

Associazione
per lo Sviluppo
degli Studi di
Banca e Borsa



Università Cattolica
del Sacro Cuore

OSSERVATORIO MONETARIO

1/2012

Sede: Presso Università Cattolica del Sacro Cuore – Milano, Largo Gemelli, 1
Segreteria: Presso Banca Popolare Commercio e Industria – Milano, Via Moscova, 33 – Tel. 62.755.1
Cassiere: Presso Banca Popolare di Milano – Milano, Piazza Meda n. 2/4 – c/c n. 40625



Associazione per Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa

Università Cattolica del Sacro Cuore

LABORATORIO DI ANALISI MONETARIA

OSSERVATORIO MONETARIO

n. 1/2012

Autori del presente rapporto sono: Giacomo Vaciago (Introduzione), Domenico Delli Gatti e Tiziana Assenza (cap. 1), Giovanni Verga (cap. 2), Angelo Baglioni (cap. 3), Arturo Patarnello e Paola Bongini (cap. 4), Maria Luisa Di Battista e Laura Nieri (cap. 5).

Hanno collaborato: Svaitlana Hlebik, Simone Rossi, Luca Fumagalli e Sabrina Toninelli.

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

Il rapporto è stato redatto sulla base delle informazioni disponibili al 29 febbraio 2012.

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, 1

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



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 – LIQUIDITÀ ... PER TRE ANNI	pag. 1
PARTE I - ASPETTI DELLA CONGIUNTURA REALE E MONETARIA	pag. 3
1 – IL QUADRO MACROECONOMICO	pag. 3
1. Una visione d’insieme	3
2. Stati Uniti	5
3. Area Euro	7
2 – LA POLITICA MONETARIA NELL’EUROZONA E NEGLI USA	13
1. La BCE: la politica del tasso	13
2. Le misure non-standard	15
3. Gli effetti sulla liquidità e sui tassi	17
4. Fonti e impieghi della liquidità	19
5. Crescita degli aggregati e condizioni del credito bancario	20
6. La politica monetaria della Fed	21
7. Le innovazioni sulla trasparenza introdotte dalla Fed nel 2012	22
3 – L’EUROPA IN CERCA DI REGOLE SUL DEBITO PUBBLICO. GRECIA: INSOLVENZA MASCHERATA	24
1. Il Fiscal Compact	24
2. Il nuovo Meccanismo di Stabilità Europeo	25
3. Il secondo piano per la Grecia e il coinvolgimento del settore privato	27
PARTE II – LE BANCHE ITALIANE DOPO LO SCOPPIO DELLA CRISI DEL DEBITO SOVRANO	30
4 – CRISI DEL DEBITO SOVRANO E RACCOLTA DELLE BANCHE	30
1. La raccolta bancaria durante la crisi del debito sovrano	31
2. Le caratteristiche degli strumenti finanziari: un’analisi a livello micro	33
3. Le determinanti dei collocamenti	37
5 – CRISI FINANZIARIA E POLITICHE CREDITIZIE DELLE BANCHE IN ITALIA: UN AGGIORNAMENTO	41
1. Premesse e obiettivi del lavoro	41
2. Le politiche creditizie nel periodo giugno 2008 -giugno 2011	42
3. Espansione del credito e rischiosità e redditività	47
4. Conclusioni	50

SINTESI

Questo numero di Osservatorio Monetario è suddiviso in due parti. La prima contiene un aggiornamento del quadro congiunturale internazionale, sia di carattere reale che monetario. La seconda è invece dedicata a due approfondimenti: il primo è incentrato sull'esame delle implicazioni delle crisi del debito sovrano in Europa sulle politiche di raccolta delle banche italiane. Il secondo è invece focalizzato sulla valutazione delle politiche creditizie poste in essere dalle banche italiane nel periodo 2008-2011.

Il primo capitolo analizza l'andamento della congiuntura internazionale. Il quadro macroeconomico di carattere reale appare caratterizzato da andamenti non particolarmente incoraggianti, soprattutto all'interno di alcune aree geo-economiche (come alcuni paesi dell'Eurozona) in cui la congiuntura è chiaramente in fase recessiva. All'interno di questo scenario continua la divaricazione tra la dinamica congiunturale mediamente fiacca dei paesi industrializzati e quella positiva, anche se in fase di decelerazione, dei paesi emergenti – in particolare Cina e India. Inoltre va sottolineata anche la divergenza in atto tra l'economia USA – ove l'espansione prosegue, sebbene a ritmi piuttosto moderati – e la recessione che ha investito il Giappone e l'Eurozona. Infine, permane e si accentua la divaricazione, nell'ambito dell'Eurozona, tra il blocco forte costituito da Francia e Germania e quattro dei cinque paesi PIIGS colpiti dalla crisi del debito sovrano (Grecia, Portogallo, Spagna e Italia) che sono in piena recessione.

Il secondo capitolo è dedicato all'esame della congiuntura monetaria, che continua a essere

caratterizzata da una intonazione espansiva sia nell'Eurozona che negli USA. Nella Eurozona al pericolo inflazionistico manifestatosi nel corso della prima parte del 2011 – che ha portato a due aumenti del Repo di 25 punti base – è seguito un periodo di crisi sia reale che finanziaria, generata dalle crescenti difficoltà incontrate dal debito sovrano dei paesi PIIGS. In base al principio della separazione tra misure standard e non standard, la BCE ha fronteggiato le difficoltà del settore reale abbassando il Repo, che a fine anno è ritornato all'1% (lo stesso livello esistente nel 2010). La crisi del debito sovrano e il suo impatto negativo sul mercato monetario sono stati invece affrontati con manovre quantitative: acquisti di titoli di stato e massicce iniezioni di liquidità nel sistema bancario attuate mediante due operazioni a medio-lungo termine a scadenza 3 anni (la prima a dicembre 2011, la seconda a febbraio 2012). Le banche hanno massicciamente approfittato della possibilità loro offerta di finanziamenti triennali accrescendo la loro liquidità.

Negli USA la Fed continua la sua politica, in atto già da mesi, di tassi zero e di acquisto di titoli a lunga. L'unica innovazione riguarda la trasparenza: è stato per la prima volta annunciato l'obiettivo inflazionistico di lungo periodo del 2% e sono state rese pubbliche le aspettative sul tasso ufficiale dei singoli membri del FOMC.

Il terzo capitolo analizza le regole di finanza pubblica e gli strumenti di gestione delle crisi dei debiti sovrani, recentemente definiti dai governi europei. Le regole individuate nel *fiscal compact* puntano tutto sulla maggiore disciplina, lasciando irrisolto il vero problema dell'area euro: la mancanza di una integrazione fiscale. Lo statuto del futuro ESM prevede una *governance* tutta politica, che desta

preoccupazioni sull'efficacia del suo processo decisionale. Inoltre il Fondo di stabilità europeo è destinato a rimanere uno strumento di emergenza; la richiesta di un suo intervento da parte di un governo potrebbe avere un effetto segnaletico molto negativo sul mercato del debito pubblico del paese interessato. Il capitolo affronta anche l'incerta gestione della crisi greca. L'accordo del 20 febbraio lascia aperti pesanti interrogativi, relativi al successo dell'operazione di coinvolgimento dei creditori privati e all'evoluzione dell'economia greca: il tentativo di mascherare l'insolvenza potrebbe rivelarsi presto illusorio.

L'analisi del quarto capitolo propone un quadro dell'evoluzione delle politiche di raccolta delle banche durante la recente crisi dei debitori sovrani e si concentra sulle caratteristiche delle emissioni obbligazionarie sul mercato domestico al dettaglio nel triennio 2009-2011, per verificare se il contesto di elevata turbolenza che ha caratterizzato i mercati dei titoli abbia indotto le banche a modificare le proprie politiche di offerta.

L'esame mostra un incremento dei volumi di emissione e una diffusa tendenza rispetto al passato ad una semplificazione delle strutture contrattuali. L'attività di collocamento si accompagna ad incrementi dei costi di raccolta, in conseguenza di marginali aumenti dei rendimenti proposti; allo stesso tempo, tuttavia, gli incrementi di rendimento non sembrano essere apprezzati dagli investitori, presumibilmente perché reputati non adeguati rispetto alle nuove condizioni di rischio. Per parte loro le banche appaiono riluttanti ad accettare adeguamenti di costo del debito obbligazionario come conseguenza degli incrementi del rischio sovrano e sembrano poco sensibili in questo contesto al mutato

atteggiamento verso il rischio manifestato anche dagli investitori *retail*. Come risposta a livelli di rendimento reputati non allineati al più elevato rischio emittente, la domanda del mercato è risultata debole soprattutto nel biennio 2010-2011; di conseguenza i comportamenti degli investitori si traducono in tassi di assorbimento delle nuove emissioni (espressi dal *bid-to-cover ratio*) costantemente decrescenti.

Il quinto capitolo si propone di aggiornare al giugno 2011 una precedente indagine che analizzava l'offerta di credito da parte delle banche italiane nel corso del triennio 2007-2009. A partire dalla fine del 2009 si registrano infatti i segnali di una ripresa economica contenuta e molto incerta, accompagnata da una graduale ripresa del tasso di crescita dei prestiti bancari all'economia. In questo contesto il capitolo si propone, da un lato, di verificare se le politiche del credito attuate dalle banche italiane siano mutate significativamente rispetto al periodo precedente e, dall'altro lato, di indagare quale relazione lega la crescita dei prestiti ai livelli di rischiosità e redditività delle banche. I risultati delle analisi empiriche condotte sui dati di bilancio di un ampio campione di banche indicano che persistono differenze significative in termini di tassi di crescita dei crediti alla clientela, anche se permane un atteggiamento conservativo da parte della maggior parte del mercato. Emerge altresì che le banche che hanno accresciuto di più il loro portafoglio crediti nel biennio 2008-2009 hanno subito un maggiore deterioramento della qualità del portafoglio prestiti senza peraltro conseguire un beneficio in termini di redditività.

INTRODUZIONE

LIQUIDITÀ ... PER TRE ANNI ♦

Scrivi John Hicks (*Le due Triadi*, 1967): “*the social function of liquidity is that it gives time to think*”. Ed è proprio ciò che serve quando hai un problema, di cui al momento non ti è chiara la soluzione. Hicks scriveva in contrapposizione a Keynes, che aveva invece basato la sua analisi sul “movente speculativo” della domanda di moneta: la moneta domandata diventa infinita quando i tassi di interesse essendo già a livelli minimi possono solo aumentare. Cioè i titoli in portafoglio possono solo registrare perdite. Per evitare quella “trappola”, l’offerta di liquidità da parte della Banca Centrale deve diventare illimitata. Anche per Hicks, può esservi una situazione apparentemente simile: un’ aumentata domanda di moneta per il “movente precauzionale”. Analoga la necessaria reazione della Banca Centrale: aumentare la liquidità quanto basta. Ma è ben diversa la causa del problema: è l’incertezza, e quindi la necessità di saperne di più che spinge gli investitori a preferire la liquidità. Più in generale, ad accorciare la durata del portafoglio, preferire investimenti a maggior liquidità: quelli finanziari rispetto a quelli reali (si rinvia la decisione di costruire nuove fabbriche); quelli a breve rispetto a quelli a più lunga durata (i prezzi dei quali sono meno stabili); quelli dei paesi più affidabili rispetto a quelli dei paesi a futuro più incerto (i cui “spreads” si ampliano).

La “teoria generale di Hicks” ci aiuta a capire la diversa scelta della BCE di Draghi rispetto alla BCE di Trichet, nella misura in cui le diverse stagioni di una istituzione possono essere “personificate” dal suo Presidente.

A partire dal 19 ottobre 2009 – quando il neo-eletto Presidente Papandreou rivela che il deficit pubblico per l’anno sarà il 13% - e non il 3%! – del PIL greco – inizia la crisi dei paesi della periferia dell’Eurozona. E’ una crisi dovuta alla speculazione? C’è davvero qualcuno in grado di prevederne l’esito; e perciò in grado di prendere posizioni che risulteranno profittevoli una volta che la previsione si realizza? O non è piuttosto una situazione di aumentata incertezza che spiega, per data avversione al rischio, una preferenza di tipo precauzionale per una maggiore liquidità?

La differenza non è solo teorica – aveva ragione Keynes o Hicks? – ma riguarda per più motivi la scelta dell’auspicabile migliore reazione della nostra Banca Centrale.

Si ricorderà che a partire dall’ottobre 2009, accademici e politici si sono più volte confrontati e divisi sulla ricetta necessaria per curare la crisi dell’Eurozona, con particolare riferimento al ruolo ed alla strategia della BCE. Si è ripetutamente auspicato che la BCE ampliasse i suoi acquisti dei titoli pubblici dei paesi in difficoltà, fino ad invocare una BCE che annunciasse una strategia radicale volta a sconfiggere una volta per tutte la “speculazione”, cioè a garantire il valore nominale di tutti i titoli pubblici in questione.

La BCE ancora guidata da Trichet aveva accolto, ma solo in parte, questa diagnosi e questa politica, acquistando titoli dei paesi in difficoltà; ma senza alcun impegno preannunciato e soprattutto senza la necessaria dichiarazione di un obiettivo preciso, quantificabile come un *peg* nei confronti del mercato. Diciamo che la BCE appariva incerta nella diagnosi e insufficiente nella politica; paradossalmente criticata sia dai più ortodossi, per ciò che faceva, sia dai più keynesiani, per ciò che non faceva!

La svolta, con l’avvio dei finanziamenti a tre anni volti a soddisfare l’intera quantità di liquidità domandata, è più coerente con la diagnosi che in

♦ A cura di Giacomo Vaciago.



questa fase nessuno sia in grado di prevedere con ragionevole probabilità l'esito della crisi della zona Euro e che pertanto sia corretto soddisfare tutta la domanda di liquidità che è di tipo precauzionale, concedendo un periodo di tempo ragionevolmente lungo – tre anni – affinché nel frattempo una qualche soluzione alla crisi sia trovata.

Se consideriamo che lo stesso orizzonte temporale (altri tre anni) è stato annunciato a gennaio dalla Fed, quanto alla sua politica di tassi di interesse a livelli minimi, abbiamo l'indicazione di una "crisi" che, iniziata nel 2007, non è prevista concludersi prima del 2014! Una crisi che se va bene dura 8 anni? Forse, è ora di chiamarla ... una nuova normalità.

PARTE I - ASPETTI DELLA CONGIUNTURA REALE E MONETARIA

1. IL QUADRO MACROECONOMICO*

1. Una visione d'insieme

Nello scorcio finale del 2011 e nel primo trimestre del 2012 il quadro macroeconomico internazionale appare caratterizzato da andamenti non particolarmente incoraggianti, soprattutto all'interno di alcune aree geo-economiche in cui la congiuntura è chiaramente in fase recessiva.

Nella tabella 1 abbiamo riportato i dati più recenti relativi al tasso di crescita (congiunturale annualizzato) del PIL nel IV-11 e il tasso di crescita medio annuo del 2011 per i principali paesi industrializzati.

TAB. 1 - Tassi di crescita c.a. del PIL nei principali paesi industrializzati

	IV-11	2011
Stati Uniti	+2.8	+1.7
Giappone	-2.3	-0.7
UK	-0.8	+0.9
Francia	+0.9	+1.5
Germania	-0.7	+3.0
Italia	-0.6	+0.4

Fonte: The Economist

Lo scenario, peraltro, è anche molto eterogeneo. Ci sono almeno tre elementi di differenziazione nell'andamento congiunturale seguito dalle diverse aree.

In primo luogo continua la divaricazione tra la dinamica congiunturale mediamente fiacca dei paesi industrializzati e quella positiva, anche se in fase di decelerazione, dei paesi emergenti – in particolare Cina e India.

Lo scenario di crescita cinese è in fase di stabilizzazione – una buona notizia anche perché si accompagna a una stabilizzazione del saldo corrente e quindi ad un'attenuazione degli squilibri globali – ma presenta alcuni punti oscuri che potrebbero trasformarsi nel prossimo futuro in elementi di vero e proprio deciso freno alla crescita. In primo luogo, si manifesta il rischio di una crisi del mercato immobiliare – le cui conseguenze macroeconomiche potrebbero essere drammatiche. In secondo luogo, si segnalano crescenti tensioni sociali, il cui impatto sulla dinamica salariale potrebbe avere importanti ripercussioni macroeconomiche.

In terzo luogo, si è aperta una forbice tra l'espansione negli USA – che sebbene prosegua a ritmi piuttosto moderati, intorno al 2% medio annuo, si sta irrobustendo – e la recessione che ha investito il Giappone e l'Eurozona.

La ripresa statunitense continua a essere “anomala” rispetto alle riprese precedenti, soprattutto con riferimento alle tendenze espresse dal mercato del lavoro. La dinamica dell'occupazione, in particolare, è ancora contraddistinta dagli effetti protratti della crisi finanziaria e della grande recessione: il tasso di disoccupazione rimane tenacemente ancorato a livelli non troppo lontani dal picco del 9%, toccato al culmine della crisi e ben lontano dal livello di lungo periodo (circa il 5%). Tuttavia va segnalato che nel corso degli ultimi mesi la situazione – sia sul fronte produttivo che su quello occupazionale – sembra aver imboccato un sentiero che conduce verso un lento ma continuo miglioramento.

Infine, permane e si accentua la divaricazione, nell'ambito dell'Eurozona, tra il blocco forte costituito da Francia e Germania – che tuttavia nell'ultimo trimestre dell'anno ha registrato una battuta d'arresto – e quattro su cinque dei paesi colpiti dalla crisi del debito sovrano (Grecia,

* A cura di Domenico Delli Gatti e Tiziana Assenza.



Portogallo, Spagna e Italia) che sono in piena recessione. Per effetto di queste dinamiche ci si attende una (ancorché modesta) riduzione del PIL per l'area euro nel suo complesso nel corso del 2012. Secondo le ultime previsioni prodotte dalla Commissione Economica dell'Unione Europea, il Pil dell'Eurozona dovrebbe conoscere una contrazione dell'0,3% nel corso del 2012, con una caduta dei livelli di attività economica pari al -4,4% in Grecia, al -3,3% in Portogallo, al -1,3% in Italia e al -1,0% in Spagna.

Le tinte del quadro congiunturale sono quindi fosche per i membri "meridionali" dell'Eurozona, tornati nella formazione originaria dei PIGS degli anni '90 (all'epoca si parlava anche di "Club Med"). La Grecia ha attraversato nel 2011 il terzo anno consecutivo di recessione, con una contrazione cumulata nell'ordine del 20% del Pil. La correzione fiscale imposta dalla troika (Commissione Europea, FMI, BCE) al paese non ha sortito gli effetti sperati. Gli obiettivi di finanza pubblica non sono stati ancora raggiunti e il loro conseguimento è stato rinviato, nella tabella di marcia predisposta dalla troika, sostanzialmente di un anno. Inoltre la crescita che ci si attendeva non si è materializzata. La crisi di fiducia che si è diffusa all'interno del paese e nell'Eurozona non è stata debellata nonostante i faticosi passi avanti fatti in direzione dell'attenuazione del peso del debito pregresso e del varo del secondo pacchetto di aiuti su cui ci soffermiamo in un'altra parte di Osservatorio Monetario. Evidentemente tra difficoltà di raggiungimento degli obiettivi fiscali e mancata crescita esiste una doppia interazione: da un lato, la contrazione dell'attività economica rende più difficile il raggiungimento degli obiettivi di finanza pubblica (deficit o debito) espressi in percentuale del PIL, proprio perché il denominatore di questi rapporti scende; d'altro canto la stretta fiscale – che almeno sulla carta risulta di assoluto rilievo – rallenta la dinamica

della domanda aggregata e quindi della produzione aggregata.

Una linea di ragionamento analoga si può applicare al quadro congiunturale portoghese. Sia nel caso del Portogallo che, *a fortiori*, nel caso greco, i paesi sono esclusi dall'accesso ai mercati finanziari – lo *spread* rispetto ai Bund tedeschi ha raggiunto livelli semplicemente proibitivi – e hanno già ricevuto aiuti dalla Commissione Europea e dal FMI.

L'argomentazione è – almeno parzialmente – diversa con riferimento a Spagna e Italia. In questo caso si tratta infatti di due paesi di dimensione incomparabile con quella di Grecia, Irlanda e Portogallo e non destinatari di aiuti. Per entrambi c'è stato (e in parte c'è ancora adesso) un problema di correzione fiscale anche se lo squilibrio di fondo ha natura diversa: alto deficit/PIL e basso debito/PIL per la Spagna, alto debito/PIL e basso deficit/PIL per l'Italia. Per entrambi, si è verificato un incremento dello *spread* rispetto al Bund tedesco. Inizialmente (estate 2011) lo *spread* è risultato più alto per la Spagna, ma in seguito le distanze relative si sono invertite e l'Italia ha finito per giocare il ruolo di vittima principale dei mercati, pronti a disfarsi di titoli considerati sempre più ad alto rischio.

In entrambi i paesi, infine, è stata adottata una politica di riequilibrio fiscale nella seconda metà del 2011, accentuatasi a seguito del cambio di governo, da Zapatero a Rajoj nel caso spagnolo, da Berlusconi a Monti in quello italiano. Il consolidamento fiscale – di dimensioni certamente eccezionali – in un contesto congiunturale già fiacco, ha spinto entrambe le economie in recessione.

Su questo quadro caratterizzato da un andamento della domanda interna negativa si sono inserite le conseguenze della dinamica perversa seguita dagli aggregati monetari e creditizi. L'incremento dei tassi sui titoli di Stato trainato dal premio al

rischio sovrano ha reso più difficoltosa la raccolta per le banche che hanno trasferito sull'attivo di bilancio le difficoltà nate sul lato del passivo, contraendo o rendendo più oneroso l'accesso al credito¹. Le imprese quindi si sono trovate chiuse tra Scilla della domanda in fase di contrazione e Cariddi della stretta del credito.

Con l'economia in fase di deciso rallentamento, non ci si poteva che attendere un raffreddamento anche dell'inflazione nei paesi industrializzati. Ciò è vero in generale ma soprattutto per l'Eurozona. A sostenere la dinamica dei prezzi ci sono in questo momento due elementi. In primo luogo, nonostante la tendenza recessiva, il prezzo del petrolio sembra essersi stabilizzato su livelli alti, superiori ai 100 dollari a barile; nel momento in cui scriviamo la quotazione di un barile di Brent è vicina ai 125 dollari. Le tensioni geo-politiche in diverse aree del mondo congiurano a mantenere alto il livello del prezzo del petrolio. La primavera araba, il perdurare della ribellione al regime di Assad in Siria, le strozzature d'offerta del petrolio libico, le tensioni in Nigeria, la crisi strisciante (ma duratura) tra Iran e mondo occidentale sono tutti elementi tendenzialmente sfavorevoli a una riduzione del prezzo del petrolio.

In secondo luogo, in diversi paesi in fase di correzione fiscale – Italia *in primis* – sono state adottate misure di incremento delle imposte indirette che finiscono per ripercuotersi sul tasso di inflazione.

Sul piano delle politiche macroeconomiche, nel mondo industrializzato si può ritrovare un minimo denominatore comune rappresentato da un mix di politica fiscale tendenzialmente restrittiva e politica monetaria ancora decisamente accomodante. Anche sotto questo profilo, tuttavia,

si notano differenze di non poco conto. Il consolidamento fiscale, seppure messo tra i primi posti in agenda, non sembra ossessionare l'attuale amministrazione USA. Il rapporto deficit/PIL si aggira ancora su livelli decisamente alti (8%) e il rapporto debito/PIL si avvia a superare la soglia del 100%. L'amministrazione Obama tuttavia cerca di limitare la spinta alla correzione fiscale, anche perché di fatto la campagna elettorale per le elezioni presidenziali è già iniziata con il dibattito scatenato dalle primarie repubblicane. Tutt'altro tono si può sentire nella musica scritta sullo spartito europeo. La correzione fiscale rimane una priorità assoluta, che viene prima ancora della promozione alla crescita. Questo sembra essere il *leitmotiv* delle discussioni nelle "capitali" che contano, da Bruxelles a Francoforte, da Berlino a Parigi.

La politica monetaria, invece, rimane estremamente accomodante negli USA e ha subito una sterzata nella stessa direzione in Europa con le nuove operazioni di rifinanziamento del sistema bancario a 3 anni, decise dal governatore della BCE Mario Draghi e attuate a dicembre e a febbraio.

2. Stati Uniti

L'espansione negli USA nel corso del 2011 non si è interrotta, come molti analisti temevano, ma è proseguita a un passo relativamente moderato. Il tasso di crescita congiunturale annualizzato del PIL nel IV-11 si è attestato al 2,8% (1,8% nel III-11; 1,7% in media annua nel 2011). Sono state interamente recuperate le perdite produttive cumulate nel corso della grande recessione. Dal punto di vista dell'andamento del PIL, quindi, la ripresa attuale ha preso a seguire un sentiero analogo a quello di precedenti espansioni (successive alle recessioni del 1991 e del 2001). Tuttavia, gli indicatori congiunturali segnalano

¹ Per un approfondimento degli effetti della crisi sovrana sulle politiche di raccolta e di impiego delle banche si rinvia ai Capp. 3 e 4.

(per lo scorcio iniziale del 2012) il rischio di un peggioramento.

Nella tabella 2 riportiamo il tasso di crescita congiunturale (annualizzato) del PIL USA negli ultimi quattro trimestri e i contributi alla crescita delle diverse componenti della domanda aggregata nello stesso periodo.

TAB. 2 - USA: dinamica del PIL e contributi alla crescita

	I-11	II-11	III-11	IV-11
PIL	0.4	1.3	1.8	2.8
Consumi	1.5	0.5	1.2	1.5
Investimenti	0.2	1.07	1.5	0.4
Spesa pubblica	-1.2	-0.2	-0.01	-0.9
Importazioni	-1.4	-0.2	-0.2	-0.7
Esportazioni	1.01	0.4	0.7	0.6
Variazione delle scorte	0.3	-0.3	-1.4	1.9

Fonte: Bureau of Economic Analysis

Le famiglie americane stanno ancora subendo gli effetti della crisi e della grande recessione, sotto due profili: l'andamento dell'occupazione e quello dei salari reali.

In primo luogo la dinamica dell'occupazione è straordinariamente lenta e costituisce un elemento di differenziazione rilevante tra la ripresa attuale e quelle precedenti. A due anni dall'uscita dalla grande recessione, gli occupati risultano ancora inferiori di sei milioni rispetto a quelli registrati nel 2007. Se, allo stato attuale, sono state quindi completamente recuperate le perdite produttive – favorite anche dalla ripresa delle vendite in comparti cruciali come quello automobilistico – non sono state ancora recuperate le perdite occupazionali. Tuttavia, gli ultimi dati a nostra

disposizione segnalano l'avvio di un lento recupero anche su questo fronte che ha favorito anche un miglioramento dell'indice di fiducia dei consumatori.

Nel complesso comunque la (quasi) *jobless recovery* non è ancora stata in grado di ridurre in modo consistente il tasso di disoccupazione, che è in fase di ripiegamento ma risulta ancora superiore all'8%. Peraltro non va dimenticato che si osservano anche fenomeni di scoraggiamento all'interno della forza lavoro, che riducono la partecipazione al mercato del lavoro.

In secondo luogo, la dinamica delle retribuzioni è in fase di decelerazione ormai da anni e quella delle retribuzioni reali in fase di contrazione per effetto della dinamica dei prezzi. L'inflazione *headline*, che aveva raggiunto e superato il 4% tendenziale a settembre 2011, è successivamente rientrata e viaggia attualmente attorno al 3%. L'inflazione *core* – ossia al netto dei prezzi del petrolio e dei prodotti alimentari – è tuttavia recentemente risalita toccando il 2%.

L'andamento del monte salari, quindi, è decisamente non soddisfacente. La dinamica dei consumi, d'altro canto, mostra una sostanziale tenuta. Nel IV-11, ad esempio, i consumi delle famiglie sono cresciuti del 2,1% (si scorra la tabella 3), contribuendo per 1,5 punti percentuali (ossia più della metà) alla crescita del PIL nel periodo (2,8%). Ciò significa che le famiglie hanno di fatto eroso la propensione al risparmio per mantenere uno stile di consumo relativamente stabile. Sebbene importante per il sostegno della crescita, tale risultato non costituisce un'evoluzione positiva per quanto concerne la condizione finanziaria delle famiglie, che rimane tuttora caratterizzata da un elevato debito (ancora legato all'acquisto di attività immobiliari).

TAB. 3 - USA: tassi di crescita congiunturale annualizzati del PIL e delle principali componenti

	I-11	II-11	III-11	IV-11
PIL	0.4	1.3	1.8	2.8
Consumi	2.1	0.7	1.7	2.1
Investimenti	-4.3	5.4	10.9	1.2
Spesa pubblica	-2.4	0.5	-0.7	-4.1
Importazioni	8.3	1.4	1.2	4.4
Esportazioni	7.9	3.6	4.6	4.6

Fonte: Bureau of Economic Analysis

Per quanto riguarda il lato delle imprese come si evince dalla tabella 3 gli investimenti in apertura 2011 registravano un tasso di crescita congiunturale annualizzato negativo, mentre tra la primavera e l'autunno hanno mostrato una forte ripresa con tassi di crescita congiunturali annualizzati pari rispettivamente al 5,4% nel II-11 e al 10,9% nel III-11. Tuttavia in chiusura di anno gli investimenti delle imprese hanno subito un forte rallentamento con un dato per il IV-11 pari all'1,2%. Il contributo alla crescita del PIL nel IV-11 è quindi stato pari a 4 decimi di punto percentuale.

Dai dati in tabella 3 si nota che le esportazioni che avevano registrato un rallentamento nella primavera del 2011 (secondo trimestre) hanno registrato un miglioramento a partire dall'estate con un tasso di crescita congiunturale annualizzato pari al 4,6%. Per quanto riguarda le importazioni, queste hanno registrato una brusca frenata tra il primo ed il secondo trimestre del 2011 (passando dall'8,3% del I-11 all'1,4% del II-10), rallentamento che sembra essersi arrestato in chiusura 2011 registrando un ulteriore miglioramento (4,4% nel IV-11 contro 1,2% nel

III-11). Il contributo della domanda estera netta alla crescita del PIL nel IV-11 è stato di 1,3 punti percentuali.

Infine, va segnalato il forte contributo alla crescita del PIL proveniente dall'accumulazione di scorte.

Il quadro congiunturale statunitense presenta quindi luci e ombre. Nel complesso la situazione non può essere definita insoddisfacente, specie se comparata con i timori di *double dip* così diffusi fino a pochi mesi addietro. Ciò nonostante, l'intonazione della politica monetaria resta decisamente espansiva (come più volte ribadito dal Governatore della Fed, Bernanke). I tassi d'interesse continuano a rimanere su livelli prossimi all'1% sul medio termine, e al 2% sul lungo termine, sia per l'impostazione della politica monetaria sia perché, in condizioni di accentuata avversione al rischio, si assiste a massicci acquisti di obbligazioni pubbliche, anche a prezzi elevati.

3. Area Euro

Come già anticipato l'anello debole dello scenario internazionale continua ad essere costituito dall'Eurozona e in particolare dal suo versante meridionale.

Il PIL dell'Eurozona ha registrato nel IV-11 una riduzione (congiunturale annualizzata) pari a -1,3%. A livello di media annua, tuttavia, il saggio di crescita è positivo e pari all'1,5%.

Il quadro del quarto trimestre 2011 (il più recente per il quale abbiamo i dati), tuttavia, è variegato, con alcuni paesi ancora in crescita (Francia e Germania segnano incrementi tendenziali positivi anche se il congiunturale è negativo per la Germania) e altri già in recessione (Italia e Spagna registrano tassi di variazione congiunturali negativi). Gli ultimi dati disponibili per il 2011 continuano a confermare un divario crescente tra la *performance* macroeconomica italiana e quella di Francia e Germania.

Come si è detto in apertura, la recessione è il “prezzo” che la componente dell’area euro percepita dai mercati come fiscalmente più debole (il “Club Med”) paga alla crisi del debito sovrano. La necessità di manovre di rientro dagli squilibri di finanza pubblica, in alcuni casi durissime, lascia uno strascico di contrazione dell’attività produttiva. Mediamente il rapporto deficit/PIL dell’area euro scenderà sotto il 3% nel corso dell’anno. Secondo le stime dell’OCSE Eurolandia realizzerà una manovra di riduzione complessiva del deficit pubblico di circa 5 punti percentuali di PIL.

TAB. 4 - Area Euro: dinamica del PIL e contributi alla crescita (valori%)

	I-11	II-11	III-11	IV-11
PIL	2.4	1.6	1.3	-1.3
Consumi	0.5	0.1	0.1	n.d.
Investimenti	0.7	0.3	0.2	n.d.
Spesa pubblica	0.1	0.0	0.0	n.d.
Esportazioni nette	0.8	0.9	0.9	n.d.
Variazione delle scorte	0.3	0.3	0.1	n.d.

Fonte: BCE Bollettino Mensile

Nei paesi del “Club Med” la crisi fiscale si manifesta come incremento del costo del debito pubblico (trainato dal premio per il rischio sovrano) che ha un duplice impatto negativo. Da un lato, come si è detto, costringe a manovre di correzione degli squilibri che gelano la domanda aggregata e per questa via limitano l’espansione produttiva. Dall’altro, si ripercuote in un aumento dei costi della raccolta bancaria, che viene trasferito sul “prezzo” del credito (il tasso di

interesse sui prestiti e sui mutui) e sulla “quantità” di credito, che viene limitata. Ne consegue una stretta creditizia a danno delle imprese e delle famiglie che colpisce gli investimenti, residenziali e non residenziali. In altri termini, la recessione, in particolare in Italia e Spagna, è il frutto di una doppia stretta, fiscale e creditizia.

In Germania il quadro dei tassi di interesse è ovviamente speculare a quello di Spagna e Italia. I titoli tedeschi infatti hanno registrato nel pieno della crisi una tendenza riflessiva. Ciò ovviamente allenta le tensioni sul mercato del credito domestico. Ne consegue una caratterizzazione della congiuntura decisamente meno negativa per la Germania.

Se però ci si sofferma sugli indicatori del clima di fiducia delle imprese industriali, emerge chiaramente un peggioramento nel periodo più recente non solo per Italia e Spagna, ma anche per Francia e Germania. Evidentemente la recessione nella regione mediterranea dell’Eurozona ha un’externalità negativa anche per il “blocco forte” dell’unione monetaria.

E’ del tutto evidente che la recessione è in ultima analisi la conseguenza dell’incapacità dell’area euro di risolvere la crisi del debito sovrano scoppiata in Grecia e diffusasi agli altri paesi del gruppo GIPSI. Sugli sviluppi della crisi e sui problemi di *governance* ci soffermiamo in un altro capitolo. Mentre si sviluppava la sofferza e in alcuni casi inconcludente discussione sulla riforma della *governance* europea, la BCE, sotto la guida di Draghi, prendeva il timone dell’iniziativa di politica economica. Pur rifiutandosi di operare sempre e comunque da acquirente di ultima istanza dei titoli pubblici dei paesi in crisi, la BCE adottava una politica di iniezione di liquidità a favore delle banche (con le operazioni di rifinanziamento a lungo termine triennali), intese ad allentare le tensioni sul mercato del credito nazionali. L’obiettivo era

duplice: indurre le banche inondate di liquidità a investire in titoli pubblici e a estendere credito alle imprese.

Sebbene la politica della BCE abbia sicuramente facilitato la vita alle banche, rimangono dubbi sulla sua reale efficacia. Le banche, infatti, in condizioni di estrema avversione al rischio, preferiscono parcheggiare la liquidità aggiuntiva presso la *deposit facility* della BCE piuttosto che investirla in titoli o credito. Inoltre l'iniziativa della *European Banking Authority*, che ha costretto molte banche a ricapitalizzarsi (rispetto al livello delle attività), ha implicazioni macroeconomiche opposte a quelle sperate dall'aumento della liquidità messa a disposizione dalla BCE.

Le banche infatti tendono a ridurre il livello degli *asset* (e quindi a vendere titoli o a ridurre il credito) per rispettare i coefficienti patrimoniali in una condizione di mercato che rende molto difficili gli aumenti di capitale, soprattutto per le banche.

Di seguito ci soffermiamo brevemente sulle principali economie continentali di Germania, Francia e Italia, dedicando qualche riflessione in più al nostro paese.

3.1 Germania

Nella tabella 5 riportiamo il tasso di crescita congiunturale (annualizzato) del PIL in Germania negli ultimi quattro trimestri e i contributi alla crescita delle diverse componenti della domanda aggregata nello stesso periodo (per il IV trimestre 2011 i dati disaggregati non sono ancora disponibili).

La decelerazione rispetto al III-11 è di assoluto rilievo: si passa da una crescita sostenuta a una contrazione non trascurabile. Ovviamente è troppo presto per trarre conclusioni fondate. La Germania può contare su una capacità di esportazione

eccezionale, che le consente di contare su un contributo alla crescita della domanda estera netta non trascurabile (ma si noti anche il forte contributo negativo alla crescita delle importazioni). Tuttavia, l'industria esportatrice tedesca deve fare i conti con la capacità di assorbimento dei paesi importatori (che non solo in Europa ma anche altrove si va riducendo). Se il dato del quarto trimestre venisse confermato, potremmo congetturare che il comparto esportatore dell'economia tedesca stia risentendo del peggioramento congiunturale in Europa.

TAB. 5 - Germania: dinamica del PIL e contributi alla crescita (valori%)

	I-11	II-11	III-11	IV-11
PIL	5.3	1.2	2.4	-0.8
Consumi	1.2	-1.2	2.0	n.d.
Investimenti	2.6	0.4	0.9	n.d.
Spesa pubblica	0.0	0.4	0.4	n.d.
Importazioni	-1.6	-4.8	-4.3	n.d.
Esportazioni	3.1	5.2	4.9	n.d.
Variazione delle scorte	0.0	1.2	-1.5	n.d.

Fonte: OECD Quarterly National Accounts

3.2 Francia

Nella tabella 6 riportiamo il tasso di crescita congiunturale (annualizzato) del PIL in Francia negli ultimi quattro trimestri e i contributi alla crescita delle diverse componenti della domanda aggregata nello stesso periodo.

Il IV-11 è contraddistinto da un segno ancora positivo della variazione congiunturale. La crescita c'è ma è modesta, in linea (ma

leggermente inferiore) a quella registrata nel III-11.

Dalla scomposizione per contributi alla crescita si nota come la spinta alla crescita, nel caso francese, non provenga dall'industria esportatrice ma da una dinamica appena soddisfacente della domanda interna.

TAB. 6 – Francia: dinamica del PIL e contributi alla crescita (valori%)

	I-11	II-11	III-11	IV-11
PIL	3.7	-0.3	1.2	0.9
Consumi	0.4	-2.3	0.6	n.d.
Investimenti	0.9	0.5	0.1	n.d.
Spesa pubblica	0.4	0.1	0.3	n.d.
Importazioni	-3.4	1.1	-0.8	n.d.
Esportazioni	1.3	0.7	0.8	n.d.
Variazione delle scorte	4.1	-0.4	0.2	n.d.

Fonte: OECD Quarterly National Accounts

3.3 Italia

Il quadro congiunturale italiano a cavallo tra la fine del 2011 e l'inizio del 2012 è decisamente negativo. Secondo le stime preliminari rese note dall'ISTAT, nel IV-11 il PIL è diminuito del 2,8% rispetto al trimestre precedente (su base annualizzata). Nel III-11 il tasso di variazione percentuale congiunturale era stato anch'esso negativo (-0,8% annualizzato). L'Italia è quindi ufficialmente in recessione.

Nella tabella 7 riportiamo il tasso di crescita congiunturale (annualizzato) del PIL in Italia negli ultimi quattro trimestri e i contributi alla crescita delle diverse componenti della domanda aggregata nello stesso periodo. Non conosciamo

ancora i dati disaggregati, ma possiamo congetturare che tutte le componenti della domanda siano in ripiegamento.

TAB. 7 – Italia: dinamica del PIL e contributi alla crescita (valori%)

	I-11	II-11	III-11	IV-11
PIL	0.4	1.2	-0.8	-2.8
Consumi	0.0	0.3	-0.4	n.d.
Investimenti	-0.4	0.04	-0.6	n.d.
Spesa pubblica	0.4	0.06	-0.7	n.d.
Importazioni	3.1	1.4	1.3	n.d.
Esportazioni	0.4	1.1	1.8	n.d.
Variazione delle scorte	-3.1	-1.7	-2.2	n.d.

Fonte: OECD Quarterly National Accounts

Per quanto riguarda le determinanti dei consumi, notiamo innanzitutto che il reddito disponibile delle famiglie si è ridotto in modo rilevante negli ultimi tre anni (il decremento si può stimare nell'intorno del 5%).

La contrazione del reddito disponibile riflette in primo luogo la decelerazione dei salari nominali – che nel corso del 2011 sono cresciuti meno del 2% – e l'accelerazione dell'inflazione – che si è collocata oltre il 2% – e quindi la diminuzione dei salari reali. In secondo luogo, la caduta del reddito disponibile risente degli effetti della manovra correttiva che hanno inevitabilmente accresciuto il carico fiscale sulle famiglie. Infine, anche la dinamica negativa dell'occupazione ha ulteriormente indebolito l'andamento del reddito disponibile. Le ripercussioni sulla dinamica dei consumi della fase riflessiva del reddito disponibile sono ovvie, anche se i consumatori hanno di fatto accresciuto nel corso del 2011 la

propensione al consumo nel tentativo di difendere i *pattern* di consumo precedenti.

Sul fronte degli investimenti, il quadro non è meno preoccupante. Gli investimenti in costruzioni, soprattutto non residenziali, continuano a ridursi e le aspettative delle imprese del settore sono pessimistiche. Il quadro degli investimenti in macchinari e attrezzature non è meno grigio. Probabilmente è solo la domanda estera netta a sostenere la produzione. Si osservi il contributo positivo alla crescita delle importazioni nel corso del 2011 nella tabella 7. Ciò significa che le importazioni stanno diminuendo, un ulteriore segnale di debolezza della domanda interna che conferma – qualora ve ne fosse bisogno – la presenza di una fase recessiva.

Sulle ragioni “di breve periodo” dell’avvitamento della congiuntura in direzione negativa ci siamo soffermati in apertura di capitolo, nella discussione del quadro d’insieme. Come nel caso spagnolo, nel corso dell’estate dello scorso anno è cambiata la percezione che gli operatori dei mercati finanziari avevano del rischio sovrano implicito nei titoli di stato italiani. Questa percezione è incorporata nello *spread* rispetto ai titoli che è aumentato fino a oltre 5 punti percentuali sul finire del 2011.

La maggioranza di governo si è indebolita fino a indurre un cambio di *premiership*. Il nuovo governo Monti, un esecutivo “tecnico”, si è impegnato in primo luogo a operare la nuova correzione fiscale richiesta dalle autorità europee. Il contenuto della manovra “salva Italia” è stato criticato sotto diversi profili, ma va messo nel debito conto il fatto che essa è stata varata sotto il pungolo dell’emergenza.

La manovra Monti e le manovre Tremonti varate precedentemente nel corso del 2011 dovrebbero consentire di raggiungere il pareggio di bilancio nel 2013, ossia di rispettare l’impegno già assunto

dal governo Berlusconi in risposta alla lettera della BCE di inizio agosto 2011. Nel corso del 2011 il fabbisogno del settore pubblico dovrebbe essere sceso al di sotto del 4% contro il 4,6% del 2010.

L’efficacia della manovra rispetto all’obiettivo del pareggio di bilancio entro il 2013 è condizionata, ovviamente da due fattori macroeconomici di rilievo: la dinamica del PIL nominale e l’andamento dei tassi di interesse.

Per quanto riguarda il primo fattore, la stretta fiscale ha evidenti effetti recessivi. A questi si aggiunge l’impatto recessivo della stretta creditizia indotta, indirettamente, dall’aumento del tasso sui titoli di stato. La recessione del 2012 sarà quindi un fattore di rischio nel senso che metterà a repentaglio il raggiungimento degli obiettivi di finanza pubblica.

Con riferimento al secondo fattore, si osserva un miglioramento di medio periodo della prospettiva segnalato dalla riduzione dello *spread*, da 574 punti base (massimo raggiunto a fine 2011) agli attuali 310. Se l’“effetto fiducia” innescato dal rigore del governo Monti inducesse una sostanziale riduzione dei tassi, ci si potrebbe attendere una svolta positiva della congiuntura – si materializzerebbero i cosiddetti “effetti anti-keynesiani” di una manovra fiscale contrattiva – ma è francamente difficile attribuire una probabilità alta a questo scenario ottimistico. E’ molto più realistico attendersi una continuazione della tendenza attuale dello *spread*, ossia una riduzione graduale, punteggiata da periodi di temporanea risalita. Gli effetti benefici sulle condizioni della finanza pubblica sono ovvi, ma affluiscono solo lentamente e non son tali da invertire – almeno nel breve termine – la dinamica congiunturale.

Le speranze di uscita dall’attuale fase congiunturale si concentrano sulle potenziali ragioni di ripresa della domanda. Per quanto



riguarda la domanda interna ci si può attendere uno stimolo, sebbene indiretto e incerto, dal cosiddetto secondo tempo della politica economica del governo.

Col decreto “Cresci Italia” il governo ha varato misure di liberalizzazione dell’attività economica intese a rilanciare la crescita. In linea di principio queste misure potrebbero avere due effetti, di natura macroeconomica. Da un lato, potrebbero ridurre i costi e per questa via i prezzi e stimolare la domanda e la produzione effettiva. D’altro canto, nel lungo periodo, il processo di liberalizzazione, in quanto manovra in grado di ridurre il potere di mercato degli operatori economici, potrebbe aumentare il potenziale di crescita dell’economia.

Sulle misure di liberalizzazione c’è molta enfasi, anche mediatica, un’enfasi che ci appare talvolta eccessiva. In primo luogo, è dubbia l’efficacia delle misure, ossia la loro capacità di incidere effettivamente sul grado di liberalizzazione dell’economia. Ci sono due profili di questa efficacia: la capacità di andare a fondo nella liberalizzazione e la diffusione a un segmento ampio delle liberalizzazioni stesse.

Esse avrebbero almeno un impatto psicologico se riuscissero a rompere i vincoli corporativi che categorie professionali e *lobbies* impongono all’attività economica soprattutto in alcune branche dei servizi. Ma queste incrostazioni corporative hanno una forza notevole e trovano difensori interessati in Parlamento, come le vicende dei taxi e delle farmacie hanno dimostrato.

Ma non è solo questo il profilo importante. Per avere un impatto sulla crescita, le liberalizzazioni devono riguardare una parte importante dell’apparato produttivo del paese. Per il momento son rimasti fuori banche, assicurazioni, energia, trasporti, tutti settori di assoluto rilievo e nei quali la liberalizzazione avrebbe potuto

portare benefici notevoli non solo ai singoli cittadini ma anche alla capacità di produrre del sistema economico nel suo complesso.

In queste condizioni, non sorprendono le previsioni per il 2012. Secondo la Commissione Europea, il PIL italiano dovrebbe calare del 1,3% nel corso del 2012, un netto deterioramento rispetto alla previsione formulata nell’autunno scorso quando la dinamica del Pil per il 2012 era ancora moderatamente positiva (+0,1%). La caduta del Pil è spiegata dalla drastica diminuzione del grado di fiducia venutasi a manifestare sul finire del 2011, che dovrebbe incidere anche nel corso dell’anno appena iniziato attraverso un effetto di trascinamento molto consistente che tende a colpire sia i consumi che gli investimenti. Nel corso dell’anno il profilo del PIL dovrebbe registrare una caduta più accentuata durante il primo semestre per arrivare quasi a stabilizzarsi durante il secondo semestre (a condizione che le tensioni sui mercati finanziari siano definitivamente riassorbite e comportino il mantenimento dello *spread* su di un livello non superiore ai 370 punti base). La caduta della domanda interna dovrebbe continuare ad agire da freno alla dinamica delle importazioni, attese in calo anche per il 2012. Ne discende che per il secondo anno consecutivo le esportazioni nette contribuiranno positivamente alla creazione del PIL. Nonostante la caduta dei livelli di attività economica, l’inflazione sfiorerà il 3%. A sostenere la dinamica inflazionistica non sarà tanto il costo del lavoro quanto piuttosto la crescita del prezzo del petrolio e soprattutto gli effetti di alcune disposizioni contenute nella manovra di consolidamento fiscale – quale l’aumento dell’IVA e l’incremento delle accise sui prodotti energetici.

2. LA POLITICA MONETARIA NELL'EUROZONA E NEGLI USA[♦]

Nella Euro zona al pericolo inflazionistico manifestatosi nel corso della prima parte del 2011 - che ha portato a due aumenti del Repo di 25 pb - è seguito un periodo di crisi sia reale che finanziaria, generata dalle crescenti difficoltà incontrate dal debito sovrano dei paesi PIIGS. In base al principio della separazione tra misure standard e non standard, la BCE ha fronteggiato le difficoltà del settore reale abbassando il Repo, che a fine anno è ritornato all'1% (lo stesso livello esistente nel 2010). La crisi del debito sovrano e il suo impatto negativo sul mercato monetario sono stati invece affrontati con manovre quantitative: acquisti di titoli di stato e massicce iniezioni di liquidità nel sistema bancario. A tal fine, nel dicembre 2011, la BCE ha annunciato nuove operazioni espansive, tra cui due operazioni a medio-lungo termine a scadenza 3 anni (la prima a dicembre 2011, la seconda a febbraio 2012) e la riduzione della riserva obbligatoria. Le banche hanno massicciamente approfittato della possibilità loro offerta di finanziamenti triennali accrescendo la loro liquidità, con la conseguenza di far scendere il differenziale tra Euribor ed Eurepo. Nei primi mesi del 2012 lo *spread* con la Germania dei rendimenti decennali del debito sovrano di Italia e Spagna si è ridotto anche grazie agli interventi fiscali adottati dai due paesi, cui si sono aggiunti probabilmente acquisti di titoli da parte delle banche più liquide. Nel contempo la crescita degli aggregati si è ridotta e le condizioni di accesso al credito sono diventate più restrittive. La situazione è diversa negli USA, dove la Fed continua la sua politica, in atto già da mesi, di tassi zero e di acquisto di titoli a lunga. L'unica innovazione riguarda la trasparenza: è stato per la

[♦] A cura di Giovanni Verga. Ha collaborato Svaitylana Hlebik.

prima volta annunciato un l'obiettivo inflazionistico di lungo periodo del 2% e sono state rese pubbliche le aspettative sul tasso ufficiale dei singoli membri del FOMC.

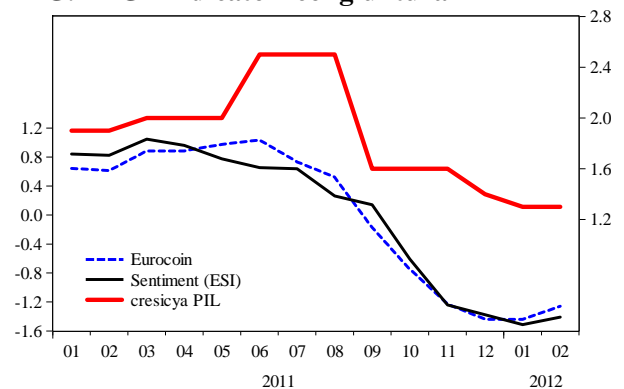
1. La BCE: la politica del tasso

Nella seconda parte del 2011 la situazione economica nella zona-Euro è progressivamente peggiorata, sia per quanto riguarda l'andamento del settore reale, sia per quanto concerne i problemi del debito sovrano e il funzionamento dei mercati interbancari non garantiti.

La Banca Centrale Europea ha agito in coerenza col cosiddetto *principio della separazione tra misure standard e non-standard*, già descritto dall'ex presidente Trichet nella conferenza stampa del 9 giugno 2011. Secondo questo principio, la BCE utilizzerebbe la tradizionale politica del tasso ufficiale per gli obiettivi di crescita e stabilità dei prezzi, mentre la politica della liquidità viene impiegata per controbilanciare il funzionamento anormale di certi mercati monetari/finanziari o di segmenti di tali mercati.

In accordo con questo principio, il tasso ufficiale, che era stato portato dall'1% di inizio 2011 all'1,50% a luglio, è stato ridotto di 25 bps a novembre e dicembre in concomitanza col deterioramento di numerosi indicatori economici (FIG.1 e TAB.1).

FIG.1 – Gli indicatori congiunturali



Fonte: BCE

TAB. 1 - Alcuni dei principali indicatori per la politica monetaria

Valori disponibili al momento delle riunioni	2011 gen.	2011 lug.	2012 feb.
Inflazione	2,20	2,70	2,70
ΔPrezzi alla produzione	4,50	6,20	4,30
Prezzo petrolio (EUR)	69,60	79,10	86,20
ΔPrezzo petrolio (EUR)	34,88	27,17	18,73
Cambio \$/€	1,32	1,44	1,29
ΔCambio \$/€	-9,54	17,85	-3,41
ΔPIL	1,90	2,50	1,30
ΔProd. Industriale(*)	4,00	4,77	0,77
ΔProd. Manifattur. (*)	7,57	7,50	1,93
Indice di Fiducia	106,60	105,40	93,40
Eurocoin	0,49	0,52	-0,14
ΔM1	4,60	1,20	1,60
ΔM3(*)	1,30	2,20	2,10
ΔPFI	2,00	2,70	1,00
Euribor-Eurepo (1m)			
Repo	1,00	1,50	1,00
Aspettative (SPF)			
Inflazione fra 1 anno	1,50	1,90	1,70
Inflazione fra 2 anni	1,70	1,90	1,70
Inflaz.a medio periodo	1,90	2,00	2,00
ΔPIL fra 1 anno	1,30	1,60	0,10
ΔPIL fra 2 anni	1,60	1,80	1,20
ΔPIL a medio periodo	1,80	1,90	1,80

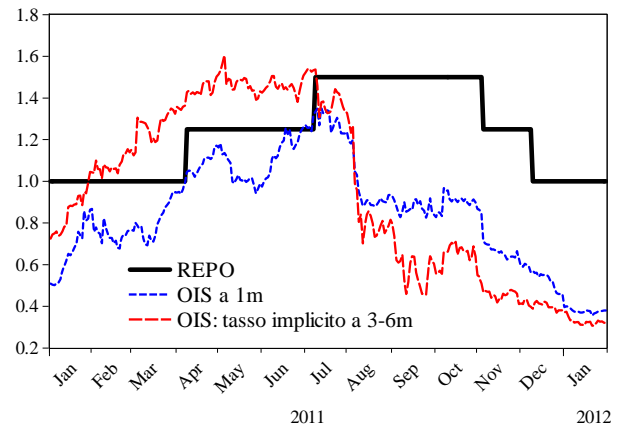
Ultimi valori disponibili alle date indicate; Δ = variazione percentuale annua; in grassetto: aumentato contenuto inflazionistico, in corsivo: aumentato contenuto deflazionistico; (*) = media ultimi tre mesi; Fonte: BCE, Euribor, Eurepo.

La diminuzione del Repo era ormai attesa dai mercati (FIG.2 e TAB.2), non solo per via del peggioramento degli indicatori economici, ma anche per il mutato contenuto delle conferenze stampa del presidente.

Nella conferenza di ottobre il neopresidente Draghi aveva infatti sottolineato gli impatti negativi delle montanti tensioni sui mercati finanziari che influenzavano sfavorevolmente le condizioni praticate nei settori finanziari e creditizi; questi ultimi, a loro volta, esercitavano un'influenza negativa sulle prospettive di crescita economica della zona-Euro, per altro già

caratterizzata da un'elevatissima incertezza e da un'intensificazione del *downside risk*.

FIG. 2 - Repo e aspettative a breve del mercato monetario



Fonte: BCE e EONIA; quando il tasso implicito è superiore/inferiore all'EONIA corrente l'aspettativa è di un futuro rialzo/ribasso dei tassi.

TAB. 2 - Le aspettative di consensus di bfinance sul Repo (all'inizio del mese indicato)

		Sett	Ott	Nov	Dic	Gen	Feb
fra 2 mesi	media	1,50	1,23	1,15	0,92	0,68	0,66
	mediana	1,50	1,13	1,00	1,00	0,75	0,63
	minimo	1,50	1,00	1,00	0,50	0,50	0,50
	massimo	1,50	1,50	1,50	1,00	1,00	1,00
fra 5 mesi	media	1,54	1,20	1,10	0,89	0,68	0,66
	mediana	1,50	1,00	1,00	1,00	0,75	0,63
	minimo	1,50	1,00	1,00	0,50	0,50	0,50
	massimo	1,75	1,50	1,50	1,25	1,00	1,00
numero		7	10	10	9	7	8

Fonte: bfinance

Nei primi due mesi del 2012, il tasso ufficiale, che a dicembre era sceso al minimo storico dell'1%, non è più stato abbassato. Le previsioni ricavate dall'andamento dell'OIS mensile e del suo tasso implicito a 3-6 mesi mostrano che le aspettative sono di un mantenimento del tasso ufficiale al livello dell'1%.

A risultati non molto diversi si arriva analizzando la tabella con le previsioni di *consensus* riportate

da *bfinance*. I dati riportati nella TAB.9 per i vari mesi si riferiscono all'inizio del mese considerato e quindi, normalmente, ad un momento precedente la riunione del Consiglio direttivo. A partire da ottobre le aspettative sono passate da un tasso ufficiale stabile all'1,5% alla previsione di una flessione che, secondo gli intervistati, avrebbe anche potuto continuare nel nuovo anno fino a portare il Repo allo 0,75%.

Nella conferenza stampa del febbraio 2012, però, il presidente Draghi ha sostenuto che le prospettive economiche rimangono soggette a forte incertezza e rischi verso il basso; inoltre ha aggiunto che "i rischi di medio termine restano grosso modo bilanciati", espressione che normalmente lascia intendere che per il momento i tassi non saranno abbassati. L'ipotesi che i tassi non vengano ridotti va però considerata soltanto probabile, in quanto, la BCE non ha definito "appropriato" l'attuale livello dei tassi, cioè non ha utilizzato la sua espressione tipica per comunicare al pubblico che, a parte eventi eccezionali, il tasso rimarrà inalterato per un certo periodo di tempo.

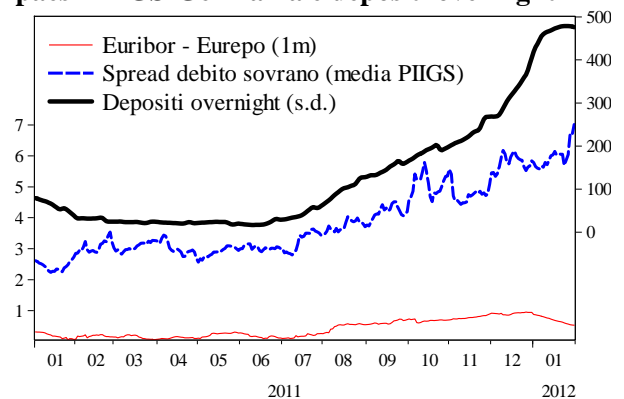
2. Le misure non-standard

La FIG. 3 riporta: l'andamento dello *spread* medio del rendimento dei titoli decennali dei paesi PIIGS rispetto alla Germania, il differenziale tra Euribor ed Eurepo a 1 mese e l'andamento medio mensile dei depositi *overnight* delle banche presso la BCE.

La crisi del debito sovrano si è chiaramente aggravata a partire dal luglio 2011, quando anche Spagna e Italia sono state significativamente coinvolte nelle turbolenze dei mercati (FIG.4). A partire da quel mese, l'aumentato rischio sovrano ne ha fatto salire il differenziale dei rendimenti rispetto a quelli tedeschi, e – in seguito ai problemi causati alle banche con elevate

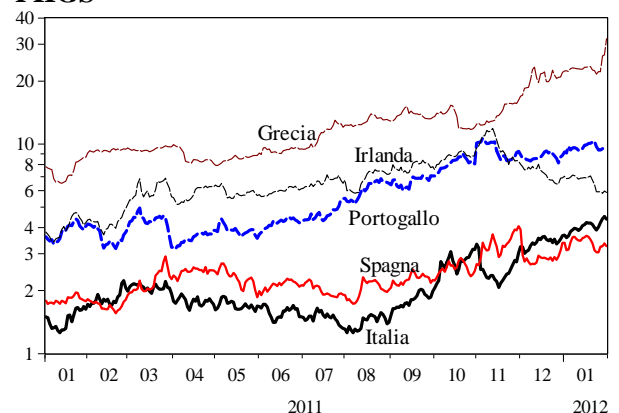
consistenze di questi titoli in portafoglio – ha anche reso meno liquidi i mercati interbancari non garantiti. Si è così venuto ad allargare il differenziale tra Euribor ed Eurepo mensile, progressivamente cresciuto fino al massimo di 95 bps per la scadenza mensile il 27 dicembre 2011.

FIG. 3 - Differenziale Euribor-Eurepo, spread medio del rendimento del debito sovrano dei paesi PIIGS-Germania e depositi overnight



Fonte: BCE, Euribor, Eurepo e Bloomberg (lo *spread* medio dei paesi PIIGS è ottenuto dando peso 5 all'Italia, 4 alla Spagna e 1 agli altri); depositi *overnight* in miliardi di euro.

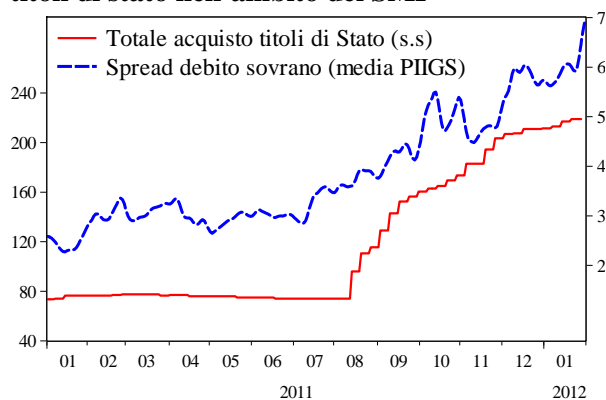
FIG. 4 - Spread rispetto alla Germania dei titoli decennali del debito sovrano dei paesi PIIGS



Fonte: Bloomberg (scala logaritmica)

Nello stesso periodo la BCE ha provveduto ad acquistare un significativo ammontare di titoli del debito sovrano dei paesi sotto stress (FIG.5) e ha offerto alle banche la liquidità che non transitava più dall'interbancario.

FIG. 5 - Spread medio del rendimento del debito sovrano dei paesi PIIGS e acquisti di titoli di stato nell'ambito del SMP

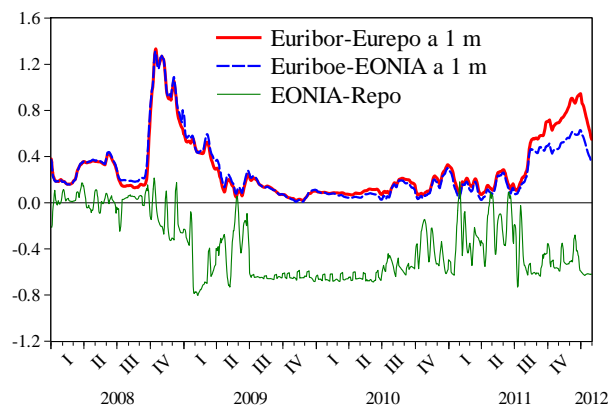


Fonte: BCE e Bloomberg (lo *spread* medio dei paesi PIIGS è ottenuta dando peso 5 all'Italia, 4 alla Spagna e 1 agli altri); acquisti in miliardi di euro.

Va però osservato che negli ultimi mesi il differenziale Euribor-Eurepo tende a sopravvalutare l'impatto del problema della liquidità sul mercato interbancario non garantito (l'Euribor). Se si considera infatti la misura alternativa delle pressioni nel mercato monetario non garantito, il differenziale tra Euribor e OIS (FIG.6), emerge che questo *spread* durante la crisi della seconda parte del 2011 è inferiore allo quello tra l'Euribor e l'Eurepo. Questo fenomeno, che non si era mai verificato in precedenza, suggerirebbe che le banche con eccesso di liquidità abbiano aumentato la loro offerta di fondi sul mercato garantito, l'Eurepo, i cui tassi si sono quindi ridotti, con la conseguenza di far ulteriormente lievitare il differenziale Euribor-Eurepo. L'abbondante liquidità detenuta presso la BCE si è anche ripercossa sul differenziale tra

EONIA e Repo, che è sempre stato negativo e vicino al suo minimo di -75 punti base.

FIG. 6 - Differenziale dell'Euribor rispetto all'Eurepo e all'OIS e differenziale tra EONIA e Repo (medie settimanali)



Fonte: BCE, Euribor, Eurepo, OIS e EONIA.

2.1 Le misure non-standard del dicembre 2011

Una delle situazioni peggiori che la BCE si è trovata ad affrontare, si è verificata a dicembre 2011, allorché gli *spread* dei rendimenti del debito sovrano dei paesi PIIGS e del mercato monetario non garantito, contestualmente a un significativo peggioramento delle condizioni di erogazione del credito, continuavano a crescere. Durante la riunione del Consiglio direttivo dell'8 dicembre 2011 venivano quindi annunciati nuovi provvedimenti *ad hoc* di carattere espansivo, allo scopo di ampliare l'accesso del settore bancario alla liquidità, facilitare il funzionamento del mercato monetario e sostenere la provvista di credito al settore privato.²

Tali provvedimenti possono essere sintetizzati nei seguenti quattro punti:

1. I due finanziamenti a medio-lungo termine (LTRO) a scadenza 12 mesi annunciati a

² Per maggiori dettagli si veda:

http://www.ecb.int/press/pr/date/2011/html/pr111208_1.en.html

ottobre per il 21 dicembre 2011 e il 28 febbraio 2012 sono sostituiti da due LTRO a 36 mesi (TAB. 3) con opzione di estinzione, intera o parziale, dopo un anno. Le richieste sono interamente soddisfatte e il costo dell'operazione (da pagare alla scadenza) corrisponderà al tasso medio delle operazioni di rifinanziamento principali in essere durante la vita dell'operazione (in pratica la media del Repo).

TAB. 3 - Caratteristiche delle LTRO a 36 mesi

Annuncio	20/12/2011	28/02/2012
decisione	21/12/2011	29/02/2012
consegna	22/12/2011	01/03/2012
possibile rimborso	30/01/2013	27/02/2013
scadenza	29/01/2015	26/02/2015
durata	1134 gg	1092 gg

Fonte: BCE

2. Una riduzione del coefficiente di riserva obbligatoria dal 2 all'1% a partire dal periodo di mantenimento, il 18 gennaio 2012.
3. Un allargamento del collaterale ottenuto riducendo la soglia di *rating* per certi ABS e autorizzando temporaneamente le banche centrali nazionali ad accettare come collaterale prestiti bancari, purché soddisfino specifici criteri poi indicati in un altro comunicato stampa.
4. La sospensione, a partire dal periodo di mantenimento che parte dal 14 dicembre 2011, delle operazioni di *fine-tuning* da tempo attivate nell'ultimo giorno di mantenimento.

2.2 La "ratio" delle nuove misure non-standard

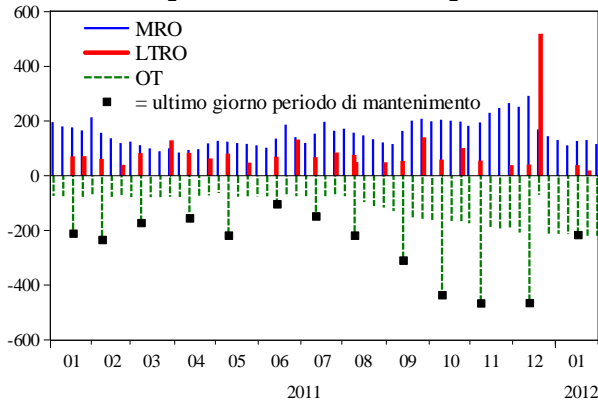
La stessa BCE ha spiegato il motivo delle sue decisioni. I primi tre provvedimenti sono stati introdotti per facilitare le esigenze di liquidità

delle banche che hanno difficoltà a ricorrere al mercato interbancario non garantito, in cui si è rarefatta l'offerta di fondi. A questo si è aggiunto il problema del rimborso delle obbligazioni bancarie in scadenza: le nuove emissioni, a seguito degli elevati *spread* sul debito sovrano e di diversi *downgrading*, erano diventate particolarmente costose. Uno degli scopi di questi provvedimenti è anche quello di evitare un'eccessiva restrizione delle condizioni e dell'ammontare delle erogazioni di credito a famiglie e imprese da parte delle banche. La motivazione del quarto provvedimento è invece un po' diversa. Da vari mesi la BCE effettuava un'operazione di assorbimento di liquidità nell'ultimo giorno del mantenimento della riserva obbligatoria. Questo consentiva alle banche di detenere una liquidità eccedente, che veniva eliminata l'ultimo giorno del periodo di mantenimento per allineare l'ammontare medio del c/c presso la BCE al valore della riserva obbligatoria. Quest'agevolazione, che consentiva di evitare un costo per la liquidità in eccesso, è stata ora sospesa: secondo la BCE, l'aumentato costo della liquidità in eccesso tenuta parcheggiata nel c/c presso la banca centrale dovrebbe incentivare le banche a trasferire tale liquidità sul mercato interbancario, fornendo così una maggiore liquidità alle banche che ne hanno bisogno e concorrendo in tal modo a ridurre i tassi dell'Euribor.

3. Gli effetti sulla liquidità e sui tassi

I risultati di questi provvedimenti sono ben visibili nel caso delle operazioni di mercato aperto condotte dalla BCE (FIG.7).

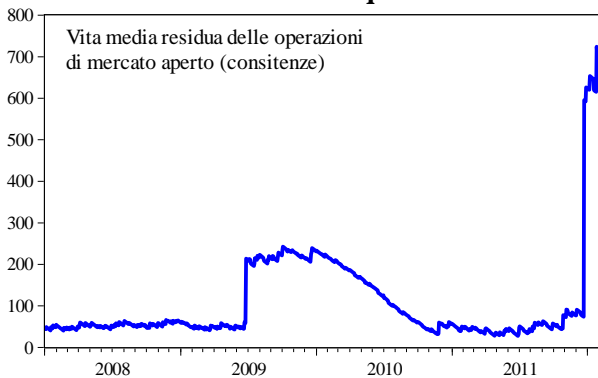
FIG. 7 - Le operazioni di mercato aperto



Fonte: BCE; importi in miliardi di euro

La concessione di finanziamenti a lunga scadenza (LTRO) a 36 mesi avvenuta a dicembre è stata massicciamente utilizzata dalle banche (519 miliardi di euro contro la media di meno di 100 miliardi delle altre LTRO), col risultato che si è molto allungata la scadenza media della liquidità da loro detenuta (FIG. 8).

FIG. 8 - Vita residua della liquidità bancaria

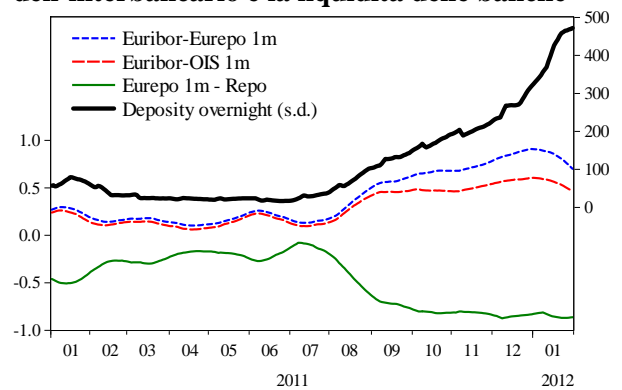


Fonte: BCE e nostre elaborazioni

Anche la recente operazione a 36 mesi del 29 febbraio 2012 è stata coronata da successo: la domanda è stata di 529,5 miliardi di euro (di cui circa 100 miliardi da parte delle banche italiane). Il problema della liquidità delle banche è stata quindi risolta aggirando i mercati monetari attraverso l'erogazione di fondi forniti direttamente dalla BCE a condizioni di tasso e di

scadenza particolarmente favorevoli. Dovrebbe quindi ulteriormente ridursi lo *spread* tra i rendimenti monetari garantiti e non garantiti (FIG.9). Inoltre la misura adottata dovrebbe contribuire a rendere meno restrittive le condizioni sul credito alle famiglie e imprese, oltre a promuovere l'acquisto di titoli di stato.

FIG. 9 - Lo spread dei rendimenti dell'interbancario e la liquidità delle banche



Fonte: BCE, Euribor, Eurepo e OIS. I depositi *overnight* sono in miliardi di euro e si riferiscono alle medie mobili mensili

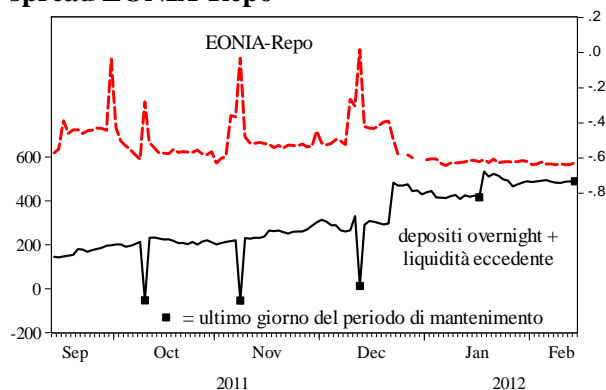
Dalla FIG. 7 emerge anche che dopo le massicce provviste di liquidità a 36 mesi si sono ridotti sia gli importi delle LTRO tradizionali, sia gli importi delle operazioni di rifinanziamento principali (MRO).

Durante tutto il 2011 e nei primi mesi del nuovo anno, le "altre operazioni" (OT) sono state invece esclusivamente attivate a scopo di assorbimento di liquidità. Esse hanno infatti principalmente riguardato:

- a) la sterilizzazione (sotto forma di depositi a tempo) degli acquisti sul mercato di titoli del debito sovrano da parte della BCE;
- b) l'assorbimento (con operazioni a scadenza 1 giorno effettuate nell'ultimo giorno di mantenimento delle riserva obbligatoria) della liquidità in eccesso accumulata dalle banche nei giorni precedenti.

A questo proposito, anche la decisione di non effettuare più operazioni di assorbimento di liquidità nell'ultimo giorno del periodo di mantenimento della riserva obbligatoria ha portato ad alcuni risultati che sembrano andare nella direzione voluta dal Consiglio direttivo: a partire dal gennaio 2011 l'andamento dello *spread* tra EONIA e Repo non presenta più i picchi anomali che si presentavano in concomitanza con la fine del periodo di mantenimento (FIG. 10).

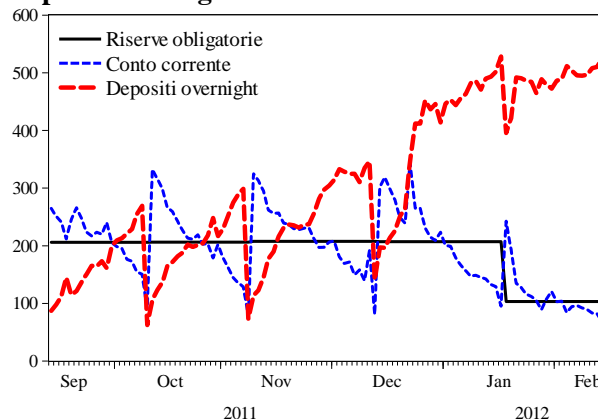
FIG. 10 - Liquidità complessiva delle banche e spread EONIA-Repo



Fonte: BCE e EONIA; quantità in miliardi di euro.

Quanto al provvedimento sulla riduzione della riserva obbligatoria (FIG.11), l'effetto prevalente non è stato (com'era prevedibile) uno spostamento dei fondi liberati in maggiori riserve eccedenti (il conto corrente si è presto riallineato alla riserva obbligatoria); ha comportato piuttosto in parte un aumento dei depositi *overnight*, in parte minori richieste di finanziamenti e acquisti di titoli da parte delle banche (i dati però non sono ancora disponibili). Questo sembra confermato anche dalla FIG.11: la somma dei depositi *overnight* con la liquidità eccedente presenta solo un piccolo scalino verso l'alto dopo la mobilitazione di metà delle riserve.

FIG. 11 - Riserve obbligatorie, conti correnti e depositi overnight



Fonte: BCE; miliardi di euro.

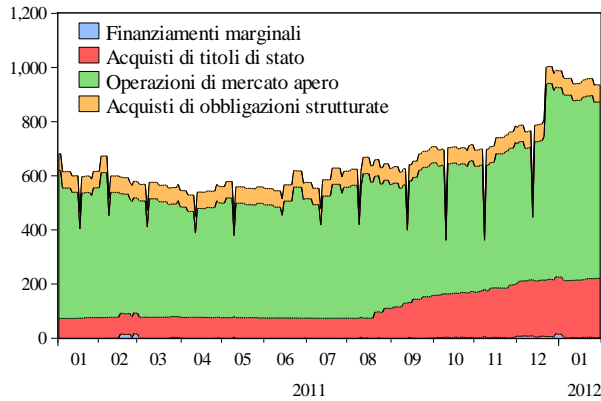
4. Fonti e impieghi della liquidità

Le consistenze totali relative alla creazione di liquidità da parte della Banca Centrale Europea e i corrispondenti impieghi sono riportati nelle FIGG. 12 - 15.

Per quanto riguarda le consistenze in essere (FIG. 12), emerge chiaramente che le principali componenti sono l'acquisto di titoli del debito sovrano dei paesi in difficoltà (all'interno del programma SMP) e, soprattutto, le operazioni di mercato aperto (MRP, LTRO, OT), nonostante queste ultime siano state ridotte dagli assorbimenti di liquidità effettuate per sterilizzare l'acquisto di titoli. E' invece minimo il contributo dei finanziamenti marginali e praticamente inalterato lo stock complessivo delle obbligazioni strutturate.

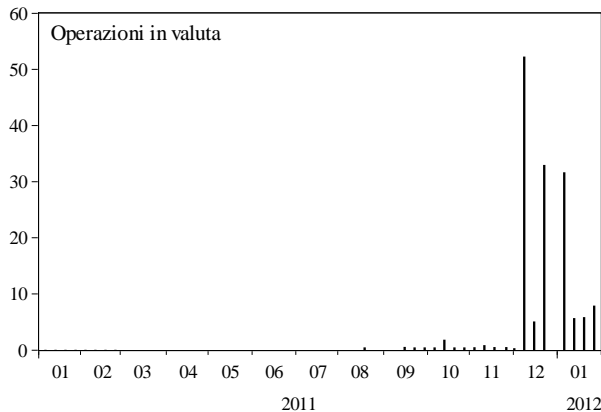
A tutto questo va aggiunto il fatto che negli ultimi mesi sono anche ripresi i finanziamenti della BCE in valuta alle banche che, benché non siano considerati liquidità, hanno comunque contribuito a ridurre le pressioni sui mercati monetari (FIG. 13).

FIG. 12 - La creazione di liquidità e le sue fonti: le consistenze



Fonte: BCE; dati in miliardi di euro. Le punte verso il basso coincidono con l'ultimo giorno del periodo di mantenimento della riserva obbligatoria.

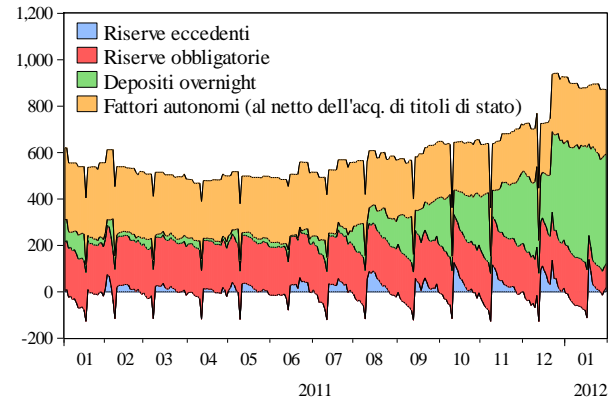
FIG. 13 - I finanziamenti in valuta della BCE alle banche



Fonte: BCE, dati in miliardi di euro

Dal lato degli utilizzi il principale aumento dello stock ha riguardato i depositi *overnight* - con un loro significativo incremento in seguito alla LTRO di dicembre a scadenza 36 mesi - i quali tuttora rappresentano la forma principale di impiego. Appaiono invece più stabili i fattori autonomi al netto degli acquisti di titoli di stato da parte della BCE; si è, ovviamente, ridotta la riserva obbligatoria dopo l'entrata in vigore del provvedimento di dicembre.

FIG. 14 - L'utilizzo della liquidità: le consistenze

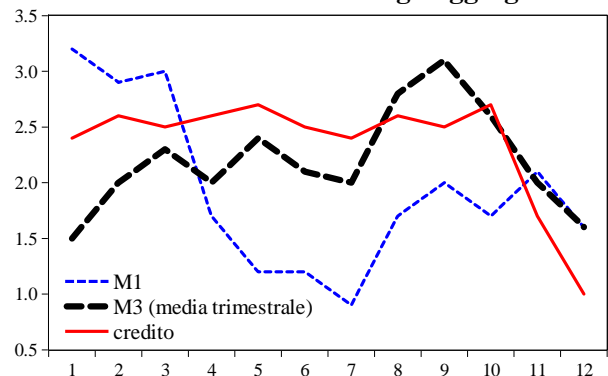


Fonte: BCE; quantità in miliardi di euro. Le punte verso il basso coincidono con l'ultimo giorno del periodo di mantenimento della riserva obbligatoria.

5. Crescita degli aggregati e condizioni del credito bancario

Durante gli ultimi mesi del 2011 la crescita dei principali aggregati si è significativamente ridotta (FIG. 15).

FIG. 15 - La crescita annua degli aggregati



Fonte: BCE

Molto rilevante appare la flessione del credito, sulle cui determinanti possono essere ricavate ulteriori informazioni dall'inchiesta sul credito bancario (*bank lending survey*), effettuata a fine anno e i cui risultati sono stati resi pubblici nel febbraio 2012. Questi risultati confermano quanto

già accennato in precedenza sui problemi del credito alle famiglie e alle imprese.

Premesso che la domanda di credito si è indebolita soprattutto per la caduta degli investimenti fissi e per i minori acquisti di abitazioni – e che la domanda è prevista ancora più debole nel primo trimestre del 2012 – va detto che l'evoluzione del credito è stata influenzata negativamente anche dal restringimento delle condizioni pretese dalle banche. Questa restrizione è riconducibile alle avverse prospettive economiche che hanno aumentato il rischio della clientela, cui si è aggiunto il problema del debito sovrano che ha minato la posizione finanziaria del sistema bancario e ha esacerbato la difficoltà di reperimento di fondi sul mercato interbancario. Per quanto riguarda le imprese, la restrizione ha riguardato in primo luogo i margini sui tassi attivi (sia medi che sugli impieghi più rischiosi), cui seguono l'importo delle erogazioni e la durata dei prestiti erogati. Le stesse considerazioni sono valide anche per l'Italia (TAB.4).

TAB. 4 - Termini e condizioni praticati per l'approvazione di prestiti e l'apertura di linee di credito a favore delle imprese

Componente:	trimestri 2011			
	I	II	III	IV
Margine per la media dei prestiti	0,19	0,13	0,31	0,69
Margine sui prestiti più rischiosi	0,31	0,38	0,44	0,63
Oneri addizionali oltre agli interessi	0,00	0,00	0,00	0,38
Ammontare del prestito o della linea di credito	0,00	0,06	0,06	0,44
Attività richieste a garanzia	0,00	0,00	0,00	0,25
Particolari clausole contrattuali	0,00	0,06	0,06	0,13
Scadenze	0,00	0,06	0,06	0,25

Fonte: Banca d'Italia; indice di diffusione che va da -1 a +1; valore positivo = restrizione

Dalla *survey* risulterebbe anche che, grazie ai provvedimenti della BCE, il *funding* sul mercato all'ingrosso sia diventato più agevole (soprattutto rispetto alle cartolarizzazioni e alla provvista sul mercato obbligazionario), anche se permangono ancora difficoltà nel mercato monetario.

6. La politica monetaria della Fed

A differenza di quanto accaduto nella Eurozona, negli USA non ci sono state modifiche di rilievo nella conduzione della politica monetaria; vi sono state, però, due importanti innovazioni relative alla trasparenza.

Negli USA, infatti, l'inflazione rimane contenuta, e la crescita economica resta moderata col risultato che la disoccupazione fatica a ridursi (TAB.5).

TAB. 5 - Le previsioni per l'economia USA

Variabili		2012	2013	2014	lungo periodo
crescita PIL	(a)	2,2-2,7	2,8-3,2	3,3-4,0	2,3-2,6
	(b)	2,5-2,9	3,0-3,5	3,0-3,9	2,4-2,7
disocc.	(a)	8,2-8,5	7,4-8,1	6,7-7,6	5,2-6,0
	(b)	8,5-8,7	7,8-8,2	6,8-7,7	5,2-6,0
inflazione	(a)	1,4-1,8	1,4-2,0	1,6-2,0	2,0
	(b)	1,4-2,0	1,5-2,0	1,5-2,0	1,7-2,0

Fonte: Fed; (a) = previsioni di gennaio 2012, (b) = previsioni di novembre 2011.

Di fronte a questa osservazione, nella riunione del 25 gennaio 2012, il FOMC ha espresso una certa soddisfazione per il fatto che, tutto sommato, la moderata espansione continui nonostante il raffreddamento dell'economia mondiale e che la spesa delle famiglie continui a crescere; tuttavia, ha anche lamentato che ci sia in atto un rallentamento della spesa per gli investimenti fissi, che il settore delle abitazioni rimanga depresso e che la disoccupazione sia elevata.

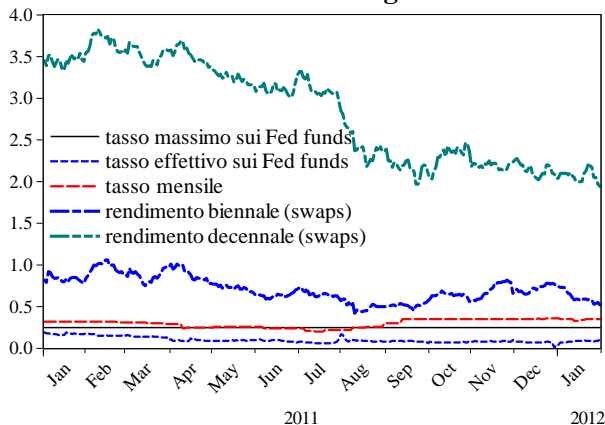
Visto che l'inflazione sia attuale che attesa rimane bassa – ed è quindi escluso ogni pericolo inflazionistico – il Comitato ha così deciso di

proseguire nella sua politica accomodante: in particolare il FOMC ha comunicato che gli attuali tassi d'interesse eccezionalmente bassi continueranno ad esserlo almeno fin verso la fine del 2014.

Il FOMC ha anche deciso di continuare il suo programma (annunciato lo scorso novembre) volto ad allungare la scadenza dei titoli in portafoglio: continuerà quindi a reinvestire i titoli ipotecari in MBS e ad acquistare alle aste titoli del Tesoro a lunga scadenza. Il programma di novembre prevede infatti che, entro il luglio 2012, la Fed debba vendere 400 miliardi di dollari di titoli del Tesoro a breve per acquistarne altrettanti a lunga (senza quindi creare base monetaria). L'operazione, volta ad aumentare la domanda di attività a lunga, dovrebbe creare una pressione al ribasso dei relativi tassi, compresi quelli delle attività che gli investitori considerano sostituti dei titoli di stato a lunga. A sua volta, la riduzione del complesso dei tassi a lunga dovrebbe contribuire a stimolare la ripresa economica.

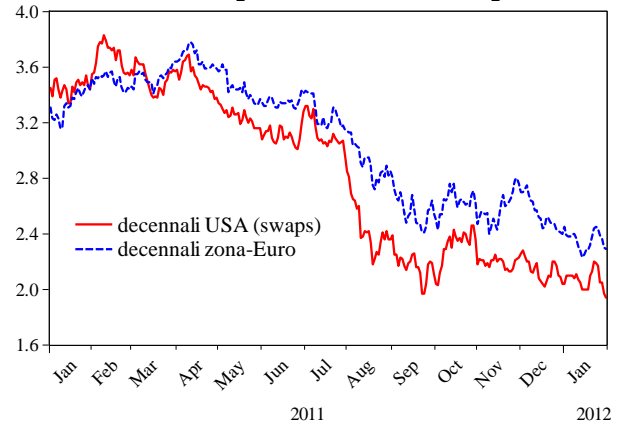
In effetti, dalla FIG.16, sembrerebbe che la Fed sia sinora riuscita nel suo intento di mantenere i tassi di mercato su di un livello basso. Per di più il decennale risulta in significativa flessione ed è sceso sotto il corrispondente tasso europeo (FIG.17).

FIG. 16 - I tassi d'interesse negli Stati Uniti.



Fonte: Fed

FIG. 17 - Confronto tra i tassi decennali interbancari (swaps) americani e europei



Fonte: Fed e Eurirs.

7. Le innovazioni sulla trasparenza introdotte dalla Fed nel 2012

Due sono le importanti innovazioni sulla trasparenza recentemente introdotte dalla Fed: la prima riguarda le informazioni sul futuro andamento del tasso ufficiale, la seconda gli obiettivi della sua politica monetaria.

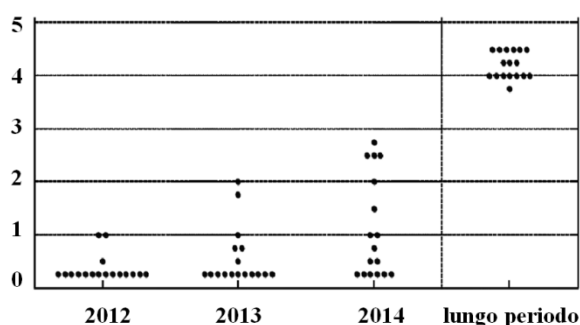
A partire da quest'anno, la banca centrale americana, oltre a dare le usuali informazioni di politica monetaria nei comunicati stampa successivi alle riunioni del FOMC, riporta, accanto alle periodiche previsioni sulle principali variabili dell'economia americana, anche le singole previsioni dei suoi membri (FIG.18 e TAB.6) sul tasso ufficiale.

I punti riportati nel grafico rappresentano infatti le previsioni dei singoli componenti del FOMC. E' evidente che le opinioni tendono a divergere all'allungarsi del periodo di previsione, anche se convergono di nuovo per il lungo periodo (il tasso target sui Fed funds dovrebbe tendere a un valore di equilibrio del 4-4,5%).

Dalla FIG.18 e dalla TAB.6 emerge però che, per il 2014, il tasso atteso è compreso in un intervallo tra lo 0% (la maggior concentrazione di previsioni) e il 3%. Ciò appare in parziale

contraddizione con l'affermazione, precedentemente citata, che "gli attuali tassi d'interesse eccezionalmente bassi rimarranno tali almeno fin verso la fine del 2014".

FIG. 18 - Le previsioni dei membri del FOMC sul tasso ufficiale americano



Fonte: Fed, comunicato stampa dl 25 gennaio 2012

La seconda innovazione relativa alla trasparenza è che anche la Fed, come già la Banca Centrale Europea, si è data un obiettivo inflazionistico di lungo periodo pari al 2%, cioè molto vicino a quello della BCE. Tale informazione è apparsa nel comunicato stampa del 25 gennaio 2012 dal titolo "FOMC statement of longer-run goals and policy strategy". Dopo aver ricordato che il mandato ricevuto dal Congresso riguarda non uno ma tre obiettivi (massima occupazione, prezzi stabili e tassi a lunga moderati), la Fed ha fatto presente che inflazione, occupazione e tassi fluttuano anche in risposta a disturbi economici e finanziari e che la politica monetaria li influenza con un certo ritardo. Nel lungo periodo, però, l'inflazione è principalmente determinata dall'azione monetaria ed ha quindi senso specificare un suo obiettivo quantitativo, che il FOMC ha scelto appunto in ragione del 2% (misurato dalla crescita annua dell'indice della spesa per il consumo individuale). Il massimo livello dell'occupazione, invece, è fortemente influenzato da fattori non monetari che impediscono di esplicitare un suo obiettivo quantitativo di lungo periodo. In ogni

caso la Fed ritiene che la politica monetaria debba essere volta a mitigare sia le deviazioni dell'inflazione dal suo obiettivo di lungo periodo, sia quelle dell'occupazione rispetto al suo valore ottimale di volta in volta calcolato dal FOMC. In caso di incompatibilità tra i due obiettivi, la Banca deve evitare di favorirne uno a priori, ma deve tener conto anche dell'entità delle deviazioni dal loro rispettivo valore ottimale, e del tempo che inflazione e occupazione richiedono prima di riportarsi ai loro valori prescelti.

TAB. 6 - Le previsioni sul tasso ufficiale americano

Target Federal Funds Rate a fine anno	numero dei giudizi individuali			
	anni			
(%)	2012	2013	2014	Lungo periodo
0,25	14	11	6	
0,50	1	1	2	
0,75		2	1	
1,00	2	1	2	
1,25				
1,50			1	
1,75		1		
2,00		1	1	
2,25				
2,50			3	
2,75			1	
3,00				
3,25				
3,50				
3,75				1
4,00				7
4,25				3
4,50				6

Fonte: Fed

3. L'EUROPA IN CERCA DI REGOLE SUL DEBITO PUBBLICO. GRECIA: INSOLVENZA MASCHERATA[♦]

La crisi del debito pubblico ha indotto i governi europei a definire regole di condotta nella gestione della finanza pubblica e strumenti di gestione delle crisi. Le regole individuate nel *fiscal compact* rispondono solo in parte alle esigenze di un insieme di paesi che condividono la stessa moneta: esse puntano tutto sulla maggiore disciplina, lasciando irrisolto il vero problema dell'integrazione fiscale. Lo statuto del futuro ESM prevede una *governance* tutta politica, che non promette nulla di buono sulla efficacia del processo decisionale. Inoltre il Fondo di stabilità europeo è destinato a rimanere uno strumento di emergenza; la richiesta di un suo intervento da parte di un governo potrebbe avere un effetto segnalatorio molto negativo sul mercato del debito pubblico del paese interessato. Le debolezze della *governance* europea continua a riflettersi nella gestione della crisi greca. L'accordo del 20 febbraio lascia aperti pesanti interrogativi, relativi al successo dell'operazione di coinvolgimento dei creditori privati e all'evoluzione dell'economia greca: il tentativo di mascherare l'insolvenza potrebbe rivelarsi presto illusorio.

1. Il Fiscal Compact

Alla fine di gennaio i governi europei – con la rilevante eccezione della Gran Bretagna – hanno siglato il Trattato che va sotto il nome di “fiscal compact”. Vediamo cosa prevede.

- 1) **Pareggio di bilancio.** Ogni paese deve perseguire il pareggio del bilancio pubblico come obiettivo di medio termine. In particolare, il disavanzo strutturale del settore pubblico non deve eccedere il mezzo

punto percentuale del PIL. Per “strutturale” si intende il disavanzo calcolato tenendo conto del ciclo economico (minori entrate e maggiori uscite dovute ad una fase di recessione), ed escludendo gli effetti di misure temporanee. La regola del bilancio in pareggio dovrà essere inserita nella Costituzione di ciascuno stato.

- 2) **Ruolo della Corte di Giustizia.** Se la Commissione o un paese ravvisano che un altro paese non abbia rispettato l'obbligo di inserire la regola del pareggio di bilancio in Costituzione, possono rivolgersi alla Corte di giustizia europea. Questa può comminare una multa di ammontare fino allo 0,1% del PIL.
- 3) **Procedura semi-automatica per disavanzo eccessivo.** In caso di mancato rispetto della regola del pareggio di bilancio, la Commissione UE avvia la procedura che può portare a sanzioni per il paese deviante. La procedura può essere fermata solo dal voto contrario, a maggioranza qualificata, del Consiglio europeo.
- 4) **“Regola del ventesimo”.** I paesi che hanno accumulato un livello di debito – in rapporto al PIL – superiore al 60%, dovranno attuare ogni anno una riduzione del debito pubblico pari a un ventesimo della distanza tra il livello corrente e il 60%. Per l'Italia, che come noto ha un debito pari al 120% del PIL, questa regola impone una riduzione del 3% all'anno del rapporto debito/PIL.

Il *fiscal compact* ribadisce e rafforza le previsioni del Patto di Stabilità e Crescita approvato nel marzo dello scorso anno. Nella fase di negoziazione, la diplomazia tedesca ha cercato di andare oltre, puntando ad un ulteriore

[♦] A cura di Angelo Baglioni.

irrigidimento delle regole esistenti, ad esempio prevedendo di applicare la procedura per disavanzo eccessivo ai paesi che presentano un debito superiore al 60% del PIL, anche se hanno un bilancio in pareggio. Il comportamento del governo tedesco ha rivelato un atteggiamento punitivo nei confronti dei paesi “devianti”. Il governo italiano ha avuto un ruolo importante, grazie alla credibilità che si è conquistato, nello sventare questo tentativo di inasprimento della disciplina fiscale.

Un motivo di consolazione può derivare dal fatto che la “regola del ventesimo” potrebbe risultare sostanzialmente ininfluenza per un paese come l’Italia, che ha in programma di raggiungere il pareggio di bilancio a partire dal prossimo anno. La regola è infatti riferita al rapporto tra debito e PIL in termini nominali. Poiché il debito non cresce in presenza di un bilancio in pareggio, il rapporto tende spontaneamente a diminuire grazie alla crescita del PIL nominale. Ad esempio, una crescita pari al 2,5% del PIL nominale assicura il rispetto della regola per l’Italia, che parte da un rapporto del 120%. In presenza di un tasso d’inflazione medio del 2%, una crescita del PIL nominale del 2,5% sembra realistica, anche per un paese a bassa crescita reale come l’Italia.¹

Sul piano della *governance*, il Trattato di fine gennaio non prevede pressoché nulla, se non un paio di riunioni annuali dei Capi di stato e di governo della zona euro. Su questo fronte esso è particolarmente deludente. La logica che è prevalsa è sempre quella: disciplina fiscale presidiata da vincoli ai saldi della finanza pubblica. Il primo effetto del *fiscal compact* (che entrerà in vigore dal 1° gennaio prossimo, previa ratifica da parte di almeno dodici paesi) sarà l’adozione contemporanea di politiche fiscali

restrittive da parte dei paesi della zona euro: questa sincronizzazione rende probabile un impatto negativo sul ciclo economico europeo, aggravando la recessione già in atto. Ricordiamoci anche che in passato i vincoli imposti dal Patto di stabilità sono stati spesso violati, in primo luogo dalla stessa Germania (e dalla Francia, che adesso sposa il rigore teutonico). Ma soprattutto, manca una visione del processo di integrazione europeo che comprenda una cessione di sovranità fiscale, seppure graduale. Per fare solo alcuni esempi di possibili passi in questa direzione, pensiamo all’attribuzione di maggiori responsabilità al Parlamento europeo, all’elezione diretta del Presidente della Commissione UE, ma soprattutto al potenziamento del bilancio comunitario, che consenta alle istituzioni europee di redistribuire maggiori risorse. Il cammino verso una federazione fiscale tra i paesi della zona euro è lungo, ma bisogna pur cominciare. L’alternativa è convivere con il vizio di fondo dell’unione monetaria: i paesi che vi fanno parte condividono la stessa moneta ma non hanno in comune la politica fiscale. La mancata correzione di questa contraddizione continua a mettere a rischio la stessa sopravvivenza dell’euro².

2. Il nuovo Meccanismo di Stabilità Europeo

Il 2 febbraio è stato firmato dai governi della zona euro il Trattato che definisce lo statuto dello *European Stability Mechanism* (ESM). Come noto, il nuovo Fondo di stabilità dovrebbe gradualmente sostituire quello esistente (*European Financial Stability Facility* - EFSF) a partire dal luglio di quest’anno, previa ratifica del Trattato da parte dei 17 paesi membri della unione monetaria. Rispetto alla scadenza inizialmente

¹ Si veda l’articolo di Giuseppe Pisauro “Come funziona il fiscal compact”, *www.lavoce.info* del 31/1/2012.

² Per una analisi più approfondita in questa prospettiva, si veda: “Euro ultima chiamata”, a cura di Carlomagno, Brioschi editore, 2012.

prevista, l'entrata in funzione dello ESM è stata anticipata di un anno. I due fondi dovranno coesistere per un periodo di tempo imprecisato, tale da consentire allo EFSF di portare a termine i programmi di assistenza finanziaria già avviati: quelli a favore di Irlanda, Portogallo e (prevedibilmente) Grecia.

A differenza dello EFSF, lo ESM avrà un capitale versato (*paid-in capital*) pari a 80 miliardi di euro, che dovrebbe essere costituito con versamenti successivi nell'arco di cinque anni, con la possibilità di una accelerazione. A questo si aggiungeranno garanzie (*callable capital*) per 620 miliardi. La capacità complessiva di prestito dei due fondi sarà di 500 miliardi.

Rispetto alle caratteristiche già note del Fondo di stabilità europeo (che abbiamo riportato in precedenti numeri di Osservatorio Monetario), il Trattato firmato in febbraio introduce le seguenti novità.

1) **Strumenti di intervento.** Oltre alla possibilità, già prevista, di erogare prestiti a stati in difficoltà finanziaria che ne facciano richiesta, lo ESM potrà acquistare titoli del debito pubblico di stati membri sul mercato primario e secondario. Potrà anche fornire linee di credito precauzionali, nonché concedere ai governi finanziamenti da utilizzare per la ricapitalizzazione di istituzioni creditizie. Lo ESM potrà anche disporre di due strumenti, introdotti nell'ottobre scorso come nuove forme di intervento dello EFSF. Il primo prevede l'offerta ai sottoscrittori di nuovi titoli pubblici di una garanzia fornita dallo EFSF: questa garanzia coprirebbe una percentuale (20-30%) delle eventuali perdite inflitte ai creditori in caso di insolvenza dell'emittente. Il secondo strumento prevede la costituzione di veicoli speciali (*co-investment funds*), con la partecipazione

di finanziatori pubblici e privati, per acquistare titoli di stato in co-finanziamento con lo EFSF stesso.

- 2) **Coinvolgimento del settore privato.** Il "private sector involvement" (PSI) non sarà più una condizione necessaria per avere l'assistenza finanziaria dello ESM, ma verrà adottato solo in casi eccezionali, seguendo la pratica del FMI.
- 3) **Condizionalità.** Oltre alla già prevista condizionalità rispetto ai programmi di aggiustamento macroeconomico e fiscale, il Trattato prevede come condizione per l'accesso all'assistenza finanziaria che un paese abbia ratificato il *fiscal compact* e che abbia messo in pratica la regola del bilancio in pareggio prevista dallo stesso *fiscal compact*.
- 4) **Governance.** La decisione di concedere l'assistenza finanziaria a un governo che ne faccia richiesta rimane un potere del consiglio dei ministri delle finanze dei paesi membri. Tuttavia, è ora prevista una procedura di emergenza che consentirà di prendere tale decisione con l'assenso dell'85% dei voti, anziché all'unanimità come previsto di norma.

Le prime due novità possono essere viste con favore. L'allargamento della gamma di strumenti conferisce maggiore flessibilità operativa al Fondo di stabilità. In particolare, la possibilità di intervenire sul mercato (primario e secondario) dei titoli del debito pubblico potrebbe contribuire a stabilizzare il mercato e a ridurre la volatilità degli *spreads* tra i tassi di rendimento dei titoli "periferici" e quelli dei paesi "virtuosi". La rinuncia al coinvolgimento del settore privato come condizione necessaria per l'erogazione dei prestiti toglie dal mercato una minaccia per i prestatori privati, potenzialmente destabilizzante:

finora la richiesta di assistenza finanziaria di un governo allo EFSF poteva generare aspettative di tagli più o meno “volontari” al valore dei titoli in circolazione, rischiando di causare la fuga degli investitori privati. Resta tuttavia l’obbligo di introdurre, a partire dal 1° gennaio 2013, le Clausole di Azione Collettiva (CAC) su tutte le emissioni di titoli pubblici con scadenza superiore all’anno: queste consentiranno di rendere validi *erga omnes* eventuali accordi di ristrutturazione del debito pubblico che abbiano ottenuto l’approvazione di una maggioranza elevata (almeno il 90%) di obbligazionisti.

La condizionalità prevista al punto tre merita qualche spiegazione. Per accedere all’assistenza finanziaria, un paese deve avere inserito la regola del bilancio in pareggio nella sua Costituzione. Questa regola va rispettata. In caso contrario, il governo interessato deve avere posto in essere misure correttive (sulla base di principi concordati con la Commissione UE), finalizzate a ripristinare in tempi definiti il raggiungimento dell’obiettivo di medio termine del pareggio di bilancio.

La *governance* dello ESM rimane molto deludente. La decisione di accordare assistenza finanziaria ad un paese rimane di competenza di un organismo politico: il *Board of Governors*, composto dai ministri economici dei paesi dell’euro zona. Questo lascia prevedere lunghe trattative, spesso condizionate da interessi politici e scadenze elettorali, come è già avvenuta per la Grecia. Si noti che di norma le decisioni andranno prese all’unanimità: ciascun ministro presente nel Board ha un potere di veto sulle decisioni. L’attivazione della procedura urgente richiede una presa di posizione della Commissione e della BCE, nella quale si attesti la necessità di procedere con urgenza per non compromettere la stabilità finanziaria della zona euro. Ma anche in questo caso i maggiori paesi mantengono un potere di veto. Infatti i voti di ciascun ministro

sono equivalenti alla quota di partecipazione di ciascun paese al capitale dello ESM, che a sua volta è determinata dalla sua quota di partecipazione al capitale della BCE: si veda la tavola in fondo al capitolo. In base a questo principio, Germania, Francia e Italia dispongono di una quota di voti superiore al 15% (per ciascun paese); di conseguenza uno di essi può impedire il raggiungimento della maggioranza qualificata dell’85%.

Complessivamente, la maggiore limitazione dello ESM è il fatto che esso rimane uno strumento attivabile solo in condizioni di emergenza, su richiesta di un paese che si trovi in condizioni di difficoltà finanziaria. Questo implica che l’attivazione dell’assistenza fornita dallo ESM potrebbe portare con sé un forte effetto negativo sulla reputazione di uno stato: il solo fatto di richiedere l’assistenza potrebbe mandare al mercato finanziario un segnale negativo, facendo istantaneamente peggiorare le condizioni di accesso di quel governo al finanziamento sul mercato aperto. Meglio sarebbe stato prevedere un organismo tecnico, che fosse in grado di intervenire sul mercato dei titoli pubblici di un paese sulla base di una decisione autonoma, senza la necessità di una richiesta esplicita da parte del paese interessato e senza la trattativa politica resa inevitabile dalle regole di *governance* dello ESM.

3. Il secondo piano per la Grecia e il coinvolgimento del settore privato³

Il 20 febbraio i ministri dell’Eurogruppo hanno trovato un’intesa⁴ per sbloccare il tanto atteso secondo pacchetto di aiuti alla Grecia, che segue il primo piano approvato nel maggio del 2010 e che ha avuto scarso successo. E’ stato anche raggiunto

³ Il contenuto di questo paragrafo è apparso anche su www.lavoce.info del 22/2/2012.

⁴ “Eurogroup statement” del 21/2/2012.



un accordo di massima con i creditori privati:⁵ in realtà sono questi ultimi che sono chiamati al maggiore sforzo, quello che dovrebbe abbattere il rapporto debito/PIL di oltre 40 punti percentuali. Gli elementi essenziali dell'accordo sono:

- 1) **Contributo pubblico.** Erogazione di prestiti da parte del Fondo di stabilità europeo (EFSF) e, in misura minore, del FMI, per un totale di 130 miliardi di euro, da versare entro il 2014. Parte di questi fondi serviranno per ricapitalizzare le banche greche, che subiranno il maggiore impatto del contributo richiesto al settore privato. Il contributo pubblico è subordinato alla attuazione del programma di aggiustamento economico e fiscale e del successo dell'operazione di coinvolgimento del settore privato.
- 2) **Contributo privato.** I creditori privati (banche, fondi, assicurazioni) rinunciano subito al 53,5% del valore nominale dei titoli che detengono in portafoglio. Per il valore restante, i titoli vengono sostituiti in parte (31,5% del nominale) con titoli pubblici greci a lungo termine (scadenza tra 11 e 30 anni) e tasso d'interesse inferiore a quello di mercato (tra il 2% e il 4,3%, a seconda della scadenza del titolo), in parte (15% del nominale) con titoli emessi dallo EFSF. Tenendo conto del basso tasso d'interesse concordato, si stima un "taglio di capelli" (*haircut*) sul valore attuale dei titoli attorno al 70%.
- 3) **Contributo del Sistema Europeo di Banche Centrali.** I profitti realizzati dal SEBC (BCE e banche centrali nazionali) sui titoli in portafoglio verranno trasferiti, tramite i governi nazionali, alla Grecia. Ciò

dovrebbe fornire un ulteriore contributo di 3,2 miliardi da qui al 2020.

A fronte di queste concessioni, il governo greco si è impegnato a realizzare un impegnativo programma di aggiustamento economico e di finanza pubblica: quello approvato dal Parlamento greco il 12 febbraio. Ma l'accordo del 20 febbraio aggiunge altre condizioni di non poco conto. La Commissione UE dovrà instaurare un monitoraggio permanente: dovrà in sostanza mettere propri rappresentanti nei ministeri del governo greco, per controllare che i provvedimenti previsti vengano adottati e messi in pratica. Inoltre, la Troika dovrà controllare che i fondi ricevuti con gli aiuti comunitari, oltre ai fondi interni destinati al servizio del debito, vengano versati su di un conto apposito, dedicato al rimborso del debito in scadenza. Si richiede anche alla Grecia di inserire nella sua Costituzione una norma che dia priorità al servizio del debito pubblico nell'utilizzo dei fondi disponibili (quest'ultima richiesta è un po' vaga: non si capisce a quali fondi si faccia riferimento). Il vero contributo alla stabilizzazione del debito pubblico greco dovrebbe venire dal settore privato. In caso di adesione al 90% da parte dei creditori privati, il debito greco verrebbe immediatamente ridotto di 96 miliardi, portando il rapporto debito/PIL dal livello attuale (oltre il 160%) al 120% circa. Secondo le previsioni, questo rapporto aumenterà negli anni successivi per poi ritornare ad un livello prossimo al 120% nel 2020. Il contributo pubblico è sotto forma di prestiti: quindi sostituisce debito esistente con altri debiti. Naturalmente ciò non vuol dire che sia inutile: esso serve ad evitare che il governo greco debba andare sul mercato a finanziarsi ai tassi d'interesse proibitivi attualmente prevalenti sul mercato secondario. Il contributo del SEBC è in realtà solo un trasferimento dei profitti che esso

⁵ Comunicato stampa dello IIF (*Institute of International Finance*) del 21/2/2012.

farà, avendo acquistato titoli greci ad un prezzo ben al di sotto del valore nominale: i titoli detenuti dal SEBC verranno infatti rimborsati al loro valore pieno.

Il piano contiene notevoli elementi di fragilità. L'accordo con i rappresentanti dei creditori privati pone un difficile problema di coordinamento. E' chiaro che ciascuna istituzione finanziaria ha un forte incentivo a non aderire al piano: se tutti gli altri vi aderiscono, chi si "chiama fuori" realizza dei bei profitti. Occorrerà quindi un buona dose di *moral suasion* da parte delle autorità e di controllo reciproco tra le banche. In caso di mancato successo (un'adesione inferiore al 90-95%), il governo greco prevede di applicare forzatamente l'accordo, mediante l'applicazione retroattiva di CAC (Clausole di Azione Collettiva) ai titoli già in circolazione; anche questa strada però richiede un livello di adesione volontaria non da poco (almeno il 70-75% dei creditori affinché si possa applicare la CAC). Questa strada potrebbe inoltre fare scattare i famosi CDS (*Credit Default Swap*), aggiungendo un ulteriore elemento di destabilizzazione del mercato dei titoli greci. Questi elementi di fragilità riflettono la contraddizione di fondo del cosiddetto "coinvolgimento del settore privato": si sta di fatto organizzando un'insolvenza senza volerla chiamare con il suo vero nome.

Guardando oltre, le maggiori perplessità derivano dal fatto che, nonostante lo stretto monitoraggio della Troika, gli obiettivi di bilancio concordati potrebbero essere disattesi, anche a causa di un peggioramento della congiuntura rispetto alle previsioni alla base del piano stesso. Ciò è alquanto probabile, dato l'impatto recessivo di alcune delle misure imposte (riduzione dei salari e delle pensioni, licenziamenti nel settore pubblico, aumenti di imposte). Siamo quindi destinati ad assistere ancora alle estenuanti trattative che

avverranno in prossimità dell'erogazione di ogni *tranche* del prestito.

Contribution Key of the ESM

ESM Member	ESM key (%)
Kingdom of Belgium	3,4771
Federal Republic of Germany	27,1464
Republic of Estonia	0,1860
Ireland	1,5922
Hellenic Republic	2,8167
Kingdom of Spain	11,9037
French Republic	20,3859
Italian Republic	17,9137
Republic of Cyprus	0,1962
Grand Duchy of Luxembourg	0,2504
Malta	0,0731
Kingdom of the Netherlands	5,7170
Republic of Austria	2,7834
Portuguese Republic	2,5092
Republic of Slovenia	0,4276
Slovak Republic	0,8240
Republic of Finland	1,7974
Total	100,0

PARTE II – LE BANCHE ITALIANE DOPO LO SCOPPIO DELLA CRISI DEL DEBITO SOVRANO

4. CRISI DEL DEBITO SOVRANO E RACCOLTA DELLE BANCHE[♦]

La crisi del debito sovrano che ha investito i paesi dell'Unione Monetaria ha avuto forti ripercussioni sulla capacità di raccolta delle banche europee.

In Italia le istituzioni bancarie hanno sperimentato difficoltà crescenti nei mercati di raccolta; dall'avvio della crisi nella seconda parte del 2009 si è assistito ad un rallentamento del *funding*. Nel corso del 2011 questo fenomeno è stato molto più marcato con una diminuzione della raccolta totale trainata dalla componente dei depositi che le banche hanno in parte contrastato con l'emissione di titoli obbligazionari.

Nel panorama europeo le banche italiane sono tradizionalmente le più dipendenti dalla raccolta obbligazionaria. Secondo i dati del Bollettino Economico nel periodo 2009-2011 le banche italiane hanno mantenuto una quota in media vicina al 40% sul totale delle emissioni nette effettuate dalle istituzioni bancarie europee.¹

I collocamenti sono in prevalenza indirizzati al mercato *retail*. Una quota significativa della ricchezza finanziaria delle famiglie italiane è investita in obbligazioni bancarie; tale quota è nettamente superiore a quella rilevata per le famiglie degli altri principali paesi industrializzati.²

Le analisi condotte in passato e negli anni più recenti (D'Agostino e Minenna, 2000; Grasso et al. 2010; Pampurini 2003) sul segmento *retail* del mercato delle obbligazioni bancarie danno d'altro canto evidenza di condizioni di estrema opacità nell'offerta. L'esistenza di un mercato *captive* ha assicurato alle banche italiane fondi in misura abbondante e a basso costo, comunque a tassi non allineati al rischio emittente. In una indagine sulle emissioni di obbligazioni bancarie nel periodo luglio 2007-giugno 2009, Grasso et al. (2010) documentano una sistematica tendenza degli investitori *retail* a trascurare il profilo di rischio emittente e di liquidità nelle decisioni di investimento in obbligazioni bancarie.

Successivamente all'emergere della crisi del debito pubblico dei paesi dell'area europea numerosi studi, condotti in una prospettiva comparata, hanno evidenziato l'esistenza di stretti nessi tra rischio sovrano e costo e composizione della raccolta bancaria.³

Nell'ambito di una generalizzata crisi di liquidità che interessa le banche europee, le istituzioni italiane sono apparse particolarmente vulnerabili per le conseguenze indotte dal crescente rischio paese; tale condizione può essere acuita dalle difficoltà di accesso al finanziamento dell'Eurosistema, a motivo della qualità delle attività *eligible*.

Inoltre, le attese di adeguamenti regolamentari in tema di rischio di liquidità, in particolare quelli connessi all'introduzione del rapporto sul grado di trasformazione delle scadenze (*Net Stable Funding Ratio*), potrebbero fare emergere ulteriori fabbisogni di raccolta a medio-lungo termine, soprattutto per i gruppi di maggiori dimensioni, sui quali si è concentrato nell'ultimo biennio il rallentamento della raccolta.

[♦] A cura di Paola Bongini e Arturo Patarnello. Si ringraziano Luca Fumagalli e Sabrina Toninelli per l'eccellente lavoro di estrazione e organizzazione della base dati.

¹ Banca d'Italia, Bollettino Economico n. 67, Tav. 7.

² Cfr. Grasso et al. (2010).

³ Tra gli altri si veda Committee on the Global Financial System, 2011.

In questo lavoro, ci si prefigge di valutare se la crisi del debito sovrano abbia indotto le banche a modificare le proprie politiche di offerta e abbia avuto effetti sulla percezione di rischio degli investitori.

Lo studio richiama in apertura i risultati di recenti indagini condotte sull'attività di raccolta delle banche in una prospettiva europea e sintetizza, nel contempo, i tratti essenziali della congiuntura dei mercati di raccolta domestici nel triennio 2009-2011, in larga misura coincidente con la crisi del debito sovrano.

Successivamente si analizza l'attività sul mercato obbligazionario nello stesso periodo di un campione di gruppi e istituzioni bancarie, quotate e non quotate, prendendo in considerazione l'andamento dei volumi di emissione nel segmento *retail*. Sono esaminate le strutture contrattuali dei titoli offerti, distinguendo le operazioni per tipologia di emittente e in relazione allo *status* di emissione quotata o meno. Le caratteristiche di rendimento dei titoli sono valutate utilizzando come misura lo spread rispetto al *benchmark*, per ricavarne, tra l'altro, indicazioni in ordine alla coerenza tra rendimento e rischio dei titoli.

Le relazioni tra politiche di offerta e comportamenti della domanda sono approfondite dall'analisi del tasso di assorbimento delle emissioni (*bid-to-cover ratio*), valutandone le determinanti attraverso un'analisi econometrica che prende in considerazione una serie di variabili che colgono le caratteristiche degli emittenti, del rendimento dei titoli e del rischio emittente e di liquidità delle emissioni.

1. La raccolta bancaria durante la crisi del debito sovrano

La crisi del debito sovrano ha esercitato a partire dalla seconda parte del 2009 effetti rilevanti

sulle politiche di raccolta e sul costo del *funding* delle banche nell'area europea, con nessi di casualità talvolta differenti nei diversi Paesi. Fatta eccezione per quei sistemi bancari in cui gli interventi governativi a sostegno delle banche durante la crisi dei mutui *subprime* sono stati causa del deterioramento del merito di credito dei debitori sovrani, le analisi condotte hanno individuato come principali fattori di trasmissione dell'instabilità⁴:

- a) le perdite derivanti dalla diminuzione di valore dei titoli pubblici, presenti con differente composizione e peso nei portafogli delle banche;
- b) aumenti della percezione della rischiosità degli intermediari motivati dalla difficoltà di accedere al finanziamento dell'Eurosistema, a seguito della diminuita qualità dei titoli pubblici utilizzati come *collateral* delle operazioni;
- c) un generale e automatico processo di trasferimento degli incrementi di rischio dei debitori sovrani ai rispettivi sistemi bancari nazionali, normalmente registrati dai *downgrading* a cascata decisi dalle agenzie di *rating*, e motivati anche da una ridotta capacità dei governi di fornire garanzie formali o implicite alle proprie banche nazionali.⁵

L'aumento del rischio Paese e i *downgrading* che hanno conseguentemente interessato soprattutto il settore degli intermediari hanno comportato un generalizzato aumento dei costi di raccolta. Allo stesso tempo, nell'area europea, lo scenario di maggiore rischio ha avuto un

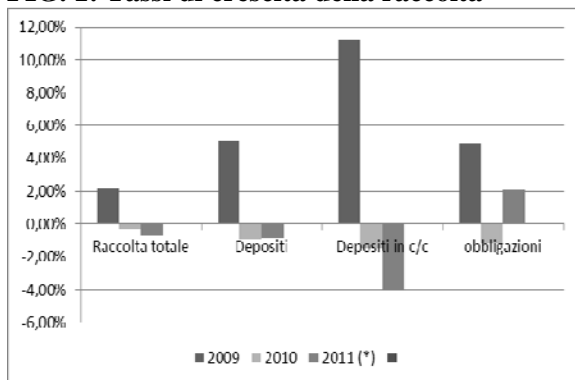
⁴ Committee on the Global Financial System, 2011.

⁵ Come evidenziato in European Central Bank (2011), "the largest discrimination [in the cost of issuance] between different issuers in the latest episode of the crisis has mainly been driven by the issuer's nationality rather than by the instrument's credit quality, as measured by ratings" (p.77).

diverso impatto sulla struttura della raccolta delle banche a seconda della rilevanza della crisi del debito dei diversi ambiti nazionali. Le banche localizzate in paesi marginalmente interessati da incrementi del rischio sovrano hanno potuto salvaguardare il *core* della propria raccolta, costituita da depositi e obbligazioni tradizionali, mantenendo nel contempo una capacità di accesso alla raccolta *wholesale*; diversamente le istituzioni appartenenti ai paesi al centro della crisi hanno visto erodersi anche la base di raccolta più tradizionale e stabile, in larga parte in contropartita di clientela *retail*, e sono state costrette a ricorrere ad emissioni di titoli garantiti in varie forme e al finanziamento del sistema delle banche centrali.

In Italia, sebbene già nel 2009 siano visibili i primi segnali di un rallentamento della raccolta complessiva concentrato soprattutto presso le maggiori banche, gli effetti connessi al quadro di maggiore instabilità sono più evidenti e significativi nel biennio 2010-2011 (FIG. 1).

FIG. 1: Tassi di crescita della raccolta



Fonte: Banca d'Italia, Bollettini economici (Tav. 6)
 (*) Dati provvisori a novembre 2011. I dati escludono operazioni su cartolarizzazioni, passività interbancarie e debiti verso l'Eurosistema.

Il sistema ha reagito a contrazioni delle componenti di raccolta tradizionali con un maggior ricorso ad operazioni di raccolta

garantite, pronti contro termine e soprattutto emissioni di *covered bonds*, resi più attrattivi per il collegamento diretto con garanzie presenti negli attivi di bilancio degli emittenti e incentivati dall'allargamento della lista dei *collateral* stanziabili da parte dell'Eurosistema. L'aumento del rischio sovrano ha determinato incrementi del premio al rischio richiesto sul debito bancario di mercato ma nel complesso gli effetti sul costo medio della raccolta nel periodo sono stati contenuti.

Le difficoltà di *funding* restano comparativamente più significative per i grandi gruppi; sono state comunque controbilanciate da un ricorso crescente al finanziamento del sistema delle banche centrali.⁶

Negli ultimi mesi i fenomeni prima commentati risultano più evidenti e si sostanziano in una riduzione della raccolta complessiva al netto dell'interbancario e delle operazioni di rifinanziamento (-0,7% sui dodici mesi terminanti a novembre 2011) e in un rallentamento della componente obbligazionaria. La fase recessiva seguita alla crisi dei mutui *suprime* ha accentuato la tendenza alla riduzione del risparmio delle famiglie ed ha di conseguenza indebolito la capacità di raccolta delle banche.

La contrazione della raccolta è stata marcata per le banche maggiori, in particolare per i primi cinque gruppi (-5,5%); ad essa ha contribuito anche una riduzione della componente dei depositi in conto corrente. Nello stesso periodo le tendenze all'aumento dei costi di raccolta sono state tuttavia più evidenti e significative per la componente dei depositi a scadenza piuttosto che per la raccolta obbligazionaria, che ha registrato marginali aumenti di costo solo per la quota di emissioni a tasso fisso.⁷

⁶ Banca d'Italia, 2011.

⁷ Banca d'Italia, 2012.

Dopo la flessione registrata nell'anno precedente, nei primi nove mesi del 2011 le emissioni nette sono tornate positive, a fronte di

un significativo rallentamento dell'attività di *funding* da parte delle altre categorie di emittenti (si veda la TAB. 1).

TAB. 1: Emissioni nette di obbligazioni (milioni di Euro)

	2009		2010		2011 (*)	
	Italia	Area Euro	Italia	Area Euro	Italia	Area Euro
Banche	79.081	180.134	-11.799	22.160	53.231	140.683
Altre società finanziarie	44.349	258.035	-36.459	25.008	-28.153	-79.772
Società non finanziarie	14.553	152.495	12.384	64.428	-2.303	16.722
Totale	139.983	590.664	-35.874	111.596	22.775	77.462

Fonte: Banca d'Italia, Bollettino Economico – Tav. 7

Nonostante uno scenario di mercato estremamente incerto le banche italiane continuano a mantenere un ruolo rilevante sul mercato obbligazionario, con quote sulle emissioni totali decisamente elevate nel confronto europeo.

2. Le caratteristiche degli strumenti finanziari: un'analisi a livello micro

Le politiche di emissione di obbligazioni delle banche italiane sono state oggetto di esame in uno studio Consob riferito al periodo 2006-2009 con l'obiettivo di valutarne le caratteristiche tecniche e i comportamenti degli emittenti a cavallo della crisi dei mutui *subprime*.

Lo studio, privilegiando la prospettiva della tutela degli investitori, proponeva un confronto tra le caratteristiche dei collocamenti indirizzati ai due grandi segmenti del mercato *retail* e della clientela istituzionale. I risultati evidenziavano, tra l'altro, significativi differenziali di rendimento dei titoli offerti sui due segmenti e una debole correlazione con il rischio emittente e con il rischio di liquidità per le emissioni destinate alla clientela *retail*.

L'analisi che segue intende aggiornare questi risultati valutando i comportamenti delle banche in occasione dei più recenti episodi di instabilità dei mercati connessi alla crisi del debito sovrano. Ai fini dell'analisi il 2009 è considerato come antecedente la crisi del debito sovrano e il periodo 2010-2011 come periodo di crisi.

In particolare, lo studio si concentra sulle politiche di emissione nell'ambito dell'attività di raccolta delle banche italiane e ne esamina le caratteristiche tecniche. Fa riferimento ai collocamenti effettuati nel mercato domestico (nel periodo 2009-2011) da un campione di banche che comprende i primi 5 gruppi quotati e i primi tre gruppi bancari non quotati per totale attivo (si veda TAB. 2).

TAB. 2: BANCHE DEL CAMPIONE

Unicredit
Banca Intesa
MPS
Banco Popolare
UBI
Banca Popolare di Vicenza
Veneto Banca
Banca delle Marche

Il database è alimentato dalle informazioni contenute nella documentazione d’offerta (prospetti e condizioni definitive) riferite a 2.171 collocamenti. Ne riporta la data di emissione e la data di scadenza dello strumento, l’ammontare offerto e quello collocato, la valuta di denominazione, la struttura della cedola, il prezzo di emissione, lo status di emissione quotata o meno, il livello della remunerazione offerta, il rendimento effettivo lordo a scadenza, il rendimento effettivo lordo del corrispondente benchmark (titolo di stato).

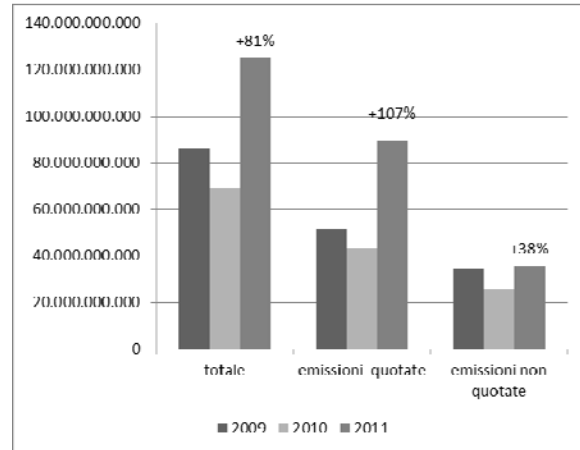
Di seguito si riportano, per fatti stilizzati, i risultati dell’analisi.

2.1 Aumentano i volumi delle emissioni

L’acuirsi della crisi del debito greco nel 2011 e i suoi effetti sulla liquidità dei mercati interbancari hanno elevato i fabbisogni di raccolta ed hanno indirizzato le decisioni di *funding* in modo deciso verso il mercato obbligazionario, e in particolare verso il segmento *retail*.⁸ I volumi offerti crescono in modo esponenziale, soprattutto per le banche quotate. L’incremento è superiore per la componente delle emissioni quotate che registra una crescita tra il 2010 e il 2011 di oltre il 100%.

⁸ L’orientamento è motivato anche dalle crescenti difficoltà di accesso ai mercati internazionali di raccolta a lungo termine. Anche se la tendenza è più evidente per le banche appartenenti ai paesi più direttamente investiti dalla crisi del debito sovrano è comune a tutta l’area dell’euro la tendenza a compensare il deterioramento delle condizioni di accesso ai mercati internazionali ricorrendo in modo deciso alla raccolta da operatori domestici (European Central Bank, 2011).

FIG.2: Volumi delle emissioni



2.2 Aumenta la frequenza e, in parte, anche il taglio medio delle offerte

La maggiore pressione dell’offerta si ricava anche dall’incremento della frequenza delle emissioni: tra il 2010 e il 2011 il numero di emissioni aumenta di circa il 40% per la totalità delle banche del campione. Le banche non quotate forniscono il contributo più rilevante a tale aumento, anche ricorrendo alla quotazione dei propri titoli in mercati organizzati. Nel complesso, quindi, è la componente di emissioni quotate a crescere maggiormente.

FIG.3: Numero emissioni - per tipologia di banca

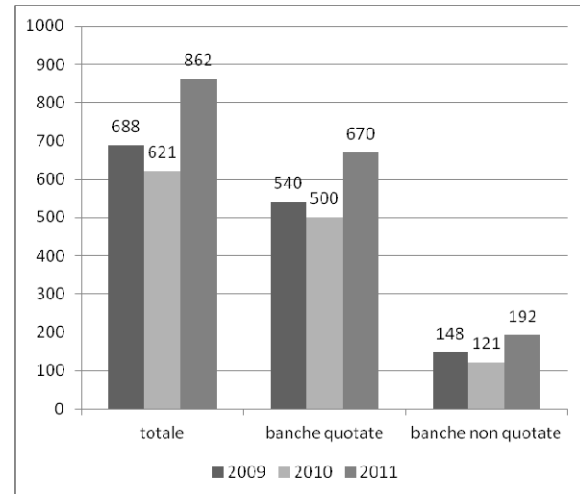
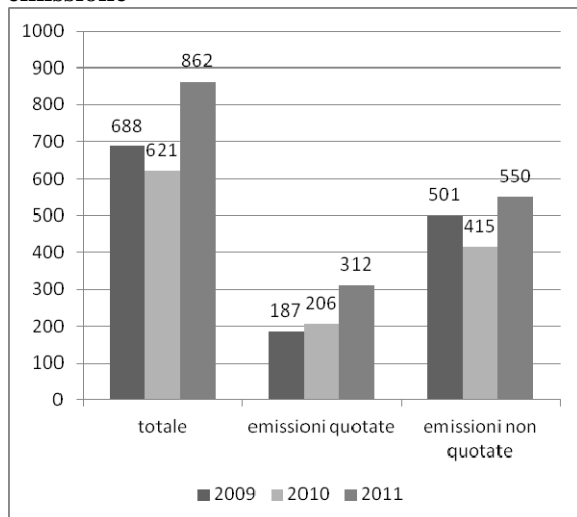
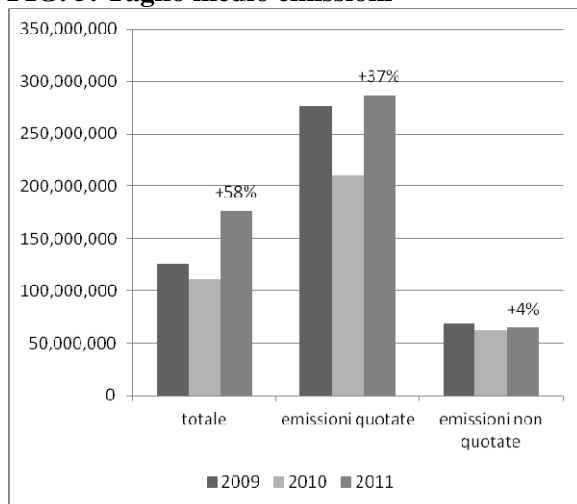


FIG. 4: Numero di emissioni – per tipologia di emissione



Per la componente quotata aumenta anche il taglio medio delle singole offerte (+37% tra il 2010 e il 2011).

FIG. 5: Taglio medio emissioni

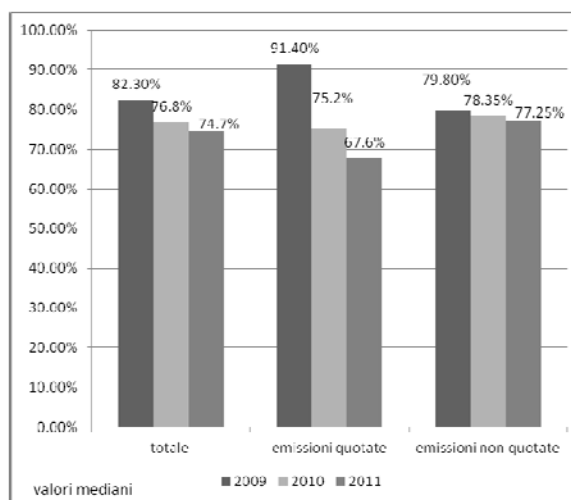


2.3 Si riduce il bid-to-cover ratio

I comportamenti della domanda sembrano tuttavia non seguire la dinamica dell’offerta. Il fenomeno che caratterizza l’attività di emissione durante la crisi è infatti costituito da crescenti

difficoltà di assorbimento da parte del mercato: la riduzione della percentuale collocata è sensibile (dall’82,3% al 74,7% nel triennio) ed è più marcata per le emissioni quotate, per le quali il *bid-to-cover ratio* si riduce dal 91,4% al 67,6%.

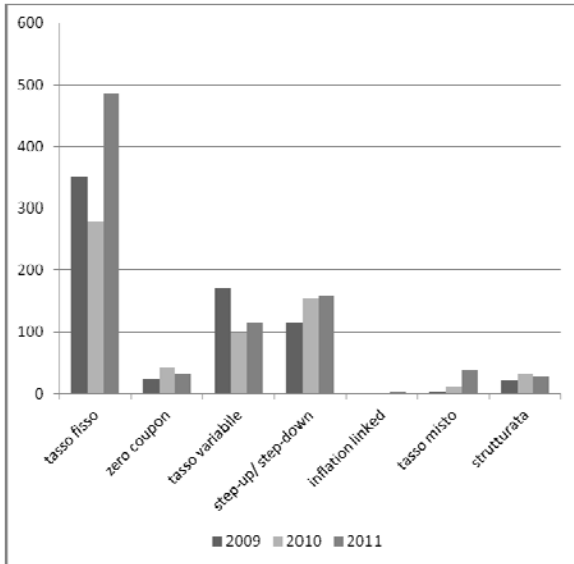
FIG. 6: Bid-to-cover ratio



2.4 La crisi induce una semplificazione delle strutture contrattuali

Se in passato le banche italiane si sono caratterizzate per un deciso utilizzo di strutture contrattuali complesse (D’Agostino e Minenna, 2000; Pampurini 2003), durante la fase in esame prevale la scelta di semplificare la struttura dei titoli, in particolare privilegiando emissioni *plain vanilla*. Tale soluzione sembra suggerita dalle difficoltà di collocamento determinate dal contesto di mercato. La semplificazione delle strutture, che potrebbe in parte essere una risposta alla “diffidenza” degli investitori, ha tuttavia l’effetto di aumentare la trasparenza, rendendo più evidenti i confronti in termini di rischio- rendimento degli strumenti.

FIG. 7: Struttura contrattuale



2.5 Il pricing appare più allineato al mutato contesto di rischio ma permangono differenze significative tra emissioni quotate e non quotate

Le condizioni strutturali di maggiore rischiosità dei mercati hanno come conseguenza un aumento dei costi di raccolta.

Con riguardo alle sole emissioni a tasso fisso, il livello dei tassi offerti è stato confrontato con il corrispettivo tasso swap di pari scadenza, considerando il differenziale come misura del premio al rischio proposto al mercato.

L'incremento dello spread è costante, soprattutto in corrispondenza delle emissioni del 2011, che incorporano il peggioramento del rischio Italia e risentono dei crescenti problemi di *funding* incontrati sul mercato interbancario.⁹

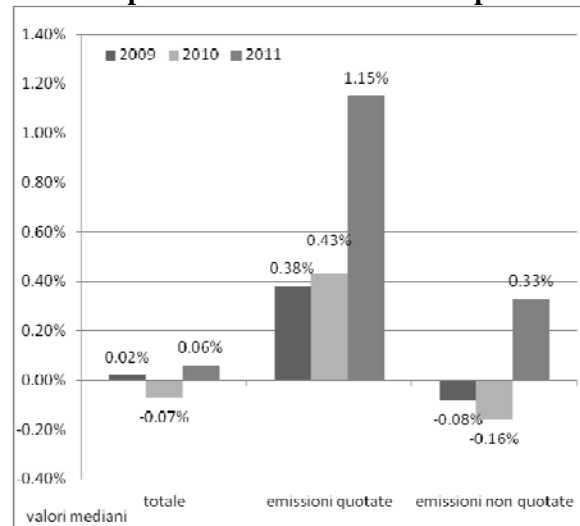
Aumenti strutturali del rischio emittente, largamente ascrivibili all'influenza del rischio sovrano, si ricavano anche dalla maggiore

variabilità delle condizioni offerte all'interno del campione. In questo contesto, peraltro, le emissioni non quotate risentono meno degli incrementi di rischio percepito. Alcuni tra i maggiori emittenti (UBI e Banco Popolare) hanno perciò potuto contenere i costi della raccolta obbligazionaria utilizzando sistematicamente emissioni non quotate.

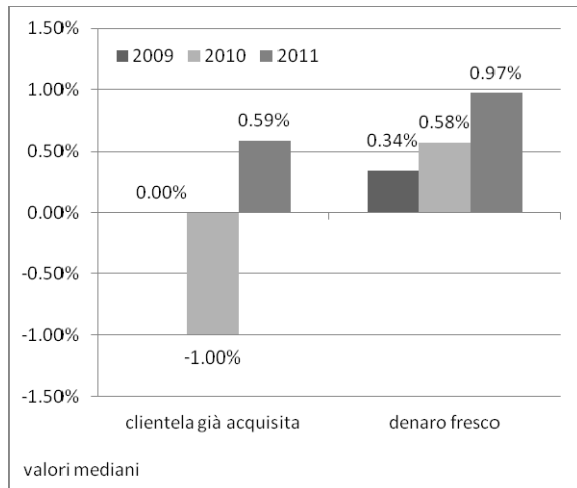
2.6 I tassi sulle emissioni riservate sono più elevati e riflettono l'esigenza delle banche di ampliare la base di clientela

Il gruppo degli emittenti quotati si distingue anche per un crescente ricorso ad emissioni riservate, indirizzate cioè all'acquisizione di nuova clientela. In questo caso la leva del prezzo diventa rilevante e lo *spread* proposto appare crescente e sistematicamente più elevato rispetto a quello offerto alla clientela in fase di rinnovo di emissioni in scadenza.

FIG. 8: Spread tasso fisso - tasso swap

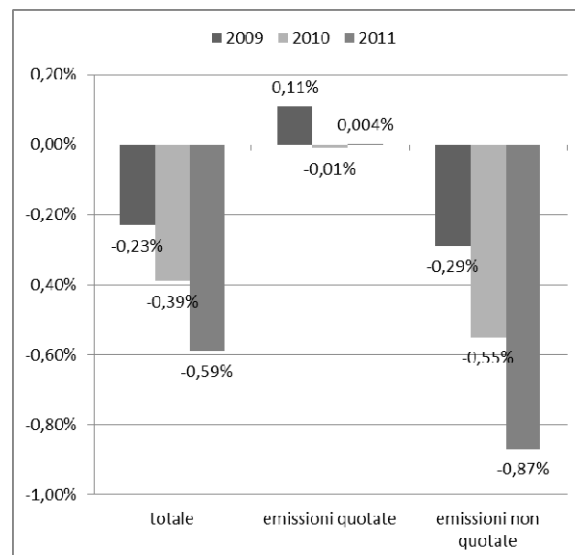


⁹ Risultati analoghi emergono dall'analisi offerta in European Central Bank (2011): gli investitori europei hanno richiesto nel 2011 *spreads* più elevati rispetto al 2009; in forte crescita sono risultate inoltre le differenze in relazione al paese di appartenenza della banca emittente.

FIG. 9: Spread per tipologia di target di sottoscrittore


In generale, tuttavia, il *pricing* non incorpora il maggior rischio emittente determinato dagli incrementi dei rischi sovrani. Come indicato dalla FIG. 10, lo *spread* tra i rendimenti effettivi lordi a scadenza e i corrispettivi titoli di Stato proposti come *benchmark* nei prospetti informativi è negativo in misura crescente nel triennio. Tale divario riguarda prevalentemente le emissioni non quotate; le emissioni quotate presentano invece un valore mediano dello *spread* vicino a zero, che indica rendimenti al più allineati e mai superiori al rispettivo *benchmark*.

Senza dubbio in un contesto di forti pressioni sui titoli di Stato italiani, in cui i prezzi non rispecchiano compiutamente i fondamentali, il debito sovrano non appare pienamente rappresentativo di un *benchmark risk free* e tende a perdere significato ai fini della fissazione dei prezzi delle emissioni private domestiche. D'altro canto i comportamenti recenti del mercato dei titoli hanno confermato la tendenza ad allineare tempestivamente i profili di rischio degli emittenti domestici a quello dei rispettivi debitori sovrani.

FIG. 10: Spread rispetto al titolo di stato benchmark


3. Le determinanti dei collocamenti

Il quadro offerto fotografa la dialettica tra domanda e offerta di titoli bancari nell'ultimo triennio.

L'andamento dei volumi dei collocamenti è apparso evidentemente inferiore agli obiettivi degli emittenti nonostante un aumento del costo del *funding*.

Questa divaricazione non ha condizionato in modo significativo le condizioni di prezzo dell'offerta, perché prevalentemente indirizzata a mercati *captive*. Le reazioni degli investitori ad incoerenze nella relazione prezzo-rischio si sono manifestate pertanto sotto forma di razionamento sulle quantità.

I dati relativi al grado di assorbimento delle emissioni (*bid-to-cover ratio*) segnalano d'altra parte difetti di percezione degli emittenti circa l'impatto esercitato dalla crisi sulle decisioni di investimento e sull'atteggiamento dei risparmiatori nei confronti dell'investimento in obbligazioni bancarie.

L'analisi econometrica consente di chiarire quanto i comportamenti del mercato siano motivati da una non corretta formulazione delle condizioni economiche dei prestiti o piuttosto da una diminuita fiducia nei confronti degli emittenti bancari.

Le determinanti del grado di assorbimento possono essere analizzate secondo un modello *panel data* a effetti fissi (per emittente). Il modello mette in relazione il *bid-to-cover ratio* con una serie di variabili esplicative illustrate nel

quadro sinottico seguente (TAB. 4), che ne offre una descrizione e indica il segno atteso della relazione.

I risultati del test di stima (riportati in TAB. 3) confermano le evidenze dell'analisi descrittiva. Lo scenario di crisi influenza in modo generalizzato i comportamenti degli investitori (la variabile "periodo di crisi" mostra il segno atteso negativo ed è fortemente significativa).

TAB. 3: Variabili esplicative del tasso di collocamento

VARIABILE	DESCRIZIONE	SEGNO ATTESO	SIGNIFICATO
Rendimento effettivo lordo a scadenza	Misura di redditività complessiva dell'emissione (da prospetto informativo)	+	Ci si aspetta un aumento del bid-to-cover ratio (BTC) all'aumentare del rendimento offerto
Spread su parametro finanziario	Misura di convenienza relativa rispetto ad un benchmark; per i titoli a tasso fisso è calcolato come differenza sul mid-swap di pari scadenza; per i titoli a tasso variabile come mark up dichiarato sul tasso base; per le strutture complesse come differenza tra rendimento effettivo a scadenza e mid-swap di pari scadenza	+	Anche in questo caso la relazione attesa è positiva: ci si attende un incremento del BTC all'aumentare dei differenziali di remunerazione.
Spread su titolo di Stato benchmark	Misura di convenienza relativa rispetto al benchmark (titolo di Stato) proposto nel prospetto informativo dell'emissione	-	La relazione attesa è indicata negativa poiché i rendimenti effettivi a scadenza delle emissioni sono sistematicamente inferiori ai rendimenti effettivi lordi del benchmark; in questi casi quindi a riduzioni dello spread partendo da valori negativi dello stesso si accompagnerebbe un aumento della BTC
Rating della banca	Misura di rischio della capogruppo espressa dal tasso di default associato alla classe di rating; è utilizzato il Long Term Issuer Rating (domestic) di Standard & Poor's (Standard & Poor's Rating Definitions, June, 5, 2007) quantificato dal tasso di default associato alla classe (*)	-	Ci si attende una relazione inversa tra BTC e livello di rischio
Volumi offerti	Dimensione dell'offerta (in scala logaritmica) indicatore dell'impegno di collocamento	-	Il segno della relazione è atteso negativo al crescere dell'impegno di collocamento

Nella prospettiva degli emittenti la scelta di privilegiare strutture contrattuali più semplici non sembra essersi tradotta in un miglioramento della capacità di *placement*; la variabile “struttura contrattuale”, *proxy* della semplicità degli schemi contrattuali proposti, è correlata negativamente e in termini significativi con i valori espressivi del grado di collocamento. Segnala che una semplificazione della struttura contrattuale, in sé desiderabile per ovvi motivi di trasparenza, e la conseguente maggiore capacità di comprensione degli investitori potrebbero penalizzare l'emittente, enfatizzando eventuali svantaggi delle condizioni di rendimento dell'emissione.

Le analisi realizzate sul precedente periodo di crisi che mostravano una scarsa sensibilità degli investitori ai profili di redditività e di liquidità dei titoli sono confermate anche in questa seconda fase di turbolenza.

Il grado di assorbimento delle emissioni è correlato secondo il segno atteso con le variabili espressive della redditività delle emissioni (rendimento e *spread*), che tuttavia non mostrano valori statisticamente significativi. I fattori di rendimento non appaiono quindi una determinante delle decisioni degli investitori: tale considerazione non è necessariamente motivata da una ridotta sensibilità alle condizioni di convenienza economica del titolo. Potrebbe piuttosto riflettere l'attenzione verso altri fattori, reputati prioritari, quali i profili di rischio dell'investimento.

Se il rischio di liquidità resta un elemento non correttamente apprezzato dal mercato *retail*, la nuova fase di crisi sembra aver reso gli investitori maggiormente consapevoli dell'importanza del rischio emittente nelle decisioni di investimento; la stima mostra correlazioni negative e attese tra rischio

emittente, espresso dal *rating*, e la capacità di collocamento.

TAB. 4: Determinanti del bid-to-cover ratio

Spread su parametro finanziario	0,506 (1.70)
Spread su Titolo di Stato benchmark	-1.30 (0.99)
Rendimento effettivo lordo	1.509 (1.00)
Rating banca	-0.036*** (.014)
Crisis dummy	-0.060*** (.022)
Volumi offerti (log)	-0.006 (.011)
Struttura contrattuale	-.0147*** (0.03)
Quotazione del titolo	-0.041 (0.13)
Quotazione della banca	-0.457*** (0.15)
Costante	1.478*** (0.24)
N. osservazioni	1959
Pseudo R2	11,71%

Note: errori standard in parentesi; *** p<0.01, **p<0.05, *p<0.1

I risultati riportati sono le stime di una regressione Tobit a effetti fissi per banca emittente; la scelta della Tobit è dipesa dall'intervallo di variazione della variabile dipendente, che assume valori minimi pari a zero e massimi pari a 1.

Nel confronto con la precedente fase di instabilità (2007-2009), gli effetti dell'attuale crisi sono stati certamente amplificati dai media, ma hanno influenzato in modo diretto il settore bancario, a causa della forte dipendenza del rischio emittente dagli incrementi di rischio sperimentati dai debitori sovrani dell'area europea. Questi nessi appaiono più marcati nel caso delle banche quotate, il cui rischio

percepito è enfatizzato dalla visibilità offerta dalla quotazione azionaria.

L'analisi condotta avvalorata quindi la tesi che la bassa attrattiva dei titoli bancari sia determinata dalla percezione di una minore affidabilità delle banche, in un contesto di crisi che ha elevato il rischio sistematico e rende più complesso discriminare gli operatori del settore sotto il profilo del rischio idiosincratice.

Bibliografia

Banca d'Italia, 2011, 'Relazione Annuale 2010', Roma, 31 maggio.

Banca d'Italia, 2012, "Bollettino Economico" n. 67, Gennaio.

Committee on the Global Financial System, "The Impact of Sovereign Credit Risk on Bank Funding Conditions", n. 43, 2011.

D'Agostino G. e Minenna M., 2000, "Il mercato primario delle obbligazioni bancarie strutturate. Alcune considerazioni sui profili di correttezza del comportamento degli intermediari", Consob, Studi e Ricerche n. 39.

European Central Bank., 2011, "Euro Area Markets for Banks Long-Term Debt Financing Instruments: Recent Developments, State of Integration and Implications for Monetary Policy Transmission", Monthly Bulletin, November

Grasso, R., Linciano, N., Pierantoni, L. e Siciliano, G. (2010), "Le obbligazioni emesse dalle banche italiane", Consob, Studi e Ricerche n. 67.

Pampurini F, 2003, "Il mercato italiano delle obbligazioni strutturate. Le principali innovazioni dal lato dell'offerta", Banche e Banchieri n.4.

5. CRISI FINANZIARIA E POLITICHE CREDITIZIE DELLE BANCHE IN ITALIA: UN AGGIORNAMENTO*

1. Premesse e obiettivi del lavoro

Questo lavoro si propone di aggiornare al giugno 2011 una precedente indagine (Di Battista e Nieri 2011) che analizzava le differenze di comportamento nell'offerta di credito da parte delle banche italiane nel corso della crisi finanziaria, il triennio 2007-2009.

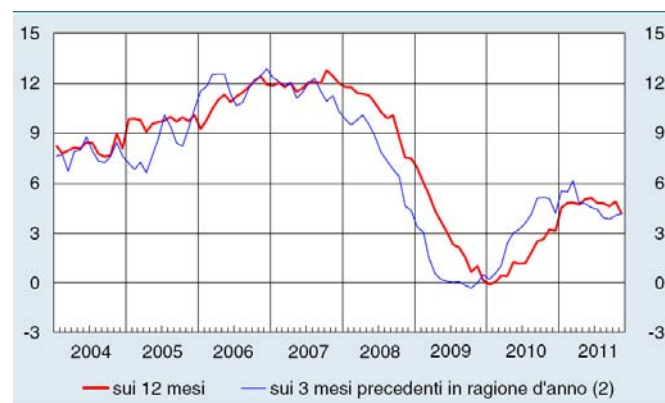
Nel corso di questo periodo si era passati da una crisi eminentemente finanziaria ad una crisi dell'economia reale, che aveva determinato un generalizzato inasprimento dei criteri di concessione del credito a imprese e famiglie e un brusco rallentamento nell'offerta di credito portando il tasso di crescita dei prestiti ad azzerarsi negli ultimi mesi del 2009.

Il periodo successivo è contrassegnato da una ripresa economica contenuta e molto incerta, accompagnata da una graduale ripresa del tasso di crescita dei prestiti bancari all'economia. Più in particolare, come emerge dalle statistiche aggregate (GRAF. 1), a partire da gennaio 2010 e sino al primo semestre del 2011 il tasso di crescita annua dei prestiti è tornato ad essere positivo e moderatamente crescente, attestandosi intorno al 3% a fine 2010 e intorno al 5% a giugno 2011.

L'indagine relativa al triennio 2007-2009 aveva messo in evidenza marcate differenze nei comportamenti di offerta del credito delle banche italiane. In parte, tali differenze erano dovute alla polarizzazione dimensionale del sistema bancario tra i maggiori gruppi bancari e gli altri intermediari, laddove per i primi si registrava il più marcato rallentamento dell'offerta di credito.

* A cura di Maria Luisa Di Battista e Laura Nieri. Simone Rossi ha contribuito all'elaborazione dei dati.

GRAF. 1 – Prestiti bancari al settore privato non finanziario (dati mensili; variazioni percentuali⁽¹⁾)



Fonte: Banca d'Italia, Bollettino Economico n° 67 2012.

(1) Le variazioni percentuali sono calcolate al netto di riclassificazioni, variazioni del cambio, aggiustamenti di valore e altre variazioni non derivanti da transazioni. I prestiti includono anche una stima di quelli non rilevati nei bilanci bancari in quanto cartolarizzati.

(2) I dati sono depurati dalla componente stagionale.

In parte, esse erano riconducibili a diversità nelle politiche creditizie dei singoli intermediari e nelle condizioni operative in cui essi si trovavano all'inizio della crisi. Infatti le banche più dinamiche nell'offerta di credito si caratterizzavano per minori vincoli patrimoniali, maggiore disponibilità di raccolta da clientela ordinaria, tradizionale orientamento verso un modello di intermediazione esclusivamente creditizia e in particolare una maggiore focalizzazione sul segmento delle famiglie.

L'indagine faceva altresì emergere che le banche più dinamiche avevano migliorato il loro profilo reddituale rispetto alle altre, seppur in un contesto di generalizzata riduzione del ROE; peraltro, la più sostenuta crescita dei prestiti aveva comportato un contenuto peggioramento del loro livello di patrimonializzazione. La migliore situazione patrimoniale di partenza dei gruppi più dinamici aveva infatti consentito di sostenere,



almeno in quella fase, l'espansione del portafoglio crediti senza intaccarne significativamente la solidità e determinando un peggioramento della qualità del portafoglio prestiti (misurata dal rapporto attività deteriorate/crediti) in linea con quello delle altre banche.

Il lavoro si concludeva con una nota di cautela che ricordava, sulla base dei passati episodi di recessione, che il peggioramento della qualità del portafoglio crediti presenta un apprezzabile *lag* temporale rispetto all'andamento del ciclo economico. Si evidenziava pertanto la possibilità che, nei casi in cui l'aumento dell'offerta di credito non fosse stato accompagnato da un'effettiva capacità di selezionare efficacemente i prenditori e di gestire attentamente il rischio di credito, in futuro sarebbero potute emergere perdite più consistenti.

Il presente lavoro si propone un duplice obiettivo:

1. confrontare le politiche del credito attuate dalle banche italiane nel periodo dicembre 2010-30 giugno 2011 (Periodo 2) rispetto ai 18 mesi precedenti (Periodo 1). Come si è detto, il Periodo 2 si contraddistingue per una contenuta e incerta ripresa dell'economia reale e una graduale ripresa del tasso di crescita dei prestiti bancari, mentre il Periodo 1 per un marcato rallentamento dell'economia e del credito;
2. verificare le relazioni tra crescita dei prestiti e rischio e redditività delle banche nel periodo dicembre 2007-dicembre 2010, cioè in una fase economica complessivamente negativa.

Le elaborazioni si basano sui dati di bilancio e di relazione semestrale, tratti dal data-base Bilanci Fast di ABI.

2. Le politiche creditizie nel periodo giugno 2008 -giugno 2011

2.1 Il campione

Questa parte del lavoro è stata condotta su un campione di intermediari largamente coincidente con quello utilizzato nell'indagine precedente e rappresentativo dell'84% del sistema bancario italiano.

Il campione comprende 40 intermediari bancari italiani che svolgono prevalentemente attività di intermediazione creditizia nei confronti sia del segmento *retail* sia di quello *corporate*. Il campione è composto da:

- i principali 29 gruppi bancari in termini di dimensione;
- 11 banche indipendenti, cioè non appartenenti a gruppi bancari, diverse da BCC (TAB. 1).

TAB. 1 - Composizione del campione

N° intermediari bancari	40
di cui:	
Gruppi bancari	29
Banche indipendenti	11
Totale Attivo del campione (in migliaia di euro) a Giugno 2011	2.721.625.753
- in % del totale delle Istituzioni Finanziarie Monetarie*	84%
Totale attivo delle banche del campione (in migliaia di euro)	
- valore massimo	918.771.928
- valore minimo	1.429.359

*come da definizione del Bollettino Statistico Banca d'Italia.

La scelta di analizzare i gruppi creditizi anziché le singole banche che ne fanno parte deriva da motivi legati alla *governance* degli intermediari bancari e cioè dalla constatazione che nella maggior parte dei casi i gruppi bancari sono caratterizzati da unitarietà e forte coordinamento

delle scelte gestionali. Le politiche creditizie seguite dalle singole istituzioni e i risultati da queste conseguiti sono quindi determinati dalle direttive e dagli obiettivi complessivi del gruppo e devono pertanto essere valutati a questo livello. Inoltre, spesso all'interno dei gruppi sono presenti società che svolgono attività strumentali o specializzate che nel caso delle banche indipendenti vengono svolte dalla banca stessa: scegliere di considerare individualmente le singole banche componenti i gruppi avrebbe pertanto condotto a una visione parziale delle loro *performance* e delle loro caratteristiche operative e strutturali.

Nel campione sono presenti anche gruppi che nel periodo analizzato hanno attuato processi di crescita sia interna che esterna (e cioè tramite acquisizioni di altre banche e/o reti di sportelli). Tale scelta è motivata dall'obiettivo di esaminare il grado di dinamismo dei singoli operatori nel tempo.

Nel campione non sono presenti gli intermediari caratterizzati da una forte specializzazione operativa in segmenti quali quello del credito al consumo ovvero in quello di erogazione di credito a medio-lungo termine.

L'analisi non comprende, per mancanza di dati, l'evoluzione successiva agli eventi dell'estate 2011 e alla crisi del debito sovrano italiano, caratterizzata da una situazione di incertezza, di crisi finanziaria e di ritorno alla recessione. D'altra parte, la fotografia della situazione al 30 giugno 2011 ci permette di valutare le condizioni gestionali delle banche così come si presentavano "all'entrata" nella nuova fase di crisi.

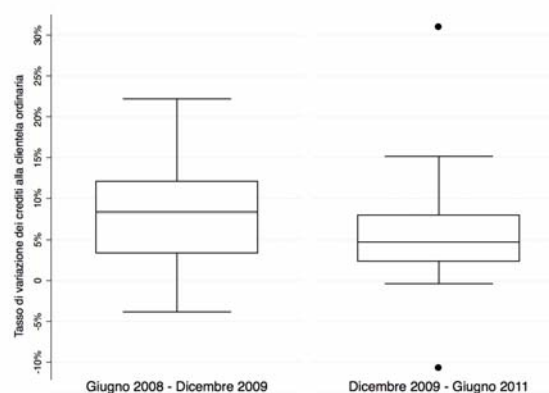
2.2 Le politiche creditizie

Abbiamo inizialmente verificato se, rispetto ai precedenti 18 mesi (Periodo1), le differenze tra banche in termini di crescita dei prestiti e politiche

creditizie negli ultimi 18 mesi (Periodo 2) permangono, ovvero si ampliano o si riducono.

I dati del nostro campione indicano che il totale dei crediti è cresciuto ad un tasso medio annuo dell' 1,5% nel Periodo 1 e del 2,4% nel Periodo 2. Rispetto a tali dati che indicano il comportamento dell'intero campione, e in quanto tali rappresentano tassi di crescita ponderati (per la dimensione del portafoglio crediti), i singoli intermediari hanno evidenziato tassi annui di crescita (non ponderati) molto differenziati. Nel Periodo 2, tuttavia, le banche del campione presentano andamenti più omogenei rispetto a quanto rilevato nel periodo precedente.

GRAF. 2 – Tasso di variazione annua di crediti alla clientela ordinaria (dati percentuali; giugno 2008-dicembre 2009 e dicembre 2009-giugno 2011)



Legenda: I due diagrammi o *boxplot* riassumono le informazioni relative alla distribuzione dei valori. La scatola è delimitata dalla linea inferiore che rappresenta il venticinquesimo percentile e dalla linea superiore che rappresenta il settantacinquesimo percentile. La linea orizzontale interna alla scatola rappresenta la mediana. Le linee orizzontali superiori e inferiori esterne alla scatola delimitano le osservazioni più estreme non considerabili tuttavia come *outliers*; questi ultimi sono invece identificati da singoli punti nella figura. Nel periodo Dicembre 2009-giugno 2011 si osservano due *outliers*; si tratta di una banca in difficoltà conclamata (punto in basso) e di una banca che si distingue per una intensa crescita esterna (punto in alto).

Nel Grafico 2 si osserva infatti che nel Periodo 1 l'altezza del box – che è una misura di dispersione della distribuzione – è più elevata a testimonianza della più elevata disomogeneità di comportamento delle banche.

In media nel Periodo 2 il tasso annuo di crescita del totale crediti a clientela ordinaria è pari al 5,7% (mediana pari a 4,7%), il valore massimo è pari al 31%¹ e il valore minimo è risultato pari al -10,7%.

Le banche più dinamiche (e cioè quelle con tassi di crescita dei crediti superiori alla media) nel Periodo 2 hanno caratteristiche del tutto simili a quelle delle banche che risultavano più dinamiche nel Periodo 1 (cfr Di Battista e Nieri 2011). Anche se si osserva un'elevata variabilità all'interno sia della classe delle banche più dinamiche sia in quella delle altre banche, le prime presentano mediamente le seguenti caratteristiche (TAB. 2²):

- dimensioni – approssimate dal totale attivo – mediamente più contenute;
- maggiore dotazione di patrimonio *core tier1*;
- maggiore incidenza della raccolta da clientela ordinaria e istituzionale (al netto cioè di quella interbancaria);
- analoga rilevanza dell'attività di erogazione del credito (misurata dall'incidenza del portafoglio crediti sul totale attivo);
- analogo livello medio dei tassi attivi (approssimati dal rapporto tra interessi attivi da crediti a clientela ordinaria a dicembre 2010 rapportati alla semisomma del totale dei crediti a clientela ordinaria a fine dicembre 2009 e a fine dicembre 2010).

¹ Come già ricordato si tratta di un gruppo bancario che nel corso del 2010 ha espanso la propria attività attraverso l'acquisizione di un altro operatore bancario.

² I dati, se non diversamente specificato, si riferiscono a fine dicembre 2010. Le differenze tra le medie delle due classi non risultano statisticamente significative, dal momento che il campione è molto piccolo. Vanno pertanto interpretate con cautela.

Per contro, le banche più dinamiche nel Periodo 2 presentano una migliore qualità del portafoglio crediti, approssimata dall'incidenza delle attività deteriorate sul portafoglio crediti, e ciò diversamente da quanto risultava nel Periodo 1, quando tale indicatore assumeva valori pressoché uguali per tutte le banche del campione.

In seguito abbiamo verificato se tra il Periodo 1 e 2 vi sono state migrazioni dal gruppo di banche più dinamiche al gruppo di quelle meno dinamiche e viceversa.

Nel Grafico 3 per ciascuna banca sono stati posti a confronto i tassi di crescita dei crediti nel Periodo 1 e 2 e sono stati individuati 4 quadranti. Nel quadrante 1.1, in alto a destra, sono localizzate le banche che in entrambi i periodi presentano tassi di crescita dei crediti superiori alla media (semplice) del campione; nel quadrante 2.2, in basso a sinistra, vi sono invece quelle banche i cui crediti sono cresciuti in entrambi i periodi meno della media. Negli altri due quadranti si trovano in alto a sinistra (quadrante 2.1) le banche che, seppure meno dinamiche nel Periodo 1, nel corso del 2010 e nel primo semestre del 2011 hanno accresciuto il loro portafoglio crediti più della media; in quello in basso a destra (quadrante 1.2) le banche che invece crescevano a ritmi più sostenuti nel Periodo 1 e che nel Periodo 2 hanno rallentato la crescita.

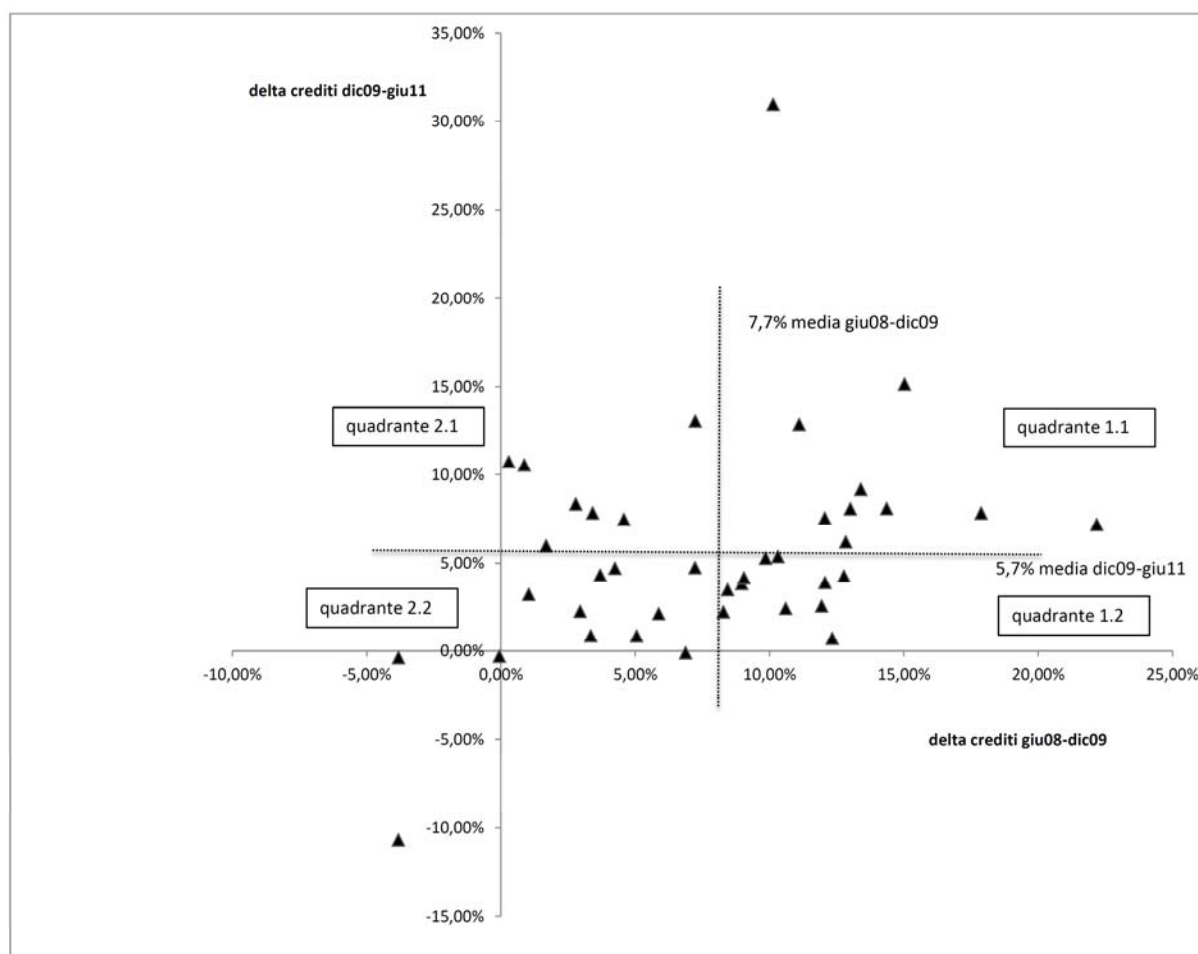
La Tabella 3 illustra la composizione e il peso di questi 4 gruppi ed evidenzia che gli operatori che negli ultimi 3 anni si sono distinti per avere maggiormente accresciuto il loro portafoglio crediti rappresentano meno del 10% dei crediti erogati del campione e che, per contro, circa tre quarti del credito erogato è offerto da banche caratterizzate da un contenuto dinamismo.

TAB. 2 – Caratteristiche operative e strutturali delle banche suddivise per velocità dei tassi di variazione dei crediti alla clientela (dicembre 2010)*

Classe	Tot. Attivo (migliaia di euro)	Core Tier1	Raccolta/ Tot. Attivo	Crediti/Tot. Attivo	Interessi attivi su crediti/ Crediti	Att. Deteriorate/ Tot Crediti
1	22.143.901	10,19%	73,6%	75%	3,38%	5,85%
2	118.677.851	8,52%	70,8%	74%	3,52%	6,95%
Totale	67997528	9,40%	72,3%	74%	3,45%	6,37%

* Si è scelto di considerare i dati a dicembre 2010 per avere un'indicazione più rappresentativa dell'intero periodo dicembre 2009 – giugno 2011.

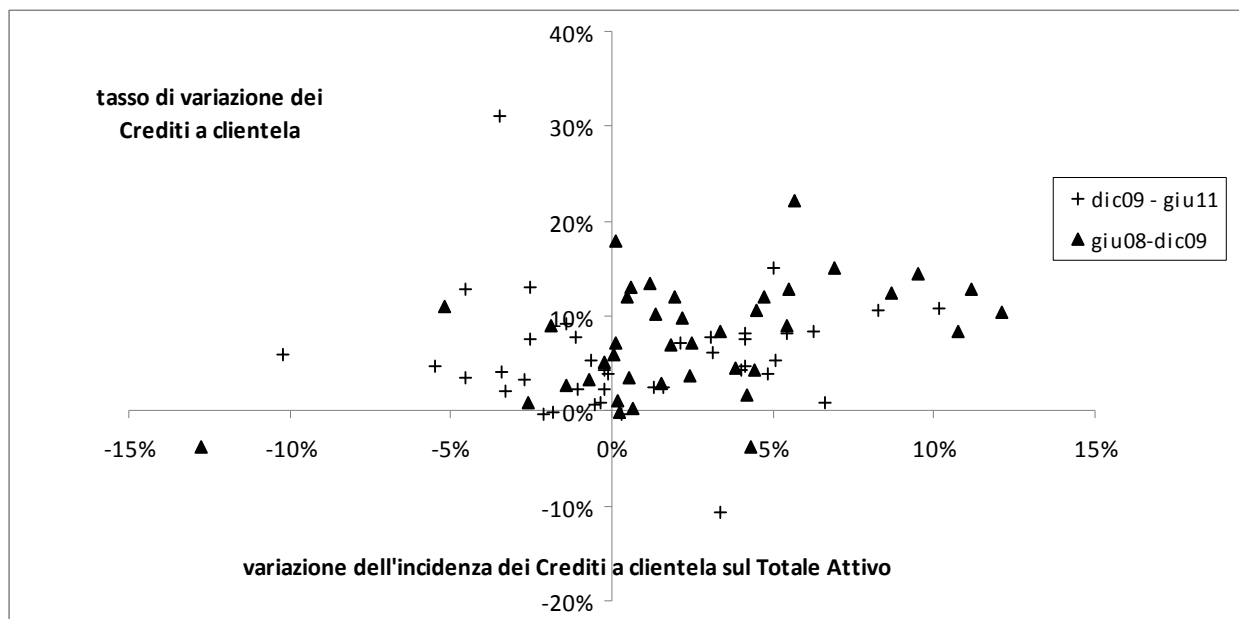
GRAF. 3 – Variazione annua dei crediti alla clientela ordinaria nel periodo giugno 2008-dicembre 2008 vs. il periodo dicembre 2009-giugno 2001



TAB. 3 – Caratteristiche delle 4 classi individuate nel grafico 3

Classe	N° banche	Variazione. annua crediti giu08-dic09	Variazione. annua crediti dic09-giu11	% del totale crediti del campione a giugno 2011
1.1	10	14,2%	11,3%	8,6%
1.2	11	10,4%	3,5%	10,5%
2.1	7	3,0%	9,1%	9,6%
2.2	12	2,7%	1,0%	71,1%
Totale	40	7,7%	5,7%	100%

GRAF. 4 – Variazione annua dei crediti alla clientela ordinaria e variazione dell’incidenza dei Crediti a clientela su Totale attivo (dati percentuali; dicembre 2009-giugno 2011)



Ci si è infine proposti di verificare se la crescita del portafoglio prestiti delle banche sia stata superiore a quella del totale attivo per comprendere se, in una situazione di difficile reperimento di fondi e quindi di vincoli all’espansione dei volumi operativi, esse hanno comunque privilegiato l’erogazione del credito rispetto ad altri investimenti, quali quelli in strumenti finanziari.

Dal Grafico 4 emerge che per talune banche (quelle nella metà di destra) la crescita dei prestiti

si è accompagnata ad un aumento del grado di intermediazione creditizia della banca (misurato dall’incidenza dei crediti sul totale delle attività). Per le altre banche (quelle della metà di sinistra) la crescita dei crediti è invece avvenuta a un tasso inferiore a quello del totale delle attività, il che significa che per queste banche altre componenti dell’attivo sono cresciute di più del portafoglio crediti. Se nel Periodo 1 solo un numero limitato di banche presentava un tasso di crescita dei crediti positivo a fronte di una riduzione del peso

dei crediti sul totale attivo, nel Periodo 2 questo numero aumenta indicando che numerose banche hanno indirizzato la loro crescita maggiormente verso investimenti diversi dai crediti.

In conclusione, da questa prima parte dell'analisi emerge che le 10 banche del campione, che nel corso degli ultimi 3 anni mostrano tassi di crescita dei prestiti più elevati, hanno un peso nel sistema molto esiguo 6-7% (8,6% x 84%). Per contro vi sono 12 banche che mostrano tassi di crescita molto contenuti, il cui peso nel sistema è molto rilevante, intorno al 55% (70% x 84%). L'andamento differenziato dei prestiti tra banche è in parte determinato da condizionamenti operativi, quali minore dotazione di patrimonio e minore incidenza della raccolta da clientela ordinaria e istituzionale (al netto cioè di quella interbancaria), e in parte da scelte gestionali volte ad indirizzare la crescita verso attività diverse dai prestiti.

3. Espansione del credito e rischiosità e redditività

In questa seconda parte del lavoro vengono verificate le relazioni tra crescita dei prestiti e rischiosità e redditività delle banche nel periodo dicembre 2007-dicembre 2010.

Il *data-set* sul quale tale verifica viene condotta è questa volta costituito da tutte le banche italiane, ad esclusione delle BCC e delle banche specializzate in attività non *retail*, per le quali si dispone di dati di bilancio per l'intero periodo considerato. Sono state inoltre eliminate le banche con comportamenti fortemente anomali e cioè quelle che presentano tassi di variazione annua dei crediti superiori al 60% o inferiori a -60%. Ne risulta un campione di 160 banche (pari al 65% del sistema bancario in termini di totale crediti). La scelta di considerare le singole banche, e non più i gruppi bancari cui esse appartengono, è motivata esclusivamente dalla necessità di

ampliare il numero delle osservazioni per poter effettuare le indagini econometriche che di seguito vengono illustrate.

La prima relazione che è stata testata è quella che lega la rischiosità di una banca a fine 2010 all'intensità della crescita dei prestiti a clientela ordinaria nel corso del 2008 e del 2009, ossia negli anni in cui si osserva il più intenso rallentamento nell'offerta di credito bancario. Si vuole in altri termini comprendere se le banche che hanno maggiormente accresciuto il loro portafoglio prestiti hanno successivamente mostrato una maggiore incidenza delle rettifiche su crediti.

Il modello stimato è il seguente:

$$LN_Ret_Cred_{2010,i} = a + b_1 \Delta_Cred_{2007-2009,i} + b_2 Tier1_{2007,i} + b_3 LN_Att_Det_{2007,i} + b_4 LN_Attivo_{2007,i} + b_5 LN_Ret_Cred_{2009,i} + e_i$$

La variabile dipendente è rappresentata dal logaritmo del rapporto Rettifiche su crediti/totale crediti misurato a dicembre 2010 ($LN_Ret_Cred_{2010}$); la principale variabile esplicativa è la crescita annualizzata dei Crediti a clientela ordinaria nel periodo dicembre 2007-dicembre 2009 ($\Delta_Cred_{2007-2009}$). Si è scelto di considerare questo periodo sia perché - come anticipato - si tratta di un biennio particolare in cui a causa delle avverse condizioni economiche il credito bancario ha avuto un forte rallentamento, sia perché l'esperienza dimostra che esiste un *lag* temporale tra la crescita del credito e la manifestazione degli effetti del rischio assunto. Come variabili di controllo sono state inserite le seguenti:

- $Tier1_{2007}$, che approssima il livello iniziale di patrimonializzazione delle banche da cui dipende la possibilità delle stesse di espandere



i propri volumi operativi e/o acquisire nuovi rischi;

- LN_Att_Det₂₀₀₇, ovvero il logaritmo del rapporto tra Attività deteriorate e Totale crediti al 2007, che indica il livello di rischio di credito cui era pervenuta la banca a fine 2007;
- LN_Attivo₂₀₀₇, il logaritmo del Totale Attivo a fine 2007 che approssima la dimensione della banca;
- LN_Ret_Cred₂₀₀₉, ossia le rettifiche effettuate nell'anno precedente a quelle della variabile dipendente. Considerato che l'entità delle rettifiche non dipende esclusivamente dall'espansione dei prestiti, si assume che le rettifiche dell'anno precedente siano una buona *proxy* di altri fattori che determinano il rischio di credito di una banca.

Le stime ottenute (TAB. 4) mostrano che esiste una relazione positiva tra la crescita dei crediti e il grado di deterioramento del portafoglio crediti. L'entità delle rettifiche effettuate a fine 2010 sembra essere altresì influenzata da una più elevata esposizione al rischio di credito della banca misurata dalle rettifiche effettuate nell'anno precedente (statisticamente più significativa) oltre che dall'incidenza delle attività deteriorate a fine 2007. Il livello iniziale di patrimonializzazione delle banche, approssimato dal Tier 1, così come la dimensione non sembrano invece avere un ruolo determinante nello spiegare il deterioramento del portafoglio.

In sintesi e semplificando, il peggioramento della qualità del portafoglio prestiti rilevato a fine 2010 è stato tanto maggiore quanto maggiore è stata la crescita del portafoglio prestiti nel biennio 2007-2009 e quanto maggiore era la rischiosità del portafoglio prestiti negli anni precedenti.

Inoltre, abbiamo verificato l'esistenza di una relazione tra redditività, approssimata dal ROE a

fine dicembre 2010, e il tasso di crescita dei prestiti nel biennio 2008-2009 per comprendere se le banche che hanno maggiormente accresciuto il loro portafoglio prestiti hanno successivamente avuto un ritorno positivo in termini di redditività, ovvero se l'aver concesso credito a soggetti potenzialmente più rischiosi ha eroso il beneficio derivante dalla crescita dei volumi operativi. Dal nostro campione abbiamo escluso altre 4 banche, il cui ROE a fine 2010 risultava superiore a 40% o inferiore a -40%.

TAB. 4 – Rischiosità e crescita dei prestiti: risultati della regressione

Dep_Var:	Ln_RetCred

Delta_Cred_07_09	1.136** (0.446)
Ln_Tier1 ₂₀₀₇	-0.0287 (0.113)
Ln_Att_Det ₂₀₀₇	0.120* (0.0643)
Ln_Attivo ₂₀₀₇	0.0565 (0.0456)
Ln_RetCred_1	0.581*** (0.0862)
Cons	-2.858*** (0.853)

N	160
R-sq	0.392
adj. R-sq	0.372
rmse	0.724

Errori standard robusti per l'eteroschedasticità tra parentesi.

Legenda: * valore significativo al 90%; ** valore significativo al 95%; *** valore significativo al 99%

Il modello stimato è il seguente:

$$ROE_{2010,i} = a + b_1 \Delta_{Cred_{2007-2009,i}} + b_2 \text{Equity/Asset}_{2010,i} + b_3 \text{Rett-cred}_{2010,i} + b_4 \text{Cost_income}_{2010,i} + b_5 \text{Cost_racc}_{2010,i} + b_6 \text{LN_Attivo}_i + e_i$$

Accanto alla variabile che misura la variazione dei prestiti nel biennio, già precedentemente descritta, sono state inserite come variabili di controllo:

- $\text{Equity/Asset}_{2010}$, che indica la leva finanziaria della banca. E' evidente che a parità di risultato di esercizio banche più patrimonializzate mostrano ROE più bassi;
- Rett-cred_{2010} , che indica il peso delle rettifiche su crediti sul totale dei crediti misurato a dicembre 2010, che approssima il grado di rischiosità del portafoglio crediti;
- $\text{Cost_income}_{2010}$, indicativo del livello di efficienza operativa della banca e quindi in linea di principio legato da una relazione inversa al ROE;
- Cost_racc_{2010} , ossia il costo della raccolta calcolato come rapporto tra il totale degli interessi passivi pagati dalla banca e la semi-somma del totale dei fondi raccolti (comprensivi di raccolta interbancaria e di titoli in circolazione) a fine 2009 e fine 2010;
- $\text{Ricavi_Straord}_{2010}$ che indica il peso degli utili straordinari (da cessioni di investimenti) sul margine di intermediazione;
- $\text{Mints_Mintm}_{2010}$, ovvero il rapporto tra margine di interesse e margine di intermediazione che approssima il modello di *business* della banca e la rilevanza dell'intermediazione creditizia nella determinazione del risultato d'esercizio;
- LN_Attivo_{2010} , cioè il logaritmo del Totale Attivo a fine 2010 che approssima la dimensione della banca.

TAB. 5 – Reddittività e crescita dei prestiti: risultati della regressione

Dep_Var:	ROE
D_Cred_07_09	-0.0413 (0.0334)
Equity_Asset ₂₀₁₀	-0.0385 (0.149)
Rett_Cred ₂₀₁₀	-7.139*** (1.461)
Cost_Income ₂₀₁₀	-0.243*** (0.0382)
Costo_Raccolta ₂₀₁₀	-0.403 (0.662)
Ricavi_Straord ₂₀₁₀	0.376*** (0.0936)
Mints_Mintm ₂₀₁₀	-0.145*** (0.0526)
Ln_Activo ₂₀₁₀	-0.00571* (0.00337)
_cons	0.451*** (0.0977)
N	156
R-sq	0.551
adj. R-sq	0.527
rmse	0.0497

Errori standard robusti per l'eteroschedasticità tra parentesi.

Legenda: * valore significativo al 90%; ** valore significativo al 95%; *** valore significativo al 99%

I risultati della regressione indicano che il coefficiente relativo al tasso di crescita dei prestiti nel 2008 e 2009 – sebbene molto piccolo – è negativo, suggerendo che chi ha accresciuto meno i propri prestiti ha conseguito una più elevata

redditività. Tuttavia tale coefficiente non è statisticamente significativo il che significa che non esiste una relazione robusta che lega il ROE alla variazione dei prestiti. Non si può quindi rifiutare l'ipotesi che le banche che hanno concesso maggiori crediti nel periodo 2008-2009 ne abbiano tratto un beneficio o uno svantaggio in termini di redditività.

Coerentemente con le aspettative, la redditività risulta:

- negativamente influenzata dall'incidenza delle rettifiche sui crediti, vale a dire dallo scadimento qualitativo del portafoglio prestiti;
- negativamente dal *cost/income*, ossia il grado di efficienza operativa della banca;
- positivamente dal contributo delle operazioni straordinarie.

Anche il rapporto tra margine di interesse e margine di intermediazione è significativo ma negativo. Ciò denota che le banche che maggiormente dipendono dall'attività creditizia (rispetto a quella in servizi e/o di gestione del proprio portafoglio titoli) ottengono una minore redditività complessiva. Per contro i dati confermano una relazione negativa tra dimensioni e redditività.

Infine, nonostante i coefficienti delle altre variabili abbiano i segni attesi – negativo per la leva finanziaria, e positivo per il costo della raccolta – tali risultati non sono statisticamente significativi e quindi devono essere ritenuti poco influenti ai fini del livello del ROE.

4. Conclusioni

L'indagine effettuata sul campione di banche mostra che nel corso del 2010 e nei primi mesi del 2011 - in presenza di segnali di una seppur contenuta ripresa economica - si è verificata una contenuta ripresa della crescita dei prestiti (2,4%)

rispetto all'1,5% nei diciotto mesi precedenti). Allo stesso tempo le banche del campione hanno mostrato andamenti più omogenei rispetto al periodo precedente, anche se è aumentato il numero di banche per le quali componenti dell'attivo diverse dai prestiti sono cresciute a tassi superiori a questi ultimi.

Più in generale, con riferimento al triennio giugno 2008 - giugno 2011, le banche che hanno mostrato tassi di crescita dei crediti particolarmente sostenuti e superiori alla media rappresentano poco meno del 10% del sistema bancario italiano; per contro, oltre il 70% ha costantemente adottato politiche piuttosto conservative.

Infine si può concludere che le banche che hanno accresciuto di più il loro portafoglio crediti nel biennio 2008-2009 hanno successivamente subito un maggiore deterioramento della qualità del portafoglio prestiti senza peraltro conseguire un beneficio in termini di redditività.

Tali risultati possono essere stati determinati da due comportamenti contrapposti e coesistenti. Il primo presuppone che le banche più dinamiche abbiano operato secondo il postulato del *relationship-banking*, sostenendo la propria clientela anche in tempi di forte rallentamento dell'economia e del credito, attraverso l'erogazione di credito anche in presenza di un rischio crescente e senza praticare un *pricing* rigorosamente corretto per il rischio. Il secondo tipo di comportamento presuppone invece che le banche – di fronte a politiche restrittive da parte di numerose concorrenti - hanno cercato di espandere maggiormente il loro portafoglio prestiti e di acquisire nuove quote di mercato praticando politiche di prezzo aggressive che non hanno consentito un aumento della redditività. I dati a disposizione non consentono di affermare quali e quante banche abbiano adottato comportamenti del primo ovvero del secondo tipo.