

Ulteriori misure concernono il contenimento delle assunzioni, la riduzione delle risorse per la stabilizzazione dei precari e per la contrattazione integrativa, l'estensione dei limiti alle spese di personale anche alle Università.

Una parte cospicua delle minori spese correnti è infine attesa dalla riduzione delle missioni di spesa di ciascun Ministero, lasciando ai singoli Ministeri la decisione sui programmi da ridimensionare.

La manovra introduce, d'altra parte, maggiori spese correnti per 5 miliardi l'anno, che derivano dai rinnovi contrattuali del pubblico impiego, dall'abolizione per il triennio 2009-2011 della quota fissa di partecipazione al costo per l'assistenza specialistica, dall'abolizione del divieto di cumulo fra pensioni e redditi da lavoro. Tra gli altri interventi rientrano l'alimentazione del fondo per interventi strutturali di politica economica e l'introduzione, per un anno, della cosiddetta *social card*, di importo pari a 480 euro, destinata a circa 800.000 soggetti disagiati, residenti con oltre 65 anni e reddito inferiore a 6.000 euro e famiglie con lo stesso reddito, con un bambino di età inferiore ai tre anni.

Per quanto riguarda, infine, le spese in conto capitale, l'applicazione delle disposizioni della legge finanziaria produce tagli non irrilevanti e crescenti nel tempo, fino a 8,6 miliardi di euro nel 2011.

6. Il Decreto “anti-crisi”

Nel mese di novembre 2008, il Governo ha varato un pacchetto di misure, il cosiddetto decreto anti-crisi, con l’obiettivo di attenuare gli effetti della recessione. In realtà, si tratta di un’operazione “a somma zero”, nel senso che le maggiori spese e le minori entrate derivanti dalle disposizioni del decreto sono compensate da maggiori entrate e minori spese, praticamente senza effetti peggiorativi sui saldi di finanza pubblica (TAB. 7).

In che cosa consistono gli interventi di sostegno?

TAB. 7: Il decreto anti-crisi (miliardi di euro)

	2009	2010	2011
Reperimento delle risorse	6,4	4,1	4,9
Minori spese correnti	1,2	1,6	2,5
Minori spese in conto capitale	1,1	1,4	2,3
Maggiori entrate	5,2	2,5	2,5
Utilizzo delle risorse	6,4	3,9	4,8
Maggiori spese	4,2	2,3	2,7
- bonus famiglie	2,4	-	-
- fondo per l’occupazione	0,2	0,3	0,3
- investimenti ferrovie	-	0,2	0,7
- finanziamento Legge Obiettivo	-	0,4	0,5
- contratti di servizio Trenitalia	0,5	0,5	0,5
- altri interventi	1,1	0,9	0,7
Minori entrate	2,2	1,6	2,1
- deducibilità IRAP	1,1	0,7	0,6
- altri interventi	1,1	0,9	1,5

Per le famiglie, l’intervento più cospicuo è l’attribuzione di un *bonus* straordinario, ovvero un trasferimento monetario, per il solo 2009, ai nuclei a basso reddito, che va da un minimo di 200 a un massimo di 1.000 euro. Altre misure riguardano l’introduzione di un contributo in conto interessi a favore dei titolari di mutui a tasso variabile sulla prima casa⁵, il blocco dell’adeguamento automatico delle tariffe

⁵ Più precisamente, nel 2009 lo Stato si farà carico di dell’eventuale eccedenza della quota interessi rispetto alla quota calcolata in base ad un tasso soglia del 4%.

relative ad alcuni servizi direttamente erogati dallo Stato, un’integrazione al reddito di alcune categorie di lavoratori in caso di disoccupazione. Per le imprese, sono state introdotte alcune agevolazioni fiscali, come la proroga al 2009 della detassazione dei premi di produttività, la deducibilità dall’IRES e dall’IRPEF del 10% dell’IRAP pagata dal periodo d’imposta in corso al 31 dicembre 2008, il versamento dell’IVA al momento dell’incasso e non dell’emissione della fattura, la riduzione della misura dell’acconto dell’IRES e dell’IRAP dovuta dalle persone giuridiche.

Infine, sono state approvate alcune misure in materia di infrastrutture e opere pubbliche, che dovrebbero attivare spese da parte del settore privato, sono stati concessi contributi agli investimenti del gruppo Ferrovie dello Stato e approvati i trasferimenti per il rinnovo dei contratti di servizio di Trenitalia S.p.A., è stato rifinanziato il Programma delle infrastrutture strategiche ex Legge Obiettivo.

Le risorse per finanziare l’insieme di questi interventi provengono per lo più dal lato delle entrate, 5,2 miliardi di euro su 6,4 nel 2009. Le maggiori entrate derivano dall’introduzione di imposte sostitutive sulle rivalutazioni volontarie di valori contabili nei bilanci delle imprese, dal potenziamento dell’attività di accertamento e riscossione, dall’accelerazione del recupero dei crediti delle Amministrazioni pubbliche e dall’aumento dell’IVA dal 10% al 20% sui servizi televisivi. Vi sono poi minori spese, che derivano dalla diversa assegnazione di risorse finanziarie, ad esempio la riduzione degli stanziamenti del Fondo per le aree sottoutilizzate.

7. Conclusioni

Il giudizio sull’operato del Governo in tema di finanza pubblica è reso senza dubbio più

difficile dalla complessità e gravità della situazione economica. È tuttavia opportuno sviluppare alcune considerazioni, in primo luogo sulla manovra correttiva dell'estate 2008, in secondo luogo sulle misure di sostegno dell'economia.

Per quanto riguarda la manovra, alcuni punti critici meritano di essere considerati con attenzione. Innanzitutto, dal lato delle entrate, viene, per i prossimi anni, abbandonato l'obiettivo della riduzione della pressione fiscale, che resta al di sopra del 43% in tutto il periodo considerato. Giova ricordare che nel programma elettorale del Governo era prevista la riduzione della pressione fiscale al di sotto del 40%. All'abolizione dell'ICI sulla prima casa si è accompagnato l'aumento del prelievo su altri soggetti (banche, assicurazioni, cooperative e imprese del settore energetico) e non è escluso che parte di questi maggiori oneri vengano trasferiti sui cittadini. La crescita delle entrate sarebbe sostenuta, soprattutto nel 2010 e nel 2011, dall'inasprimento della lotta all'evasione fiscale, attraverso una maggiore attività di controllo e accertamento. Comunque, per il 2009, circa la metà della manovra è basata su aumenti di entrate.

Alla riduzione della spesa è invece sostanzialmente affidato il risanamento nel 2010 e nel 2011. È preoccupante al riguardo il taglio alle spese d'investimento, che raggiunge dimensioni rilevanti soprattutto nel 2011, che mal si concilia con l'obiettivo, anche questo ripetutamente ricordato, di potenziare la dotazione di infrastrutture del Paese, per una maggiore crescita economica e competitività delle imprese. Ma è noto che queste spese sono meno rigide delle spese correnti e quindi più facilmente comprimibili e non è la prima volta che l'aggiustamento dei conti pubblici italiani passa attraverso la riduzione delle spese in conto

capitale. D'altra parte, non c'è nessuna certezza che la riduzione delle spese correnti si realizzi nelle proporzioni programmate dal Governo, che non sono di entità modesta; le passate esperienze di ridurre le dotazioni finanziarie dei Ministeri non hanno dato risultati soddisfacenti.

Un altro aspetto critico della manovra riguarda il ruolo degli enti locali. Ad essi viene richiesto un notevole contributo all'aggiustamento dei conti pubblici (nel 2009, circa il 40% delle riduzioni di spesa), attraverso le nuove regole del Patto di stabilità interno. Ad essi vengono ancora una volta sottratti i margini di autonomia impositiva, con l'abolizione dell'ICI sulla prima casa (principale tributo proprio dei Comuni) e la sospensione del potere di deliberare aumenti di tributi e addizionali.

In merito al cosiddetto decreto anti-crisi, al quale il Governo ha affidato obiettivi importanti, quali "restituire fiducia alle famiglie e riattivare i consumi", "sostenere il sistema produttivo" e "ridisegnare le strategie politiche a livello nazionale in materia di infrastrutture e politiche sociali". Va detto che si tratta di interventi di entità molto modesta, che difficilmente potranno realizzare obiettivi così ambiziosi. Non c'è immissione di risorse aggiuntive nel sistema economico, solo qualche operazione di redistribuzione di fondi.

Certo, la situazione non è facile. Lo stato dell'economia richiederebbe interventi di sostegno di ben altra entità, ad esempio una riduzione non irrilevante delle aliquote d'imposta su individui ed imprese, accompagnata da una politica di rigore dal lato della spesa. D'altra parte, il vincolo di bilancio pubblico è molto stringente e il debito pubblico italiano è ben superiore al 100% del PIL. Come ha sottolineato il Governatore della Banca d'Italia, "la politica economica è oggi più difficile in Italia che in altri paesi".

5. IL COSTO DEL DEBITO PUBBLICO ITALIANO DURANTE LA CRISI ♦

La crisi finanziaria ed economica internazionale ha avuto pesanti ripercussioni sui mercati monetari e di borsa anche in Italia, nonché sull'economia reale del nostro paese. Naturalmente ciò si è riflesso sull'andamento dei conti pubblici: l'operare degli stabilizzatori automatici e la variazione negativa dell'attività economica portano necessariamente a un aumento del fabbisogno in rapporto al PIL. Gli sviluppi della finanza pubblica italiana sono stati affrontati in linea generale nel capitolo precedente. In questo capitolo intendiamo soffermarci su di un aspetto particolare, relativo all'impatto della crisi sulla spesa per interessi. Sotto questo profilo, la crisi dei mercati finanziari ha prodotto effetti positivi per la finanza pubblica, consentendo allo Stato un considerevole risparmio sul servizio del debito. Ciò è stato reso possibile dalla evoluzione dei tassi d'interesse, che hanno mostrato una continua discesa a partire dall'autunno dello scorso anno. A sua volta, la discesa dei tassi è riconducibile a diversi fattori:

- (i) una politica monetaria sempre più accomodante;
- (ii) una "fuga verso la qualità" dei risparmiatori;
- (iii) una forte domanda di forme di investimento liquide da parte degli intermediari finanziari.

Dalla "Relazione unificata sull'economia e la finanza pubblica" (RUEF), presentata nel mese di Aprile dal Ministro dell'Economia e delle Finanze, si evince che il costo medio ponderato all'emissione del debito pubblico è leggermente

calato nell'arco dello scorso anno: dal 4.14% del 2007 al 4.09% del 2008. Ciò è il risultato di un andamento molto differenziato all'interno dell'anno: in particolare, nell'ultimo trimestre si è concentrato il risparmio dovuto all'inversione di impostazione della politica monetaria nell'area euro.

Sulla base di quanto riportato nella RUEF, la stima della spesa per interessi per il 2009 – riferita al complesso delle Amministrazioni pubbliche – è pari a 76.415 miliardi di euro, con un risparmio di 4.476 miliardi di euro rispetto alla spesa storica per interessi del 2008 (pari a 80.891 miliardi). Mentre la RUEF si limita, coerentemente con gli obiettivi del documento, a un confronto tra il livello di spesa per interessi stimato per il 2009 e quello storico del 2008, in questo capitolo ci proponiamo di quantificare il risparmio sulla spesa per interessi dovuto al calo dei rendimenti all'emissione dei titoli del debito pubblico, prendendo come riferimento il livello dei tassi prevalente nel settembre 2008 (e dicembre 2008) quale *benchmark*.

Prima di esporre i risultati del nostro esercizio, è utile fornire informazioni più aggiornate e dettagliate sull'evoluzione della spesa per interessi nel corso del 2009. La FIG. 1 riporta la curva per scadenze dei tassi d'interesse lordi all'emissione, rilevata in diverse date. Come si può osservare, nel settembre 2008 – a più di un anno dall'inizio della crisi finanziaria ma prima del suo precipitare in seguito al fallimento di *Lehman Brothers* – la curva dei tassi era relativamente piatta e interamente compresa tra il 4% e il 5%. Nel gennaio di quest'anno essa era molto più inclinata, ma soprattutto evidenziava una marcata riduzione dei tassi all'emissione sulle scadenze brevi e medie. Nei mesi successivi questa tendenza è andata rafforzandosi, con ulteriori slittamenti verso il basso della curva per scadenze.

♦ A cura di Angelo Baglioni e Luca Colombo.

La FIG. 2 mette in evidenza il calo dei tassi d'interesse sulle diverse scadenze: rispetto al settembre dello scorso anno, i tassi sui BOT a tre mesi si collocano ad un livello inferiore di circa 3,5 punti percentuali e differenziali superiori ai 3 punti percentuali si registrano per l'intero comparto dei BOT. Il differenziale si riduce

ovviamente al crescere della scadenza degli strumenti di finanziamento: sul BTP decennale esso è inferiore al mezzo punto percentuale, ma rimane comunque significativo e superiore al punto percentuale anche per scadenze medio-lunghe quali il BTP quinquennale.

Fig. 1 - Andamento dei rendimenti lordi all'emissione

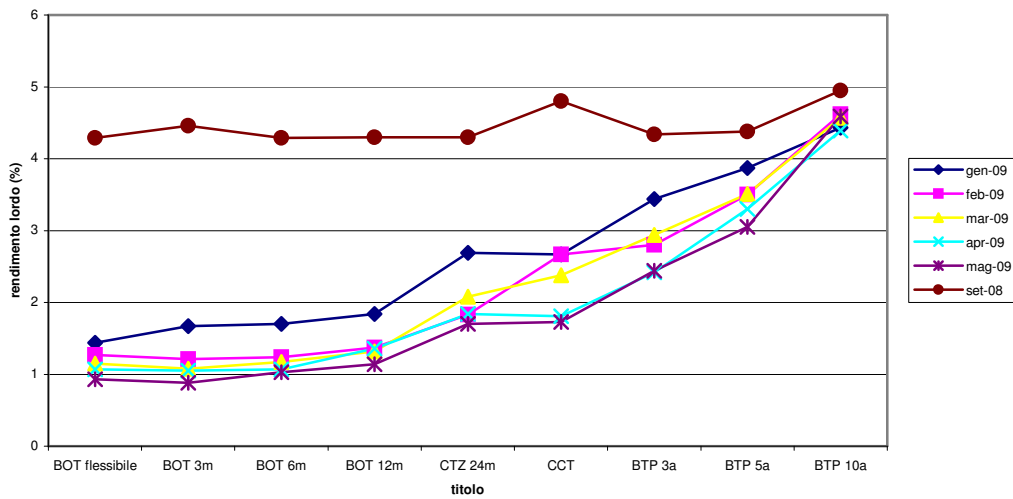
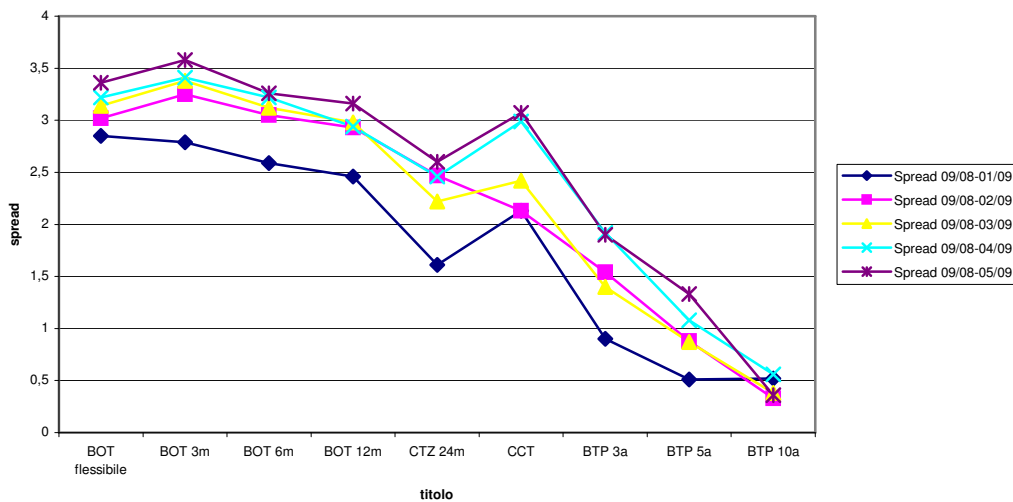


Fig. 2 - Spread % nei tassi all'emissione (benchmark settembre 2008)





Come si accennava più sopra, questa evoluzione è stata il frutto di diversi fattori concomitanti. Il primo è legato alla politica monetaria. Durante il primo anno di crisi finanziaria (dall'agosto 2007 al settembre 2008) la gestione dei tassi ufficiali da parte della BCE è stata rigida: essa ha addirittura aumentato il tasso di riferimento di un quarto di punto nel luglio 2008. Il fallimento *Lehman Brothers* ha impresso una svolta alla crisi, determinando un *liquidity crunch* sul mercato monetario e pesanti ribassi dei prezzi azionari. Basti pensare che il differenziale tra il *Libor* in dollari a tre mesi e il *T-bill* statunitense, storicamente in un intorno di 50 punti base, ha superato i 500 punti base. Anche nell'area euro, i differenziali tra i tassi interbancari e i rendimenti dei titoli di Stato hanno registrato livelli straordinariamente elevati, raggiungendo sul segmento a tre mesi i 300 punti base. A partire dall'ultimo trimestre dell'anno scorso, la crisi ha cominciato a esercitare un forte impatto negativo anche sull'economia reale. La BCE – coordinandosi con altre banche centrali – ha reagito con successivi ribassi dei tassi ufficiali, fino a raggiungere l'attuale livello dell'1%.

Il secondo fattore è legato alle mutate preferenze dei risparmiatori: di fronte alla significativa volatilità dei prezzi delle attività finanziarie e a un clima di incertezza sul valore dei risparmi, essi hanno reagito incrementando la domanda di titoli percepiti come privi di rischio, in primo luogo i titoli di Stato. Ciò ha ovviamente favorito gli emittenti pubblici. Tra questi, il più premiato nell'area euro è stato quello tedesco. Di conseguenza, lo *spread* tra i titoli pubblici degli altri paesi e quelli tedeschi si è ampliato; quello tra BTP e Bund ha toccato i 150 punti base nella fase più acuta della crisi (autunno 2008), rispetto ai 20 punti base prevalenti prima del fallimento

Lehman Brothers. Allo stesso modo, il *credit default swap* sul debito pubblico italiano a dicembre 2008 ha superato i 160 punti base, una soglia tripla rispetto a quella dello *swap* sul debito statunitense. Un'informazione analoga è fornita dagli *asset swap* sui titoli di Stato italiani, con differenziali oscillanti tra i 50 punti base per il titolo triennale e i 150 punti base per il titolo trentennale. Tuttavia l'ampliamento dello *spread*, nonché i più marcati differenziali sui derivati, non hanno impedito al livello assoluto dei tassi all'emissione di scendere significativamente durante la crisi, consentendo una riduzione del costo del debito anche agli Stati "periferici", tra cui l'Italia.

Il terzo fattore è legato alle strategie di investimento degli intermediari finanziari. La crisi di liquidità che ha investito il mercato monetario ha spinto le banche a detenere elevate eccedenze di riserve sia presso la banca centrale sia in titoli liquidi. Le aste di titoli pubblici hanno perciò visto una rilevante partecipazione delle tesorerie bancarie, il che ha favorito in particolare il collocamento di titoli a breve termine (BOT), comprimendone i rendimenti. Ciò trova indirettamente supporto nella mutata composizione delle emissioni di titoli di debito nei primi cinque mesi del 2009 rispetto allo stesso periodo del 2008, illustrata nelle FIGG. 3 e 4, che ha favorito i titoli a breve in un contesto di sostanziale stabilità in termini percentuali delle emissioni sulle scadenze più lunghe (BTP). In particolare, la quota dei BOT sul totale delle emissioni è aumentata dal 54% al 58%, per un valore di 141 miliardi di Euro rispetto ai 123.5 miliardi emessi nello stesso periodo dello scorso anno, un aumento di oltre 14 punti percentuali.

Fig. 3 - Composizione delle emissioni nei primi cinque mesi del 2009

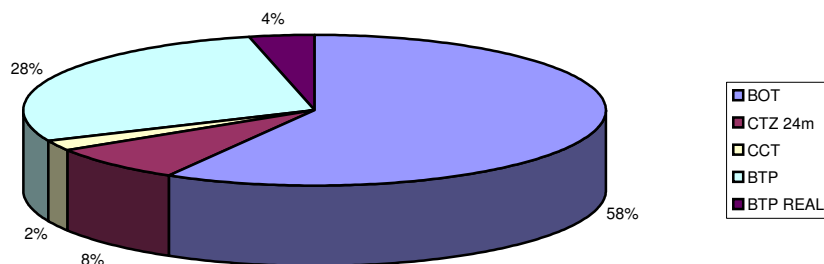
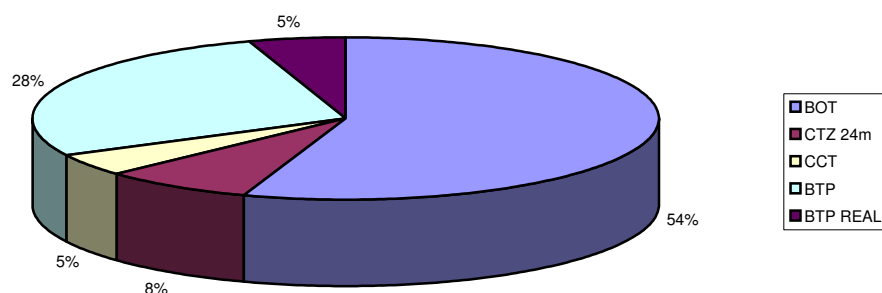


Fig. 4 - Composizione delle emissioni nei primi cinque mesi del 2008



TAB. 1 Cover ratio

TITOLO	gen. 09	feb. 09	mar. 09	apr. 09	mag. 09
BOT flessibile	2.59	1.77	1.75	1.70	2.29
BOT 3m	1.79	2.23	2.03	1.73	2.53
BOT 6m	1.62	1.32	1.01	1.91	1.86
BOT 12m	1.41	1.53	1.35	1.32	1.80
CTZ 24m	1.74	1.80	1.76	1.56	1.68
CCT	1.73	1.73	1.53	1.32	1.69
BTP 3a	1.62	1.36	1.66	1.28	1.64
BTP 5a	1.49	1.24	1.38	1.23	1.29
BTP 10a	1.35	1.49	1.30	1.38	1.34
BTP 15a	-	1.31	-	1.28	-
BTP 30°	1.49	-	1.35	-	1.27
BTP reale 5°	-	-	-	-	-
BTP reale 10°	2.18	1.48	2.58	1.65	-
BTP reale 15°	-	1.59	-	1.38	1.72
BTP reale 30°	2.82	-	-	-	-

La forte domanda ha consentito al Tesoro di collocare agevolmente ingenti quantitativi di titoli, nonostante le concomitanti massicce emissioni di altri Stati europei¹. Ciò è testimoniato dai *cover ratio* riportati nella TAB. 1: essi sono dati dal rapporto tra importo richiesto e assegnato in corrispondenza di ogni asta di titoli pubblici. Si noti come i *cover ratio* sono stati sempre nettamente superiori all'unità nel corso di quest'anno, con punte superiori a 2 nelle aste BOT (grazie anche, come già ricordato, alla forte domanda delle tesorerie bancarie).

¹ Sotto questo profilo il pessimismo di alcuni commentatori è stato smentito, in favore di un relativo ottimismo già espresso in precedenza da chi scrive. Si vedano i nostri due articoli su www.lavoce.info (25.11.2008 e 16.01.2009).

Al fine di quantificare il possibile risparmio per lo Stato derivante dal calo dei tassi d'interesse, prendendo come punto di riferimento il settembre 2008 (precedente all'inversione della politica monetaria della BCE), abbiamo calcolato la differenza tra i tassi all'emissione in quel mese e nei primi cinque mesi di quest'anno, sulla base dei risultati delle aste per ogni singola categoria di titoli. Lo *spread* così ottenuto è stato moltiplicato per l'ammontare di titoli emessi in asta, ottenendo in questo modo una stima del minore onere per interessi. I risultati di tale esercizio sono esposti nelle prime cinque colonne della TAB. 2. Per il periodo giugno 2009 – dicembre 2009, lo *spread* calcolato in base agli ultimi tassi all'emissione disponibili (quelli di maggio 2009) è stato moltiplicato per i quantitativi di titoli in scadenza nello stesso periodo, nell'ipotesi che siano riemessi titoli della stessa tipologia di quelli in scadenza e per lo stesso ammontare. I risultati sono esposti nell'ultima colonna della TAB. 2.² L'esercizio fornisce un risultato interessante: sommando i numeri riportati nell'ultima riga della tavola, si ottiene un risparmio totale pari a 11,218 miliardi di euro, di cui quasi la metà (5,276 miliardi) riferibile al dato storico relativo ai primi cinque mesi dell'anno. Si tratta di cifre considerevoli, anche se vanno considerate con la dovuta cautela, a causa delle ipotesi semplificatrici implicitamente alla base dell'esercizio.

E' bene indicare esplicitamente i limiti dell'esercizio. Anzitutto, il risparmio indicato non è concentrato tutto nel 2009: sarebbe così solo se i titoli considerati fossero stati emessi tutti all'inizio dell'anno, mentre le emissioni sono distribuite lungo tutti i dodici mesi. Il dato ottenuto è quindi

da interpretare come il risparmio ottenibile su base annua, ma non concentrato nello stesso anno solare. Inoltre, la stima non tiene conto del prelievo fiscale sugli interessi pagati dal Tesoro: ciò porta a una sovrastima del risparmio sulla spesa per interessi. Altre ipotesi forti sono la persistenza dei tassi sull'attuale livello assai basso e l'emissione di titoli dello stesso tipo e dello stesso ammontare di quelli in scadenza nel periodo giugno-dicembre. Si noti però che quest'ultima ipotesi potrebbe in realtà causare una sottostima del risparmio possibile: se infatti il Tesoro persegue – attraverso una gestione attiva delle emissioni – la minimizzazione del costo del debito, il risparmio ottenibile potrebbe essere addirittura maggiore di quello calcolato in questa sede.

La TAB. 3 espone i risultati di un esercizio analogo a quello già esposto, nel quale però il punto di riferimento è il mese di dicembre 2008 (per alcuni titoli è il gennaio 2009, non essendovi state emissioni nel mese precedente). I risultati indicano naturalmente un risparmio molto inferiore a quello ottenuto in precedenza, ma comunque considerevole: 4,020 miliardi su base annua, di cui 1,636 miliardi ascrivibili ai primi cinque mesi dell'anno.

In conclusione, le stime fornite nell'esercizio qui esposto indicano che la riduzione della spesa per interessi, dovuta al calo dei tassi, può essere molto consistente. Pur essendo soggetti alle limitazioni ricordate sopra, i risultati ottenuti suggeriscono che le risorse liberate dal calo dei tassi sono rilevanti. Sarebbe perciò auspicabile che l'autorità di politica fiscale rendesse noto quali sono i risparmi conseguibili sulla base delle sue informazioni, al fine di aumentare la trasparenza dei conti pubblici. Sarebbe altresì opportuno rendere nota la destinazione dei risparmi stessi.

² I risultati dettagliati dell'esercizio sono riportati nelle tavole incluse in Appendice. I dati relativi agli importi di titoli in scadenza e in emissione ed ai tassi di rendimento sono tratti dal sito del Ministero dell'Economia e delle Finanze.

TAB. 2 Risparmio di interessi stimato per il 2009 (benchmark: settembre 2008)
(in milioni di euro)

TITOLO	gennaio	febbraio	marzo	aprile	maggio	giugno-dicembre (*)
BOT flessibile	71.25	105.70	109.90	112.70	84.00	352.80
BOT 3m	153.45	146.25	152.10	187.55	143.20	358.00
BOT 6m	584.05	335.50	326.04	305.90	309.70	1775.07
BOT 12m	184.50	241.72	245.85	235.20	205.40	1390.40
CTZ 24m	79.08	67.92	111.00	73.80	78.00	636.64
CCT	21.19	21.27	22.79	43.38	31.16	1028.88
BTP 3a	18.13	54.90	87.50	66.43	47.50	321.94
BTP 5a	25.50	32.83	33.49	37.80	43.22	0.00
BTP 10a	16.78	10.15	14.49	30.80	16.20	79.20
BTP 15a						
BTP 30°	-5.61	0	-6.60		-2.96	
BTP reale 5a						
BTP reale 10a	-8.36	-6.07	-0.15	0.81		
BTP reale 15a		-8.38		-3.23	-5.40	
BTP reale 30a	-3.74					
RISPARMIO	1136.21	1001.79	1096.41	1091.14	950.02	5942.92

(*) Valori stimati ipotizzando la riemissione della stessa tipologia di titoli rispetto a quelli in scadenza e utilizzando i tassi di rendimento delle emissioni di maggio 2009

TAB. 3 Risparmio di interessi stimato per il 2009 (benchmark: dic. 2008 – gen. 2009)
(milioni di euro)

TITOLO	gennaio	febbraio	marzo	aprile	maggio	giugno-dicembre (*)
BOT flessibile	0.00	5.95	10.15	12.95	12.75	53.55
BOT 3m	45.10	57.60	63.45	79.20	64.40	161.00
BOT 6m	47.36	73.70	77.33	79.80	83.60	479.16
BOT 12m	59.25	103.95	108.07	101.60	96.85	655.60
CTZ 24m	13.75	31.35	44.50	33.90	38.10	310.97
CCT	8.16	8.19	10.45	24.37	17.86	589.85
BTP 3a	0.00	22.81	31.25	35.29	25.00	169.44
BTP 5a	0.00	13.80	13.86	19.95	26.65	0.00
BTP 10a	0.00	-5.84	-5.34	2.20	-7.20	-35.20
BTP 15a						
BTP 30°	0.00	0	-0.96		5.67	
BTP reale 5a						
BTP reale 10a	0.00	1.37	11.60	7.65		
BTP reale 15a		0		7.41	17.00	
BTP reale 30a	0.00					
RISPARMIO	173.62	312.89	364.36	404.33	380.69	2384.37

(*) Valori stimati ipotizzando la riemissione della stessa tipologia di titoli rispetto a quelli in scadenza e utilizzando i tassi di rendimento delle emissioni di maggio 2009



Gli osservatori sarebbero così in grado di sapere se e in quale misura le risorse liberate contribuiscono alla riduzione del fabbisogno complessivo – a parziale compensazione di altri fattori che agiscono nella direzione opposta – oppure possano essere impiegate in politiche attive, volte a contrastare l'attuale fase ciclica negativa, o ancora accantonate per fronteggiare il maggiore onere da interessi che emergerebbe in corrispondenza di una fase rialzista dei tassi (specialmente in considerazione dell'attuale significativa esposizione sulle scadenze più brevi).

febbraio 2009

TITOLO	Importo	Spread (**)	Spread (***)	Risparmio(**)	Risparmio(***)
BOT flessibile	3500	3.02	0.17	105.70	5.95
BOT 3m	4500	3.25	1.28	146.25	57.60
BOT 6m	11000	3.05	0.67	335.50	73.70
BOT 12m	8250	2.93	1.26	241.73	103.95
CTZ 24m	2750	2.47	1.14	67.93	31.35
CCT	999	2.13	0.82	21.28	8.19
BTP 3a	3565	1.54	0.64	54.90	22.82
BTP 5a	3731	0.88	0.37	32.83	13.80
BTP 10a	3076	0.33	-0.19	10.15	-5.84
BTP 15a	2327	0.17	-0.05		
BTP 30°				0.00	0.00
BTP reale 5a					
BTP reale 10a	980	-0.62	0.14	-6.08	1.37
BTP reale 15a	749	-1.12	0	-8.39	0.00
BTP reale 30a					
				1001.80	312.89

APPENDICE

La riduzione dei tassi di interesse e il risparmio sulla spesa per il servizio del debito

gennaio 2009

TITOLO	Importo	Spread (**)	Spread (***)	Risparmio(**)	Risparmio(***)
BOT flessibile	2500	2.85	0	71.25	0
BOT 3m	5500	2.79	0.82	153.45	45.1
BOT 6m	22550	2.59	0.21	584.045	47.355
BOT 12m	7500	2.46	0.79	184.5	59.25
CTZ 24m	4912	1.61	0.28	79.0832	13.7536
CCT	995	2.13	0.82	21.1935	8.159
BTP 3a	2014	0.9	0	18.126	0
BTP 5a	5000	0.51	0	25.5	0
BTP 10a	3226	0.52	0	16.7752	0
BTP 15a					
BTP 30°	1604	-0.35	0	-5.614	0
BTP reale 5a					
BTP reale 10a	1100	-0.76	0	-8.36	0
BTP reale 15a					
BTP reale 30a	550	-0.68	0	-3.74	0
				1136.2089	173.6176

marzo 2009

TITOLO	Importo	Spread (**)	Spread (***)	Risparmio(**)	Risparmio(***)
BOT flessibile	3500	3.14	0.29	109.90	10.15
BOT 3m	4500	3.38	1.41	152.10	63.45
BOT 6m	10450	3.12	0.74	326.04	77.33
BOT 12m	8250	2.98	1.31	245.85	108.08
CTZ 24m	5000	2.22	0.89	111.00	44.50
CCT	942	2.42	1.11	22.80	10.46
BTP 3a	6250	1.40	0.50	87.50	31.25
BTP 5a	3850	0.87	0.36	33.50	13.86
BTP 10a	3815	0.38	-0.14	14.50	-5.34
BTP 15a					
BTP 30°	1612	-0.41	-0.06	-6.61	-0.97
BTP reale 5a					
BTP reale 10a	1547	0	0.75	0.00	11.60
BTP reale 15a					
BTP reale 30a					
				1096.57	364.37



aprile 2009

TITOLO	Importo	Spread (**)	Spread (***)	Risparmio (**)	Risparmio (***)
BOT flessibile	3500	3.22	0.37	112.70	12.95
BOT 3m	5500	3.41	1.44	187.55	79.20
BOT 6m	9500	3.22	0.84	305.90	79.80
BOT 12m	8000	2.94	1.27	235.20	101.60
CTZ 24m	3000	2.46	1.13	73.80	33.90
CCT	1451	2.99	1.68	43.38	24.38
BTP 3a	3460	1.92	1.02	66.43	35.29
BTP 5a	3500	1.08	0.57	37.80	19.95
BTP 10a	5500	0.56	0.04	30.80	2.20
BTP 15a	2891	0.35	0.13		
BTP 30°					
BTP reale 5a					
BTP reale 10a	900	0.09	0.85	0.81	7.65
BTP reale 15a	951	-0.34	0.78	-3.23	7.42
BTP reale 30a					
				1091.14	404.34

giugno - dicembre 2009 (*)

TITOLO	Importo	Spread (**)	Spread (***)	Risparmio (**)	Risparmio (***)
BOT flessibile	10500	3.36	0.51	352.80	53.55
BOT 3m	10000	3.58	1.61	358.00	161.00
BOT 6m	54450	3.26	0.88	1775.07	479.16
BOT 12m	44000	3.16	1.49	1390.40	655.60
CTZ 24m	24486	2.60	1.27	636.64	310.97
CCT	33514	3.07	1.76	1028.88	589.85
BTP 3a	16944	1.90	1.00	321.94	169.44
BTP 5a				0.00	0.00
BTP 10a	22000	0.36	-0.16	79.20	-35.20
BTP 15a					
BTP 30°					
BTP reale 5a					
BTP reale 10a					
BTP reale 15a					
BTP reale 30a					
				5942.92	2384.37

maggio 2009

TITOLO	Importo	Spread (**)	Spread (***)	Risparmio (**)	Risparmio (***)
BOT flessibile	2500	3.36	0.51	84.00	12.75
BOT 3m	4000	3.58	1.61	143.20	64.40
BOT 6m	9500	3.26	0.88	309.70	83.60
BOT 12m	6500	3.16	1.49	205.40	96.85
CTZ 24m	3000	2.60	1.27	78.00	38.10
CCT	1015	3.07	1.76	31.16	17.86
BTP 3a	2500	1.90	1.00	47.50	25.00
BTP 5a	3250	1.33	0.82	43.23	26.65
BTP 10a	4500	0.36	-0.16	16.20	-7.20
BTP 15a					
BTP 30°	2469	-0.12	0.23	-2.96	5.68
BTP reale 5a					
BTP reale 10a					
BTP reale 15a	2000	-0.27	0.85	-5.40	17.00
BTP reale 30a					
				950.02	380.69

Note a tutte le tabelle in Appendice

Riaperture "off the run" trascurate nell'analisi. Gli importi sono espressi in milioni di euro.

(*) Nell'ipotesi che i titoli in scadenza siano riemessi nella stessa tipologia e con rendimento pari a quello dell'ultima asta;

(**) calcolato rispetto ai tassi prevalenti a settembre 2008;

(***) calcolato rispetto ai tassi prevalenti a dicembre 2008/gennaio 2009.



Comitato Scientifico del Laboratorio di Analisi Monetaria:

Proff. M. LOSSANI (responsabile), A. BAGLIONI, A. BANFI, D. DELLI GATTI
P. GIARDA, P. RANCI, G. VACIAGO, G. VERGA



INDICE

SINTESI	pag. I
INTRODUZIONE – STABILITÀ FINANZIARIA CERCASI	pag. 1
PARTE I - ASPETTI DELLA CONGIUNTURA REALE E MONETARIA	
1 – IL QUADRO MACROECONOMICO	pag. 3
1. A che punto è la notte ...	3
2. La Grande Recessione	3
3. Stati Uniti	5
4. Unione Europea	7
5. Quando finirà?	9
6. Che fare dopo?	9
2 – CRISI FINANZIARIA, TASSI DI MERCATO ED EVOLUZIONE DELLE POLITICHE MONETARIE	13
1. La politica della Fed e l'evoluzione dei tassi negli USA	13
2. La politica della BCE e l'evoluzione dei tassi nell'Euro-zona	15
3. I principi ispiratori della politica della BCE	18
4. Il (parziale) rientro della liquidità	22
5. Tassi a lunga, rendimenti <i>corporate</i> e azioni	24
6. La crisi finanziaria è veramente terminata?	25
PARTE II – CRISI E POLITICHE FISCALI	26
3 – LE POLITICHE FISCALI PER COMBATTERE LA CRISI	26
1. Il ritorno della politica fiscale attiva	27
2. Raccomandazioni per la politica fiscale	32
3. La politica fiscale nell'Area Euro. Un'arma spuntata?	36
4. Ipoteche sul futuro: dal debito privato al debito pubblico	37
4 – LA FINANZA PUBBLICA IN ITALIA	41
1. Disavanzo e debito pubblico	41
2. Le entrate	42
3. Le spese	43
4. I risultati 2008 e le previsioni 2009	45
5. La manovra per il 2009-2011	46
6. Il Decreto "anti-crisi"	49
7. Conclusioni	49
5 – IL COSTO DEL DEBITO PUBBLICO ITALIANO DURANTE LA CRISI	51

