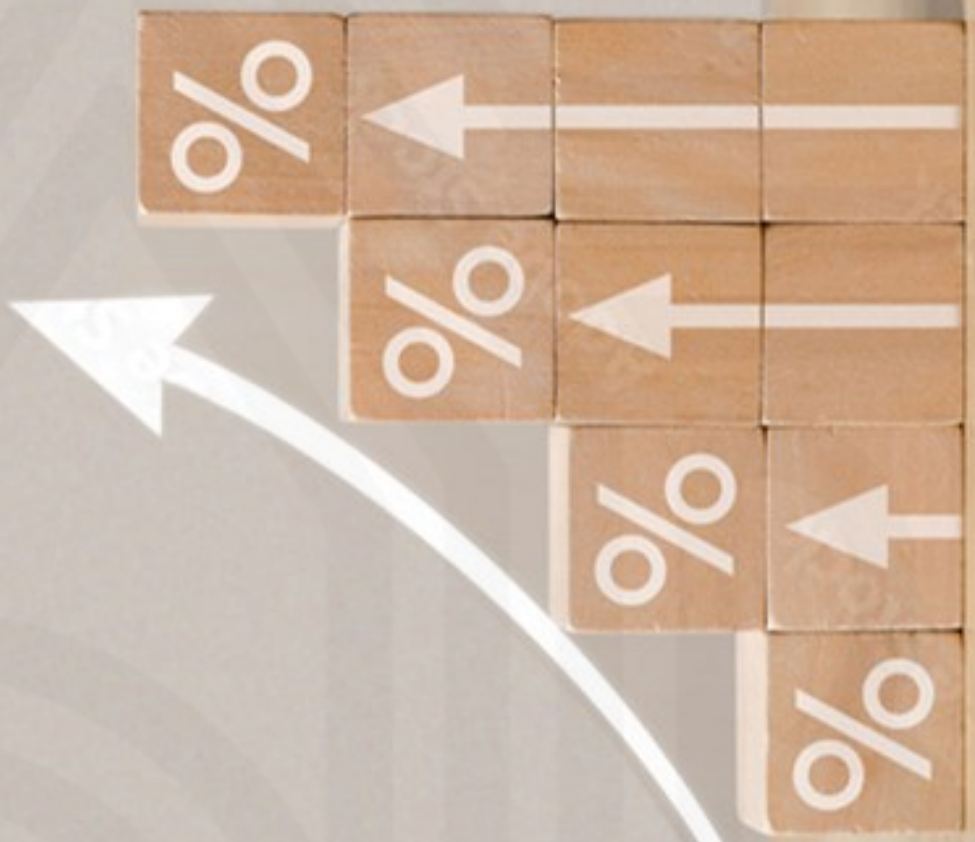
Associazione per lo Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa

Università Cattolica del Sacro Cuore

OSSERVATORIO MONETARIO 3-2023



Inflazione, politica monetaria e settore bancario

Codice ISSN: 1592-5684

Inflazione, politica monetaria e settore bancario

dicembre 2023

Autori del presente rapporto sono: Angelo Baglioni (Coordinatore), Mario Anolli, Domenico Delli Gatti, Fedele De Novellis, Rony Hamaui e Marco Lossani.

Associazione per Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa

Università Cattolica del Sacro Cuore

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

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

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

INDICE

INTRODUZIONE pag. 1

1. IL RITORNO DELL'INFLAZIONE IN EUROPA – Fedele De Novellis pag.3
1. Un nuovo episodio inflazionistico, ma non sono gli anni Settanta 4
2. Dietro l'accelerazione dei prezzi 7
3. Differenze Usa area euro 17
4. Prospettive 21

2. LE TENDENZE DI LUNGO PERIODO DEI TASSI DI INTERESSE REALI – Domenico Delli Gatti 22
1. Introduzione 22
2. Tasso d'interesse corrente e tasso d'interesse naturale: uno schema Wickselliano 24
3. L'interest rate gap nella regola di Taylor 28
4. L'interest rate gap nel modello NK-DSGE 29
5. Stagnazione secolare e tasso naturale 30
6. Fattori che tendono ad accrescere il risparmio 32
7. Fattori che tendono a ridurre l'investimento 33
8. La corsa alla sicurezza e alla liquidità 33
9. Esiste un tasso di interesse naturale mondiale? E se sì, come si evolve? 34
10. Conclusioni 35

3. ECCESSO DI LIQUIDITA' E PORTAFOGLIO-TITOLI DELLE BANCHE CENTRALI: QUALE ASSETTO DOPO LE POLITICHE MONETARIE QUANTITATIVE? – Angelo Baglioni 36
1. Tre schemi di gestione della politica monetaria 37
2. La normalizzazione della politica monetaria statunitense 38
3. L'assetto di lungo periodo annunciato dalla Bank of England 42
4. Bce: quale new normal? 45
5. Conclusioni 50

4. MARGINE DI INTERESSE E REMUNERAZIONE DEI DEPOSITI, UN APPROFONDIMENTO – Mario Anolli 52
1. Introduzione 52
2. Il tasso sui depositi, il punto di vista generale 53
3. Il tasso sui depositi, il punto di vista aziendale 60
4. Conclusioni 68

5. QUO VADIS CINA? – Rony Hamaui e Marco Lossani 71
1. La demografia 72
2. Il commercio internazionale 74
3. La bolla immobiliare 77
4. Sottoconsumo 83
5. TFP e tecnologia. Un altro elemento controverso 87
6. Conclusioni 89

INTRODUZIONE

Angelo Baglioni♦

Gli eventi drammatici a cui assistiamo, a cominciare dalle due guerre in corso, e le tensioni a livello internazionale ci spingono inevitabilmente a focalizzare la nostra attenzione sull'attualità, domandandoci cosa succederà oggi e domani. Le analisi congiunturali sono spesso concentrate sull'ultimo dato e sulle previsioni di breve periodo. Queste analisi sono necessarie. Tuttavia, dobbiamo anche alzare lo sguardo e cercare di cogliere gli andamenti di lungo periodo dell'economia. E' quello che proviamo a fare in questo numero di *Osservatorio Monetario*, dedicato ad alcune questioni di fondo dell'economia internazionale. Il rapporto si articola in cinque capitoli, ciascuno dedicato ad un tema specifico. Partiremo dall'analisi dell'inflazione, approfondendo le sue cause e le prospettive future. Poi passeremo ai tassi di interesse e alla politica monetaria: qui vedremo le tendenze di lungo periodo dei tassi e cercheremo di capire quale sarà l'esito del processo di normalizzazione delle politiche monetarie, a seguito della fase di uscita dalle politiche ultra-espansive degli anni scorsi. L'ascesa dei tassi d'interesse si riflette sull'attività bancaria e in particolare sul margine di interesse, che sarà oggetto di analisi nel penultimo capitolo. Infine, getteremo il nostro sguardo su di un gigante che appare sempre più in difficoltà: la Cina.

Nel primo capitolo, dopo una rassegna dei principali andamenti che hanno caratterizzato gli anni scorsi dal punto di vista delle determinanti dell'inflazione, si propone un confronto dei dati relativi all'area euro con quelli relativi agli Stati Uniti, evidenziando le differenze del processo inflazionistico che ha caratterizzato le due economie. Una tesi condivisa è che il peso dei fattori di offerta sia stato maggiore nel caso europeo, mentre l'inflazione americana sia stata sollecitata da stimoli fiscali più ampi, che hanno sostenuto la domanda aggregata. Nonostante la differente natura del processo inflazionistico, le scelte delle autorità monetarie sulle due sponde dell'Atlantico sono risultate sostanzialmente allineate. Alla luce della diversa *stance* della politica di bilancio, l'intero *policy mix* europeo è risultato più restrittivo di quello americano.

Il tasso di interesse reale ha subito una diminuzione nel corso degli ultimi trent'anni negli USA e negli altri paesi avanzati. Secondo molti economisti, questa dinamica è trainata dal tasso di interesse naturale, ossia dal tasso di interesse che prevarrebbe se la politica monetaria fosse neutrale. La *conventional wisdom* fa discendere la riduzione del tasso naturale dalla stagnazione secolare, ossia dalla tendenza di lungo periodo del tasso di crescita del PIL potenziale a diminuire. Tuttavia, questa tendenza spingerebbe il risparmio a contrarsi e il tasso di interesse naturale ad aumentare, a parità di altre condizioni. Sono altri i altri fattori (demografici, tecnologici, distributivi) che spingono verso un aumento del risparmio e una diminuzione degli investimenti nel lungo periodo e forniscono supporto alla tesi della riduzione del tasso naturale. Queste tendenze sono comunque reversibili: non c'è sufficiente evidenza che induca a ritenere che esse siano destinate a durare nei prossimi decenni.

La fine delle politiche di *quantitative easing* pone le banche centrali di fronte ad una scelta: riassorbire l'eccesso di liquidità creato con quelle politiche, ritornando ad un assetto basato sulla scarsità di riserve bancarie, oppure mantenerlo? A livello internazionale, prevale l'opzione di mantenere nel lungo periodo un sistema basato sull'eccesso di liquidità, seppure ridotto rispetto al passato. La Fed, la Bank of England e la Bank of

♦ Università Cattolica del Sacro Cuore

Canada hanno già annunciato che alla fine del processo di normalizzazione il loro assetto operativo sarà quello, già in essere, in cui l'obiettivo operativo della politica monetaria è il livello dei tassi di interesse a breve termine e tale obiettivo viene perseguito nell'ambito di un sistema con eccesso di liquidità. Questo è anche lo schema seguito attualmente dalla Bce, che tuttavia non ha ancora ufficializzato la sua posizione. In un orizzonte di medio termine (entro cinque anni) un ritorno ad uno schema basato sulla scarsità di riserve appare improbabile: esso richiederebbe una forte accelerazione del *quantitative tightening* in corso, attraverso la riduzione dello stock di titoli detenuti dall'Eurosistema.

La stretta monetaria in corso è stata attuata sia attraverso una riduzione della dimensione dei bilanci delle banche centrali sia attraverso un rapido aumento del livello dei tassi di *policy*, con rilevanti implicazioni per il sistema bancario. I tassi d'interesse sui depositi bancari hanno mostrato, anche in passato, un significativo ritardo di aggiustamento al livello dei tassi ufficiali di politica monetaria. La sensibilità dei tassi sui deposti a quelli di *policy* è diversa a seconda che questi ultimi aumentino (più lenta) o si riducano (quasi immediata, salvo nel caso di tassi negativi). Il ritardo di aggiustamento è accentuato nella fase corrente (caratterizzata da un significativo aumento della volatilità oltreché del livello dei tassi di mercato) consentendo un incremento del margine di interesse. D'altra parte, rischio di credito, di liquidità, di tasso, efficienza operativa e solidità finanziaria influenzano i margini di interesse netti delle banche. Anche il potere di mercato, e quindi il grado di concentrazione degli intermediari, tende ad essere associato con margini di interesse più elevati.

Per quasi quattro decenni la Cina è stata la locomotiva dell'economia mondiale, con tassi di crescita a due cifre. Oggi lo scenario sembra essere cambiato: la difficile uscita dalle restrizioni dovute al Covid-19, assieme alle difficoltà del settore immobiliare e al protezionismo commerciale attuato dai paesi occidentali, hanno portato a un significativo rallentamento che sembra ormai avere una connotazione permanente. L'attuale situazione cinese è per certi versi simile a quella del Giappone della fine degli anni ottanta: un andamento demografico negativo, un elevato debito, una bolla immobiliare (scoppiata) e un livello dei prezzi in calo. L'ultimo capitolo del rapporto passa in rassegna i fattori che stanno indebolendo la crescita della Cina e provocando un deterioramento dei rapporti con i paesi occidentali, chiedendosi se siano in qualche misura reversibili. La conclusione raggiunta è che non ci sia nulla di ineluttabile. Molto dipenderà dall'evoluzione del regime politico cinese e dalle riforme – non solo economiche ma anche politiche - che questo sarà disposto a perseguire.

1. IL RITORNO DELL'INFLAZIONE IN EUROPA

Fedele De Novellis ♦

- *Dopo un lungo periodo, durato quasi quarant'anni, di bassa inflazione, gli ultimi due anni hanno visto un incremento molto pronunciato della dinamica dei prezzi nelle economie avanzate. L'interpretazione di questo fenomeno non è immediata, anche perché all'origine di questa discontinuità vi sono stati due shock di natura non economica, come la pandemia e la guerra in Ucraina.*
- *Molte analisi hanno quindi cercato di cogliere le caratteristiche dell'accelerazione dei prezzi, soprattutto allo scopo di stabilire se si sia trattato di un andamento del tutto transitorio, legato alle peculiarità del quadro economico degli anni scorsi, oppure se, viceversa, si sia prodotto un cambiamento di regime, tale da mantenere l'inflazione a lungo su livelli superiori rispetto agli obiettivi delle banche centrali. Le posizioni hanno diviso gli economisti – schieratisi fra le fila del "team permanent" piuttosto che in quelle del "team transitory" secondo l'espressione utilizzata da Paul Krugman sulle colonne del New York Times[1]. Il dibattito è stato sollecitato anche dal fatto che alle due chiavi di lettura corrispondono differenti implicazioni di policy.*
- *La prima chiave di lettura, pur senza disconoscere il peso degli elementi che hanno portato a un peggioramento delle condizioni dal lato dell'offerta, enfatizza il ruolo delle politiche espansive adottate negli anni della pandemia dai Governi e dalle Banche centrali, e suggerisce la necessità di politiche monetarie restrittive e di una fase di recessione allo scopo di limitare la propagazione degli aumenti dei prezzi.*
- *La seconda interpretazione enfatizza invece il peso di fattori che hanno operato soprattutto dal lato dell'offerta per un periodo circoscritto - soprattutto a causa della pandemia, e acuiti nel caso europeo dallo shock energetico indotto dalla guerra in Ucraina - per cui, una volta rientrati tali shock, l'inflazione sarebbe destinata a ridursi spontaneamente, senza necessitare di particolari azioni di contrasto. Peraltro, la fase di rientro dell'inflazione, proprio perché legata a un miglioramento delle condizioni dal lato dell'offerta, non necessiterebbe di una fase di recessione dell'economia. Secondo questa seconda chiave di lettura, i rischi di recessione dell'economia vanno ricondotti al fatto che la politica monetaria è diventata di segno restrittivo pur non essendo ciò necessario ai fini del rientro dell'inflazione.*
- *In questo capitolo, dopo una rassegna dei principali andamenti che hanno caratterizzato gli anni scorsi dal punto di vista delle determinanti dell'inflazione, si propone un confronto dei dati relativi all'area euro con quelli relativi agli Stati Uniti, evidenziando le differenze del processo inflazionistico che ha caratterizzato le due economie. Una tesi condivisa da molte analisi sul tema, è che il peso dei fattori di offerta sia stato maggiore nel caso europeo, mentre l'inflazione americana sia stata sollecitata da stimoli fiscali più ampi. Tuttavia, nonostante la differente natura del processo inflazionistico, le scelte delle autorità monetarie sulle due sponde dell'Atlantico sono risultate sostanzialmente allineate. Inoltre, alla luce della diversa stance della politica di bilancio, l'intero policy mix europeo sarebbe più restrittivo di quello americano.*

♦ REF. Ricerche

[1] Krugman P (2021) Wonking Out: I'm Still on Team Transitory, New York Times, September 10.

1. Un nuovo episodio inflazionistico, ma non sono gli anni Settanta

L'aumento dell'inflazione iniziato nel 2021 ha rappresentato una evidente discontinuità rispetto agli andamenti degli ultimi decenni.

La rapidità del cambiamento di regime ha indotto nel dibattito degli ultimi anni a ricercare elementi di analogia con l'esperienza dell'ondata inflazionistica legata agli shock petroliferi degli anni Settanta, pur trattandosi di dinamiche molto diverse, tanto dal punto di vista dell'entità, che da quello della durata della fase di accelerazione dei prezzi.

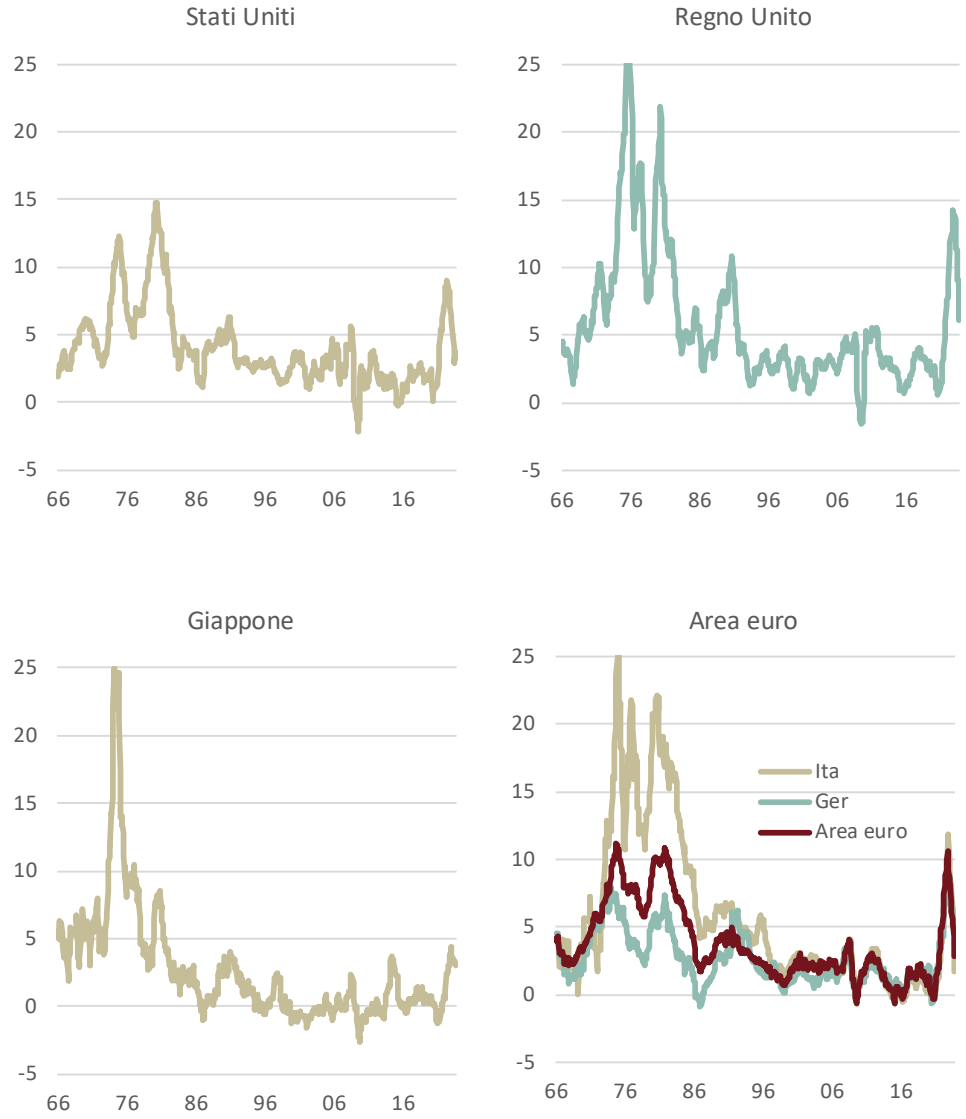
In generale, considerando le tendenze negli Usa e nell'area euro, si nota come la fase recente registri un'accelerazione a partire da dinamiche dei prezzi bassissime, in molte economie prossime a zero, mentre molte economie avanzate presentavano già prima del '75 tassi d'inflazione prossimi al 5% (FIG. 1). Inoltre, un tratto distintivo delle crisi degli anni settanta fu l'apertura dei differenziali d'inflazione fra le maggiori economie, anche a seguito di divergenze nelle politiche monetarie adottate da ciascun Paese, con conseguenti ampie variazioni dei tassi di cambio; in questa fase le divergenze fra le maggiori economie sono risultate invece meno ampie, anche a seguito delle minori oscillazioni dei cambi; un contributo determinante da questo punto di vista è derivato in Europa dall'introduzione della moneta unica.

Infine, un aspetto importante è rappresentato dalla durata dell'episodio inflazionistico.

Negli anni Settanta l'accelerazione durò un decennio o più: si produsse a partire dalla metà del 1973 e si protrasse sino al 1982 nei Paesi più virtuosi, come Stati Uniti e Germania. Un ruolo determinante nel guidare il rientro dell'inflazione fu giocato dalla fase restrittiva delle politiche monetarie, che portò l'economia mondiale in recessione all'inizio degli anni Ottanta. Altre economie, fra cui l'Italia, dovettero attendere il controshock petrolifero dell'85 per ridimensionare la corsa dei prezzi.

Naturalmente, non essendosi ancora concluso, non sappiamo ancora quanto sarà esteso temporalmente il recente episodio inflazionistico. L'inizio delle tensioni data, con differenze limitate a seconda dei Paesi, intorno alla metà del 2021; considerando le tendenze più recenti e le previsioni correnti, il 2024 dovrebbe vedere un'inflazione poco al di sopra degli obiettivi delle maggiori banche centrali. Se tali attese troveranno conferma, l'episodio inflazionistico recente potrebbe esaurirsi nell'arco di un triennio.

FIG. 1 – Inflazione al consumo nelle maggiori economie avanzate



Elaborazioni REF Ricerche su dati Imf e Bce

Le attese di rientro dell'inflazione hanno riscontro in diversi indicatori: le indicazioni tratte dalle indagini congiunturali presso le imprese, che monitorano le aspettative sui prezzi nei prossimi mesi, hanno evidenziato una diminuzione significativa nella maggiore parte dei Paesi. Indicazioni su un orizzonte temporale più esteso possono essere tratte tanto dalle attese dei mercati, quanto dagli scenari macroeconomici di più recente diffusione.

Circa le attese dei mercati, in base all'andamento degli inflation linked swap (FIG. 2), le attese di medio termine si posizionano intorno al 2.5% tanto per gli Usa quanto per l'eurozona. Un aspetto interessante è che durante tutto l'ultimo episodio inflazionistico le aspettative d'inflazione sono

aumentate poco. Questo comportamento suggerisce che di fatto nella lettura dei mercati sia stata prevalente l'opinione della transitorietà del recente aumento dell'inflazione[2]. D'altra parte, va anche detto che la stabilità delle aspettative d'inflazione di medio termine ha anche beneficiato della stessa fermezza mostrata dalle banche centrali, che avrebbero quindi avuto successo nel prevenire un aumento delle aspettative d'inflazione.

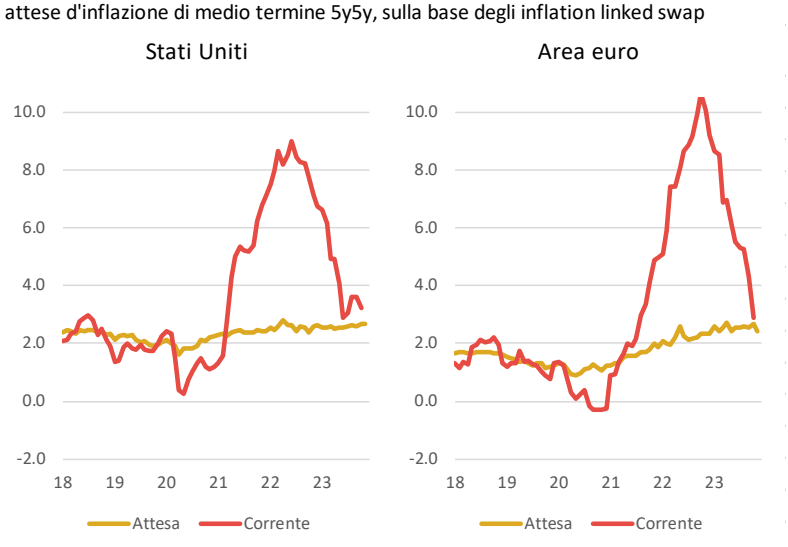
Se guardiamo invece ai dati riportati nella TAB. 1, questi mostrano le previsioni delle principali istituzioni internazionali e delle banche centrali sull'andamento dei prezzi, negli Stati Uniti e nell'area euro, nel biennio 2023-2024. Le stime d'inflazione sul prossimo anno sono posizionate intorno al 3%, evidenziando un ripiegamento rispetto ai ritmi del biennio 2022-23.

Nel complesso, quindi, le prospettive puntano verso una fase di rientro dell'inflazione, anche se, nonostante la decelerazione degli ultimi mesi sia incoraggiante, le attese si mantengono su livelli superiori agli obiettivi delle banche centrali.

Per questo motivo, si continua a guardare con grande attenzione al tema dei prezzi, anche per cercare di stabilire se resterà nel sistema una certa inerzia, tale da portare l'inflazione a stabilizzarsi su livelli comunque superiori agli obiettivi delle banche centrali. In tal caso, queste potrebbero ritrovarsi nella condizione di accentuare l'intonazione di segno restrittivo della propria politica, mantenendo a lungo i tassi d'interesse sui livelli elevati attuali, come nelle dichiarazioni degli ultimi mesi, o eventualmente portandoli su livelli più elevati. Il rientro della dinamica dei prezzi sarebbe in tal caso assecondato dalle politiche, attraverso una pressione al ribasso sui livelli della domanda aggregata, e al costo di una fase di recessione dell'economia.

FIG. 2 – Inflazione e aspettative d'inflazione: Stati Uniti e area euro

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



Elaborazioni REF Ricerche su dati Bce e Refinitiv

[2] Stiglitz J (2023) A Victory Lap for the Transitory Inflation Team, Project Syndicate, 13 Novembre

TAB. 1 – La revisione delle previsioni delle maggiori istituzioni: 2023-2024

		AREA EURO				STATI UNITI			
		PIl		Inflazione		PIl		Inflazione	
		2023	**2024**	**2023**	**2024**	**2023**	**2024**	**2023**	**2024**
data della previsione									
(feb)	Commissione Ue	0.9	1.5	5.6	2.5				
(mar)	Bce	1.0	1.6	5.3	2.9				
(mar)	Fed°					0.4	1.2	3.3	2.5
(apr)	Imf	0.8	1.4	5.3	2.9	1.6	1.1	4.5	2.3
(mag)	Commissione UE	1.1	1.6	5.8	2.8	1.4	1.0	4.3	2.6
(giu)	Ocse	0.9	1.5	5.8	3.2	1.6	1.0	3.9	2.6
(giu)	Bce	0.9	1.5	5.4	3.0				
(giu)	Fed°					1.0	1.1	3.2	2.5
(lug)	Imf	0.9	1.5			1.8	1.0		
(set)	Commissione UE	0.8	1.3	5.6	2.9				
(set)	Bce	0.7	1.0	5.6	3.2				
(set)	Ocse	0.6	1.1	5.5	3.0	2.2	1.3	3.8	2.6
(set)	Fed°					2.1	1.5	3.3	2.5
(ott)	Imf	0.7	1.2	5.6	3.3	2.1	1.5	4.1	2.8
(nov)	Commissione UE	0.6	1.2	5.6	3.2	2.4	1.4	4.2	3.0

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

2. Dietro l'accelerazione dei prezzi

Dietro il recente episodio inflazionistico vi è un insieme di concause, che si sono avvicendate a partire dal periodo della pandemia. In generale, queste possono essere ricondotte a quattro canali principali: problemi alle catene di fornitura globali e mancanza di materiali nel periodo della pandemia; aumenti dei prezzi delle materie prime; offerta di lavoro e mismatch fra le caratteristiche della domanda e dell'offerta di manodopera; politiche a sostegno della domanda aggregata adottate nei diversi Paesi per affrontare l'emergenza del periodo della pandemia.

I diversi fattori appena richiamati hanno giocato un ruolo differente a seconda delle diverse fasi.

La loro sovrapposizione suggerisce che la recente accelerazione dei prezzi possa essere ricondotta a cause declinabili secondo due caratteristiche principali: la prima riguarda il fatto che si tratti di shock di domanda piuttosto che di offerta; la seconda è che si tratti di shock per loro natura di carattere transitorio piuttosto che di tipo permanente.

Naturalmente, individuare le caratteristiche del processo inflazionistico secondo queste due dimensioni è importante anche allo scopo di stabilire l'impostazione più appropriata delle politiche.

2.1 I problemi del funzionamento delle catene globali del valore e gli ostacoli all'attività industriale

Il primo canale che ha alimentato le tensioni sui prezzi è stato rappresento dai problemi nelle catene di fornitura. Dagli anni novanta molte filiere industriali si sono organizzate secondo catene

globali del valore all'interno delle quali ciascuna azienda presidia pochi anelli, eventualmente anche soltanto uno, specializzandosi e detenendo quote di mercato elevate. Uno degli elementi di fragilità di questo modello organizzativo è rappresentato dalla possibilità di interruzioni della produzione da parte di alcuni anelli della catena, tali da provocare, in mancanza di fornitori alternativi, dei blocchi produttivi in tutti gli altri anelli.

Una eventualità di questo tipo naturalmente è sempre possibile, ma in genere le interruzioni della produzione tendono ad essere gestite attraverso variazioni delle scorte e a risolversi nel giro di poche settimane, interessando peraltro di volta in volta un numero limitato di catene produttive. Lo shock legato alla pandemia ha invece avuto effetti dirompenti con molte filiere la cui attività è stata interrotta dagli effetti di lockdown e quarantene stabilite a livello locale, soprattutto nelle economie asiatiche.

Situazioni di ritardi nella produzione si sono quindi riproposte a più riprese soprattutto nella prima fase della pandemia, favorendo aumenti dei prezzi di diversi prodotti. Peraltro, le tensioni sui prezzi in questa fase sono state accentuate anche dai comportamenti delle stesse imprese che, nell'incertezza riguardo alla disponibilità futura di semilavorati e materie prime, avevano adottato a scopo precauzionale strategie di aumento delle scorte, contribuendo in tale modo ad incrementare gli eccessi di domanda per i prodotti sui quali i ritardi nelle consegne registravano degli aumenti.

I problemi delle catene di fornitura legati alla pandemia configurano uno shock di offerta di carattere transitorio. Possono essere descritti attraverso indicatori come quelli relativi alla scarsità di materiali desunti dalle inchieste presso le imprese manifatturiere, ai ritardi nelle consegne di prodotti, oppure ai costi del trasporto merci internazionali. Da questo tipo di indicatori si osserva come le tensioni emerse nel corso del periodo della pandemia si siano progressivamente spente già nel 2022. Al proposito, un indicatore sintetico delle condizioni in cui stanno operando le catene globali del valore, il Global Supply Chain Pressure Index, è diffuso mensilmente dalla Fed di New York[3]. Come si osserva in FIG. 3, l'indicatore, oltre a mettere in luce un aumento eccezionale delle tensioni all'interno delle catene del valore nel periodo della pandemia, evidenzia da quest'anno un drastico miglioramento.

Va anche ricordato che diversi settori hanno affrontato problemi di mancanza di prodotti intermedi non tanto a seguito di limitazioni dell'offerta, ma piuttosto a causa di accelerazioni anomale della domanda legate ai cambiamenti nei comportamenti indotti dalla pandemia. Un caso rilevante è quello dei microchip, che nel periodo della pandemia sono stati caratterizzati da un aumento eccezionale e inatteso della domanda, legato all'accelerazione del lavoro da remoto e dell'istruzione a distanza, che hanno portato a un aumento della domanda di computer portatili e altri dispositivi. Il caso più significativo, fra i settori che hanno maggiormente risentito della mancanza di microchip, è quello dell'auto, caratterizzatosi per ritardi nelle consegne dovuti all'incapacità della produzione di assecondare i livelli della domanda, con conseguenti aumenti dei prezzi delle auto; i ritardi nelle consegne di auto nuove hanno a loro volta ridotto l'offerta sul mercato di auto usate, facendone lievitare i prezzi.

[3] Benigno G, di Giovanni J, Groen J J, Noble A. (2022) "The GSCPI: A new barometer of global supply chain pressures". In: FRB of New York Staff Report 1017.

FIG. 3 – Global Supply Chain Pressure Index

Elaborazioni REF Ricerche su dati Fed New York

2.2. I prezzi delle commodities e lo shock energetico europeo

Il secondo canale che ha contribuito in maniera decisiva all'aumento dell'inflazione è stato quello dei prezzi delle materie prime.

Su questo aspetto vanno distinti due tipi di fenomeni.

Il primo è rappresentato dal fatto che la ripresa post-Covid ha visto dal 2021 una accelerazione della domanda di materie prime cui l'offerta non è riuscita a fare fronte anche perché molti investimenti in nuova capacità erano stati interrotti nel periodo della pandemia, quando i prezzi, soprattutto del petrolio, erano crollati.

Il secondo è rappresentato dall'impennata delle quotazioni del gas a seguito dell'invasione dell'Ucraina da parte della Russia. Questo fenomeno è quindi il riflesso di fattori di carattere geopolitico, e ha portato rapidamente a una caduta dell'offerta e aumenti delle quotazioni del gas. Ne è seguita una impennata dei prezzi dell'energia elettrica.

L'aumento delle quotazioni del gas ha anche avuto effetti rilevanti sui costi di produzione del comparto agricolo, accentuando le pressioni sui prezzi alimentari.

Una importante caratteristica del mercato del gas è costituita dal fatto che la distribuzione avviene principalmente attraverso gasdotti, per cui le fonti di approvvigionamento dei Paesi europei sono necessariamente circoscritte a un numero ristretto di Paesi fornitori. La minore disponibilità di gas russo è stata affrontata parzialmente attraverso la sostituzione con importazioni di gas naturale liquefatto da altri Paesi, soprattutto gli Stati Uniti. Nonostante ciò, le quotazioni si sono progressivamente ridimensionate nel corso del 2023, soprattutto grazie al fatto che in Europa si è ridotta la domanda di gas da parte di imprese e famiglie. La caduta dei consumi è stata anche assecondata dalle temperature miti della stagione invernale 2022-23.

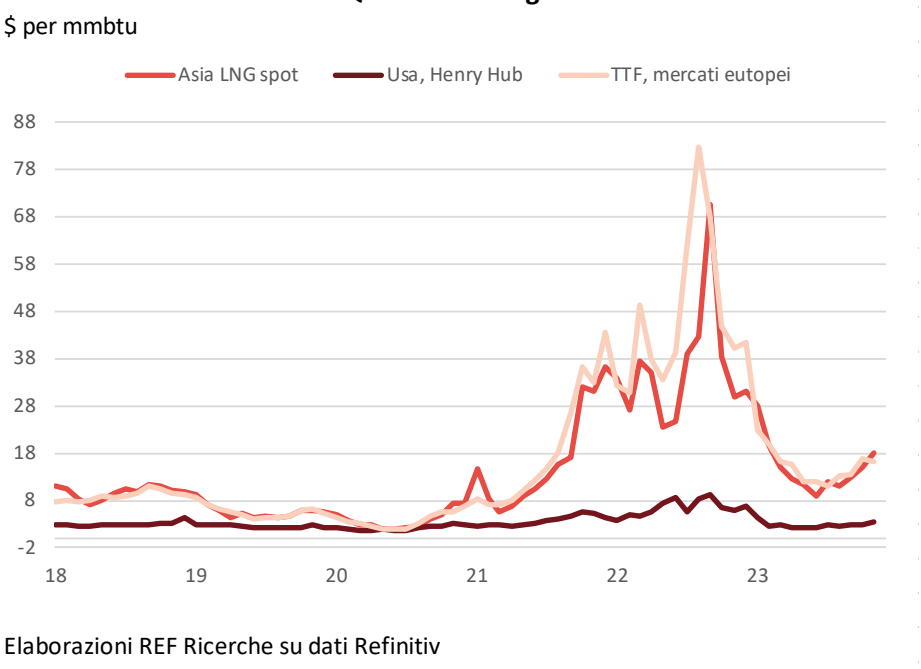
Un altro aspetto da sottolineare è che, proprio per la difficoltà a riorientare i flussi fra le diverse aree,

per il gas naturale non valgono le condizioni di arbitraggio, e questo comporta che i prezzi dei vari mercati possono anche disallinearsi. L'aumento delle quotazioni del gas sul mercato europeo ha difatti avuto parzialmente riscontro nei Paesi asiatici, ma non negli Stati Uniti (FIG. 4). Si è trattato dunque di uno shock di tipo asimmetrico, che ha anche impattato sulla competitività dei settori manifatturieri europei.

Si coglie quindi una differenza sostanziale fra le tensioni recenti e l'esperienza degli shock degli anni settanta legati all'aumento del prezzo del petrolio, visto che questi ultimi erano sostanzialmente condivisi a livello globale, mentre la crisi energetica del 2022 ha colpito i Paesi europei, ma non gli Stati Uniti.

In generale, l'aumento dei prezzi delle commodities si è rivelato molto intenso. Tuttavia, va sottolineata anche in questo caso la natura almeno parzialmente transitoria dei rincari, considerando che i prezzi si sono ridimensionati nel corso del 2023, pur non essendo ancora tornati sui livelli pre-pandemia.

FIG. 4 – Quotazioni del gas naturale



Elaborazioni REF Ricerche su dati Refinitiv

2.3 Politiche economiche espansive

Un altro aspetto importante dell'ambiente macroeconomico che ha generato le spinte inflazionistiche degli ultimi due anni è rappresentato dall'intonazione delle politiche, monetarie e fiscali.

Con l'arrivo della pandemia il policy mix è diventato eccezionalmente espansivo, con tassi d'interesse azzerati e deficit pubblici portati su livelli elevatissimi.

La politica monetaria ha poi visto un cambiamento di intonazione quando è arrivata l'inflazione, sino a diventare restrittiva nel 2023, con un andamento dei tassi d'interesse nell'eurozona molto simile a quello degli Stati Uniti.

Sulla politica fiscale americana si erano d'altra parte concentrate da subito le critiche di diversi

economisti[4], che già a inizio 2021 avevano avanzato perplessità rispetto all'entità dell'impulso fiscale all'economia legato al cosiddetto "Piano Biden", un insieme di misure di sostegno all'economia fortemente sbilanciato verso trasferimenti una tantum alle famiglie. La tesi era che queste misure, sovrapponendosi a quelle già adottate dalla precedente Amministrazione Trump, avrebbero generato un impulso eccezionale alla domanda aggregata, tale da portarla a superare i livelli del prodotto potenziale dell'economia.

Le politiche di bilancio sono risultate espansive anche in altri Paesi, tra i quali quelli dell'area euro, anche se l'entità degli impulsi fiscali è stata comunque decisamente inferiore a quanto osservato negli Usa.

Uno dei tratti peculiari della crisi del 2020-21 è che a fronte della profonda recessione dell'economia i trasferimenti dal bilancio pubblico hanno stabilizzato il reddito disponibile reale delle famiglie. Tuttavia, a seguito delle misure di separazione, i consumatori hanno dovuto ridurre fortemente i consumi di alcuni servizi. Ne è derivato un allargamento indesiderato del tasso di risparmio e un aumento della ricchezza delle famiglie. Questo accumulo di ricchezza finanziaria è fra i fattori che hanno poi alimentato la domanda dal 2022 con l'inizio delle riaperture.

La propensione al risparmio delle famiglie europee, e ancor più nel caso di quelle americane, si è portata quindi su livelli inferiori a quelli del periodo pre-pandemia. Di fatto, la crescita dei consumi del periodo delle riaperture è stata finanziata riducendo il tasso di risparmio accumulato grazie alle politiche di bilancio del periodo precedente. La tenuta della domanda aggregata nell'area euro nel periodo 2022-23, nonostante lo shock energetico, rappresenta quindi in parte un effetto ritardato delle politiche di bilancio adottate nel 2020-21.

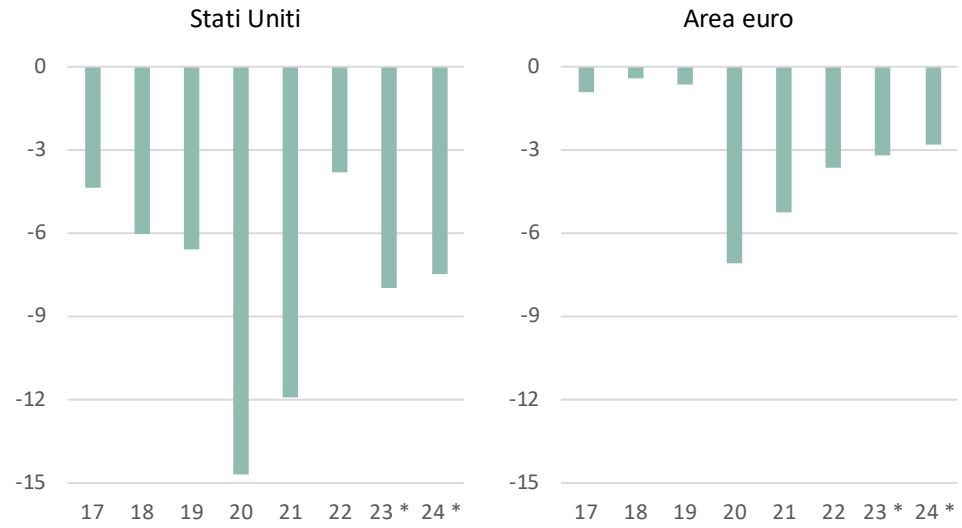
Uno degli aspetti da valutare, in prospettiva, riguarda la transitorietà degli effetti del policy mix espansivo degli anni scorsi. In generale, le banche centrali hanno modificato rapidamente l'intonazione delle loro politiche, riducendo progressivamente il sostegno alla domanda. D'altra parte, i rialzi dei tassi d'interesse del 2022-23 esplicheranno i loro effetti in maniera graduale, e saranno pienamente evidenti nei dati economici del 2024[5].

Le politiche di bilancio hanno invece confermato le divergenze fra Usa ed area euro anche nella fase più recente. Difatti, negli Stati Uniti il deficit pubblico nel 2023 dovrebbe posizionarsi ancora intorno al 7% del Pil, un livello che è circa il doppio di quello dell'area euro. Inoltre, anche il 2024 vedrà un deficit americano elevato, mentre nell'area euro, con il ripristino delle regole del Patto di Stabilità, si osserverà un ulteriore miglioramento del saldo (FIG. 5).

[4] Blanchard O. (2021) In defense of concerns over the $1.9 trillion relief plan, Peterson Institute for International Economics. Summers L. (2021) The Biden stimulus is admirably ambitious. But it brings some big risks, too. The Washington Post, 4 febbraio

[5] Avalos F, Igan D, Manea C, Moessner R (2023) Monetary policy, financial conditions and real activity: is this time different? BIS Bulletin No 80

FIG. 5 – Deficit pubblico, in % del Pil



* Previsioni Commissione Ue

Elaborazioni REF Ricerche su dati Commissione Ue

2.4 Caduta della disoccupazione e scarsità di manodopera

Uno dei temi più discussi, fra le spiegazioni dell'accelerazione dell'inflazione degli ultimi due anni, è quello del cambiamento delle condizioni del mercato del lavoro e, in particolare, l'emergere di diffusi segnali di scarsità di manodopera in diverse economie: i tassi di disoccupazione si sono portati sui minimi storici, e le imprese lamentano difficoltà di reperimento di manodopera, confermate da diversi indicatori, come ad esempio il numero di posti di lavoro vacanti.

La reazione dei salari rispetto agli aumenti dei prezzi è, anche in prospettiva, uno dei punti fondamentali dello scenario. Gli aumenti dell'inflazione si sono difatti verificati in un contesto caratterizzato da tassi di disoccupazione molto bassi, configurando la combinazione ideale per una accelerazione salariale e, quindi, ulteriori aumenti dei costi di produzione delle imprese e dei prezzi.

Per descrivere in maniera sintetica le condizioni attuali del mercato del lavoro, va ricordato che nel periodo della pandemia sono emersi diversi andamenti peculiari nel mercato del lavoro dei maggiori Paesi, sia dal lato dell'offerta, che da quello della domanda di lavoro.

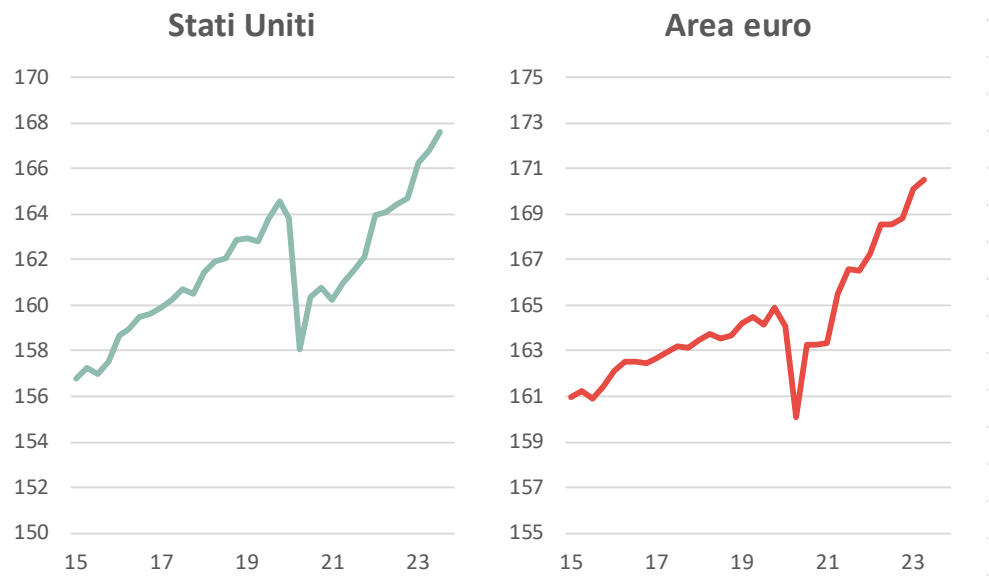
Innanzitutto, l'offerta di lavoro ha registrato una brusca contrazione. Nel periodo della pandemia si è osservato un rallentamento della mobilità internazionale della forza lavoro, che nelle economie avanzate ha inciso sfavorevolmente sull'andamento della popolazione in età lavorativa.

In secondo luogo, i cambiamenti nei comportamenti indotti dalla pandemia hanno modificato le decisioni di partecipazione, riducendo quindi ulteriormente l'offerta di lavoro: vi hanno contribuito le difficoltà legate al commuting nel periodo del lockdown, i problemi delle lavoratrici con figli minori nella fase della didattica a distanza, e le scelte dei lavoratori anziani prossimi al pensionamento che, avendo

perso il posto nel periodo dei lockdown, hanno poi deciso di non rientrare nel mercato del lavoro.
I dati più recenti comunque suggeriscono che i problemi dal lato dell'offerta di lavoro hanno caratterizzato soprattutto il primo biennio della pandemia, mentre hanno iniziato a riassorbirsi dal 2022, con un progressivo recupero del tasso di partecipazione e un graduale ritorno dell'offerta di lavoro sul trend pre-pandemia. Il ritorno dell'offerta di lavoro sui trend pre-crisi non è ancora completo negli Usa, mentre nell'area euro il miglioramento, soprattutto nell'ultimo anno, è stato significativo (FIG. 6). In ogni caso, in prospettiva l'andamento dell'offerta di lavoro sarà frenato anche da fattori di natura demografica, in buona misura indipendenti dalla congiuntura economica[6].

FIG. 6 – Forze di lavoro

migliaia, > 15 anni



Elaborazioni REF Ricerche su dati Bls e Eurostat

Se in una prima fase della crisi i mercati del lavoro hanno risentito della riduzione dell'offerta di lavoro, nel periodo più recente le tensioni sono derivate invece maggiormente dal lato della domanda di lavoro.
Sotto questo aspetto i punti da evidenziare sono tre: l'instabilità settoriale dell'attività economica, che ha comportato problemi legati alle ampie variazioni della domanda di lavoro in determinati settori; l'accelerazione di alcune innovazioni, che hanno portato all'aumento della domanda su professionalità specifiche; l'adozione di politiche di labour hoarding da parte delle imprese.

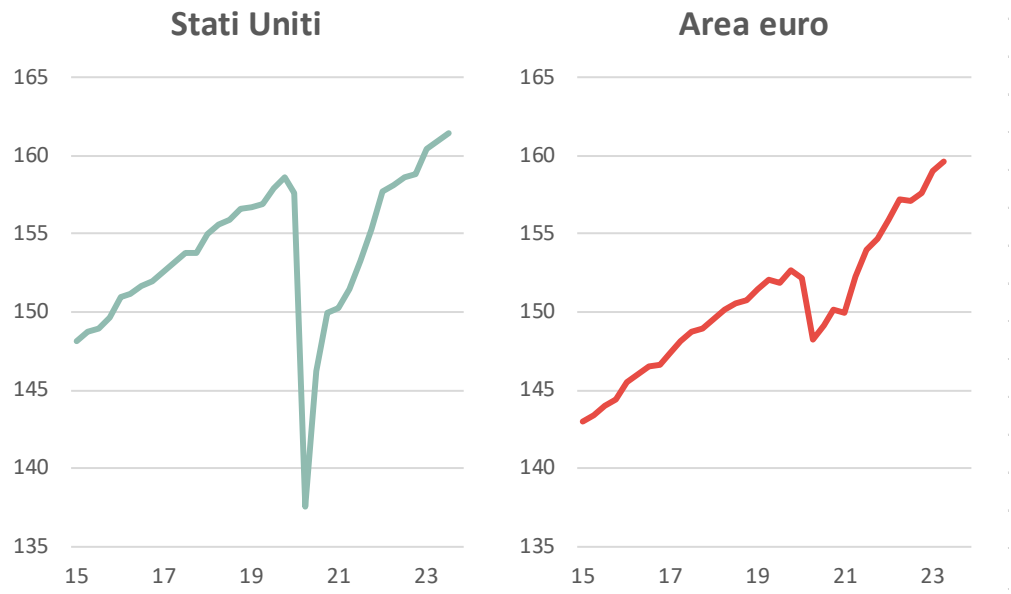
[6] European Commission (2023) Persistent Labour Market tightness during a slowdown: a reappraisal of drivers in: European Economy Institutional Paper 258, November

Circa il tema dell'instabilità settoriale, dall'inizio della pandemia si è osservata una eccezionale variabilità della domanda di lavoro, con andamenti disallineati nei diversi settori. Innanzitutto, nel periodo dei lockdown si è osservata una accelerazione della domanda di diversi prodotti che hanno beneficiato indirettamente della pandemia stessa: questo è avvenuto ad esempio nella filiera dell'informatica, data la diffusione dello smartworking e della didattica a distanza, ma anche nei settori più legati alla permanenza fra le mura domestiche, come l'arredamento e gli elettrodomestici. Questi ultimi sono poi andati incontro a una fase di indebolimento della domanda una volta superate le misure di distanziamento. Simmetricamente, i settori che erano stati colpiti dalle chiusure – alberghi, ristoranti, spettacoli - si sono ritrovati poi nella necessità di dovere riorganizzare la produzione in tempi rapidi senza riuscire a replicare la velocità di recupero della domanda.

L'anomalia delle divergenze settoriali nell'attività produttiva ha peraltro avuto riscontro solo parzialmente nei dati sull'occupazione in Europa, mentre è stata più evidente negli Stati Uniti (FIGG. 7 e 8). Nei Paesi europei il numero degli occupati è stato stabilizzato dal largo ricorso dei cosiddetti "schemi di lavoro a orario ridotto" (del tipo della Cassa integrazione guadagni in Italia), un andamento molto diverso da quello che si è invece visto nel caso Usa, dove i sussidi di disoccupazione molto generosi hanno addirittura incentivato l'interruzione dei rapporti di lavoro e la persistenza nella condizione di disoccupato.

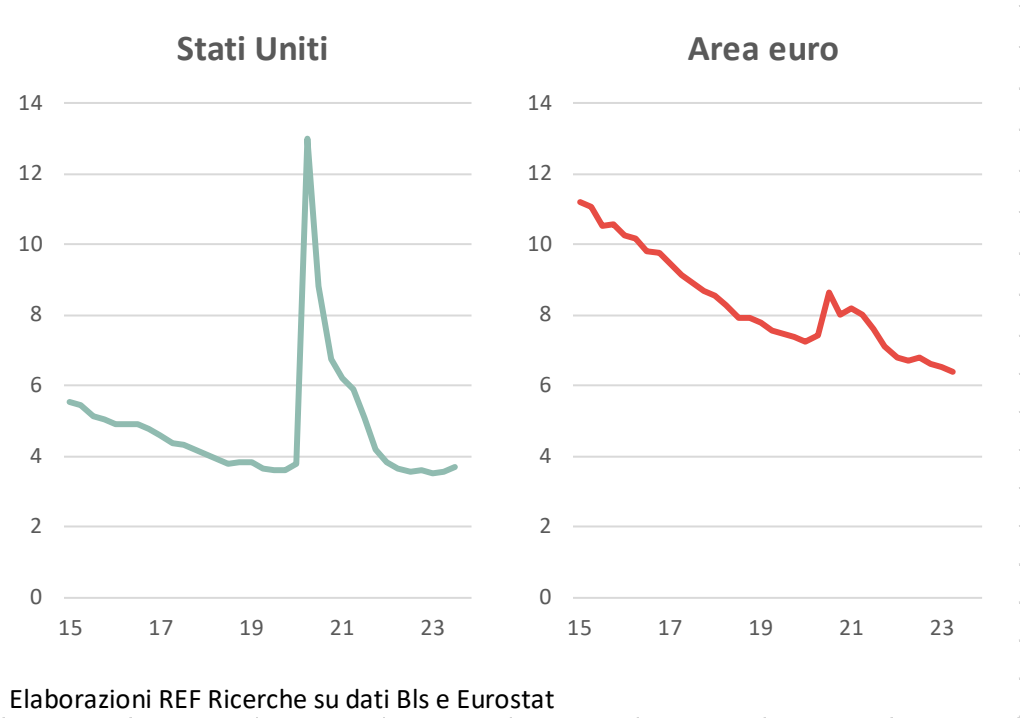
FIG. 7 – Occupati

migliaia



Elaborazioni REF Ricerche su dati Bls e Eurostat

FIG. 8 – Tasso di disoccupazione



Elaborazioni REF Ricerche su dati Bls e Eurostat

Inoltre, negli Stati Uniti è stato molto marcato il fenomeno delle dimissioni da parte dei lavoratori che hanno cercato di migliorare la propria posizione lavorativa, cercando nuove opportunità anche per passare da un lavoro in presenza a un lavoro da remoto; l'aumento della rotazione degli occupati ha stimolato quindi politiche di aumento dei salari anche da parte delle imprese stesse.

All'elevata dispersione degli andamenti settoriali corrisponde il fatto che alcuni settori in forte crescita vedono aumentare la loro domanda di lavoro, a fronte di altri dove questa si contrae. Naturalmente, questo tipo di divergenze potrebbe venire ricomposto sul mercato del lavoro se i lavoratori dei settori dove la domanda di lavoro si riduce riuscissero a ricollocarsi nei settori in espansione. Non è detto però che ciò si verifichi in tutti i casi e in tempi brevi. In particolare, vi possono essere diverse ragioni per cui ciò non accade. Quella più rilevante è legata al fatto che i lavoratori dei settori in crisi possono non avere le caratteristiche, in termini soprattutto di competenze, richieste dalle imprese dei settori in espansione. In questi casi si parla di mismatch delle competenze.

Il tema del mismatch delle competenze è stato poi acuito da alcuni elementi di cambiamento nella composizione settoriale della domanda di lavoro di carattere strutturale. I settori legati alla digitalizzazione, che già vedevano una crescita degli occupati significativa prima della pandemia, hanno ulteriormente accelerato la domanda di lavoratori in possesso di professionalità specifiche. Inoltre, nel caso europeo è emerso un rafforzamento in alcuni settori legati alla domanda pubblica, come nel caso della sanità, e anche qui i problemi di reperimento di personale sono stati significativi; un altro caso importante è relativo all'aumento del commercio on-line, a scapito dei canali distributivi tradizionali, che ha quindi

portato ad aumentare il numero di addetti nei trasporti e nella logistica, a scapito di quelli del commercio.

Infine, un aspetto sul quale si è concentrata l'attenzione nel corso dell'ultimo anno è costituito dal disallineamento fra l'attività economica, in rallentamento, e la domanda di lavoro, ancora in crescita. Sono emerse politiche di "labour hoarding" da parte delle imprese dei settori in frenata, miranti a preservare la base occupazionale: una spiegazione al riguardo è che proprio le difficoltà di reperimento di manodopera del periodo precedente abbiano spinto le aziende a limitare la riduzione degli organici, per cui la frenata dell'economia si sarebbe tradotta in un rallentamento di carattere ciclico della produttività del lavoro.

I segnali di saturazione del mercato del lavoro hanno quindi posto in una posizione centrale il tema del mismatch delle competenze. Una misura del mismatch è data in generale dalla compresenza nel mercato del lavoro di disoccupati e posti di lavoro vacanti: la relazione fra queste due variabili è descritta attraverso la cosiddetta "curva di Beveridge": FIG. 9.

Da questo punto di vista, la presenza di un maggiore numero di posti vacanti rispetto a prima della crisi, a parità di tasso di disoccupazione, potrebbe fare pensare a una traslazione della curva di Beveridge verso l'alto (aumentano le vacancies a parità di tasso di disoccupazione) e dunque a un peggioramento del trade-off fra le due variabili, cui corrisponde un aumento del tasso di disoccupazione di equilibrio. E in effetti ciò sembra essere avvenuto negli Stati Uniti, ma meno nell'area euro.

In effetti, è proprio a partire dalla constatazione delle tensioni del mercato del lavoro che i fautori dell'ipotesi dell'"inflazione permanente" sostengono che un rientro della dinamica dei prezzi e dei salari sia improbabile che si produca spontaneamente. Difatti, la traslazione verso l'alto della curva di Beveridge comporta che per ridurre le tensioni nel mercato del lavoro, ovvero per ridurre il tasso di posti vacanti, sarebbe necessario un tasso di disoccupazione più elevato. Si renderebbe quindi necessaria una fase di recessione[7], e questo giustificherebbe l'esigenza di politiche monetarie di segno restrittivo.

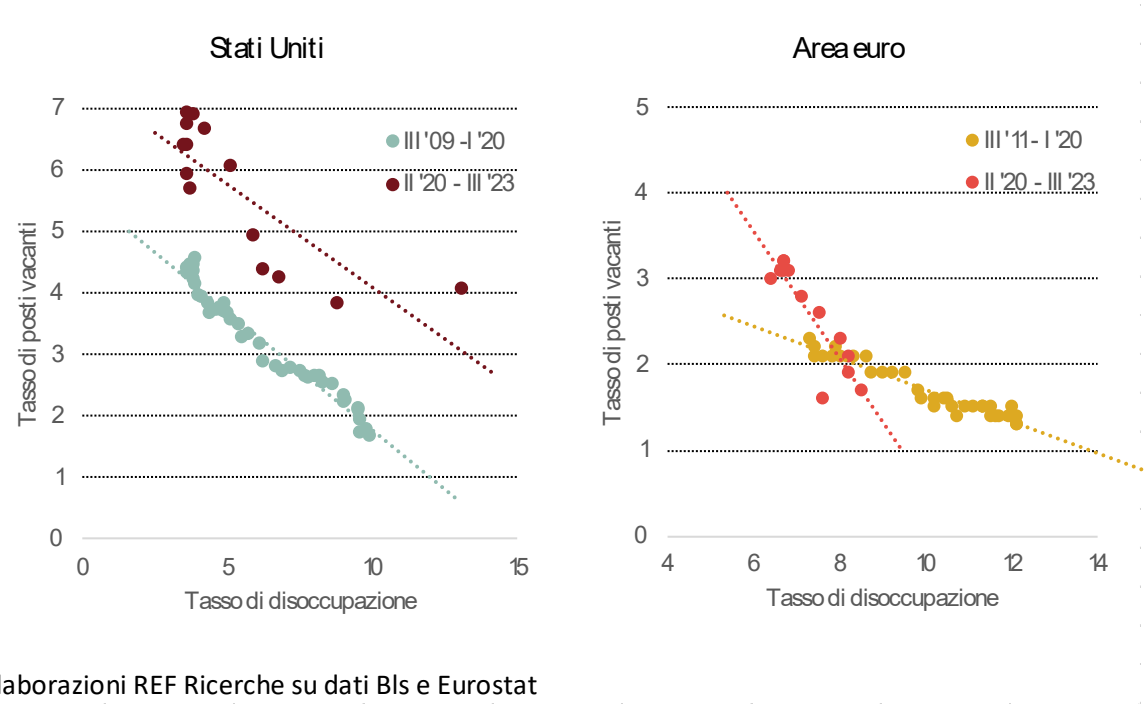
D'altra parte, il costo della disinflazione si ridurrebbe qualora la curva di Beveridge dovesse riportarsi spontaneamente nella posizione del periodo pre-pandemia; alcuni economisti della Fed[8] hanno ad esempio sottolineato che i fattori che hanno generato l'aumento delle vacancies sono del tutto straordinari, e in buona misura legati agli andamenti del periodo della pandemia che abbiamo descritto. Man mano però che il mercato del lavoro tende a superare le conseguenze della fase delle restrizioni, si dovrebbe osservare anche una riduzione dell'incidenza dei posti vacanti senza che necessariamente ciò sia associato a un aumento significativo del tasso di disoccupazione: in definitiva, la curva di Beveridge dovrebbe nuovamente traslarsi verso il basso. È quanto si è in effetti osservato nel corso dell'ultimo anno, con una contrazione del tasso di posti vacanti in presenza di un livello del tasso di disoccupazione sostanzialmente inalterato. È questa l'ipotesi del "soft landing", secondo la quale la Fed non dovrebbe necessariamente rischiare di mandare l'economia in recessione per prevenire un

[7] Blanchard O, Domash A, Summers L (2022) Bad News fo the Fed from the Beveridge Space, PIIE Policy brief.
Ball L, Leigh D, Mishra P (2022) Understanding US Inflation during the COVID-19 Era, Brookings Papers on Economic Activity, Fall

[8] Figura A., Waller C. (2022) What does the Beveridge curve tell us about the likelihood of a soft landing?, *FEDS Notes,* July

surriscaldamento delle condizioni del mercato del lavoro.
Un altro aspetto da evidenziare è inoltre relativo al fatto che gli andamenti osservati nel caso americano non hanno un riscontro puntuale nel caso nell'area euro, dove la traslazione della curva di Beveridge è invece meno evidente. Il tasso di posti vacanti, tuttora sui massimi, è comunque aumentato meno rispetto agli Usa, e il tasso di disoccupazione è rimasto su livelli molto bassi nonostante il forte rallentamento dell'economia osservato durante l'ultimo anno.

FIG. 9 – Curve di Beveridge



Elaborazioni REF Ricerche su dati Bls e Eurostat

3. Differenze Usa area euro

La rassegna proposta ha messo in luce come le diverse determinanti che hanno concorso a fare aumentare l'inflazione abbiano avuto impatti differenti nell'area euro rispetto agli Stati Uniti. Se l'effetto delle interruzioni nelle catene di fornitura ha rappresentato uno shock di tipo simmetrico, negli Stati Uniti hanno pesato molto di più gli effetti delle politiche fiscali sulla domanda, anche a seguito degli aumenti delle risorse destinate ai sussidi di disoccupazione, e per i riflessi che ciò ha avuto sulle decisioni di partecipazione al mercato del lavoro. Da questo punto di vista, il peso delle politiche fiscali nell'area euro è stato inferiore rispetto agli Usa, e anche il quadro del mercato del lavoro evidenzia minori squilibri dovuti anche al fatto che sono stati utilizzati strumenti diversi, come gli schemi di lavoro a orario ridotto. A fronte di ciò, invece, ha pesato molto di più in Europa l'aumento dei prezzi dell'energia indotto dalle restrizioni all'offerta di gas russo.
Su questi aspetti si sono soffermati alcuni studi che cercano di misurare il peso dei fattori di offerta e di domanda, in modo da cogliere le caratteristiche del processo inflazionistico. Un'analisi in questa

direzione è stata offerta in Shapiro[9] i cui risultati, riportati sul sito della Fed di San Francisco[10], suggeriscono la compresenza di fattori di offerta e di domanda nella spiegazione dell'accelerazione dell'inflazione Usa nel periodo post-pandemia, attribuendo un peso simile a entrambi. Queste analisi per il caso europeo non sono esattamente ripetibili a seguito di differenze nella disponibilità delle statistiche; tuttavia, alcuni studi che hanno cercato di replicare questa metodologia mostrano come il peso dei fattori di offerta sia risultato nel caso europeo decisamente maggiore rispetto al ruolo della domanda[11]. Questo è un aspetto centrale, soprattutto per una valutazione della risposta della politica monetaria ai rialzi dei prezzi, considerando che una restrizione monetaria è più efficace nel contrastare gli aumenti dei prezzi legati ad accelerazioni della domanda, ma lo è meno rispetto ad aumenti dei prezzi legati a riduzioni dell'offerta.

Per illustrare le caratteristiche del processo inflazionistico, i grafici che seguono mostrano l'andamento di un set di variabili, proponendo ancora un confronto fra area euro e Stati Uniti (FIG. 10).

Il primo aspetto è relativo alla dinamica del **costo del lavoro**. Uno dei punti più controversi della fase in corso è che un mercato del lavoro caratterizzato da segnali di tensione, a fronte di un tasso d'inflazione in aumento, non abbia portato ad una reazione salariale di analoga intensità. Difatti, i salari in termini reali si sono ridotti. Il clima di moderazione salariale è evidenziato dal grafico che mostra l'andamento del **costo del lavoro in termini reali** calcolato sulla base del deflatore del Pil. Questa variabile illustra il prezzo dell'input di lavoro per le imprese: è probabile che la scarsa reazione salariale agli aumenti dei prezzi sia fra i fattori che hanno favorito l'aumento della domanda di lavoro nel corso dell'ultimo biennio.

Inoltre, l'area euro ha perso in questa fase **ragioni di scambio**, mentre gli Stati Uniti ne hanno guadagnate, essendo esportatori netti di commodities energetiche. L'inflazione importata ha quindi fornito un contributo positivo alla crescita dei prezzi in Europa; tuttavia, questo effetto è in via di riassorbimento.

Un altro aspetto significativo è relativo alla minore crescita della **produttività** nell'area euro rispetto agli Usa nel periodo post-pandemico; è possibile che negli Stati Uniti le politiche fiscali e il guadagno di ragioni di scambio abbiano attivato maggiore crescita e, congiuntamente alle difficoltà di reperimento di manodopera, abbiano spinto le imprese ad adottare politiche di aumento della produttività. Diversamente, nell'area euro, proprio il sostegno agli schemi di lavoro a orario ridotto ha incoraggiato politiche di labour hoarding da parte delle imprese, soprattutto nel periodo delle limitazioni all'attività per la pandemia, favorendo quindi la stagnazione della produttività del lavoro.

Il differenziale di crescita della produttività del lavoro dei Paesi europei compensa la minore crescita del costo del lavoro in Europa, e difatti la

[9] Shapiro, A.H., "How Much Do Supply and Demand Drive Inflation?", *FRBSF Economic Letter*, No 2022-15, Federal Reserve Bank of San Francisco, 21 June 2022. Shapiro, A.H., "Decomposing Supply and Demand Driven Inflation", *Working Papers*, No 2022-18, Federal Reserve Bank of San Francisco, September 2022.

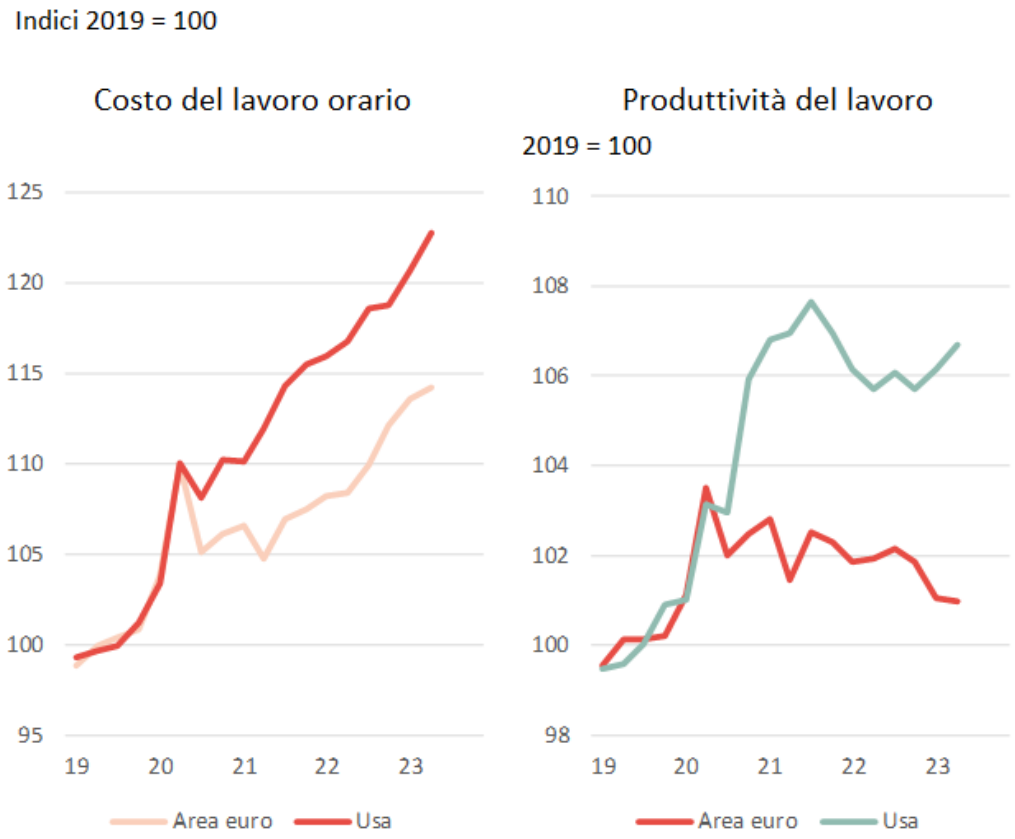
[10] La metodologia utilizzata classifica i diversi prodotti definendo quelli le cui dinamica riflette prevalentemente fattori di offerta piuttosto che di domanda. L'analisi trae spunto dal fatto che nel caso di shock di offerta i prezzi e l'attività economica di un settore sono influenzati nella stessa direzione; viceversa, nel caso di shock di domanda le due variabili si muovono nella stessa direzione. Pertanto, l'autore utilizza un set di equazioni relativi a prezzi e alle quantità di ciascuna delle voci del PCE e guarda al segno degli errori di stima dei prezzi e delle quantità per ciascuna voce; se i residui sono significativamente diversi da zero e hanno lo stesso segno l'inflazione di quella data voce è classificata come "da domanda", mentre l'opposto vale se gli errori hanno segno contrario; se i residui sono statisticamente non diversi da zero l'inflazione di quella voce non viene classificata.

[11] Firat M. e Hao O. (2023) Demand vs. Supply Decomposition of Inflation: Cross-Country Evidence with Applications IMF Working Paper WP/23/205

dinamica del **Clup** europeo nel periodo post-pandemia è risultata allineata a quella americana. Un aspetto sottolineato nel dibattito recente è poi anche il fatto che l'inflazione ha evidenziato una certa inerzia, seguendo solo parzialmente i prezzi delle materie prime nella fase di discesa. In generale, questo può riflettere le caratteristiche dei diversi settori e il lag temporale fra quotazioni di mercato delle commodities e i costi di produzione. Ne è derivato comunque un **aumento dei profitti unitari**. Già la pandemia aveva peraltro provocato dei problemi all'attività produttiva, tradottisi in alcuni casi in strozzature dal lato dell'offerta, e questo aveva portato ad incrementi dei markup in alcuni settori. L'aumento dei margini ha fornito un contributo positivo all'inflazione europea sino ai primi mesi del 2023[12], attenuando quindi l'effetto sui prezzi finali derivante dalla contrazione dei costi del gas.

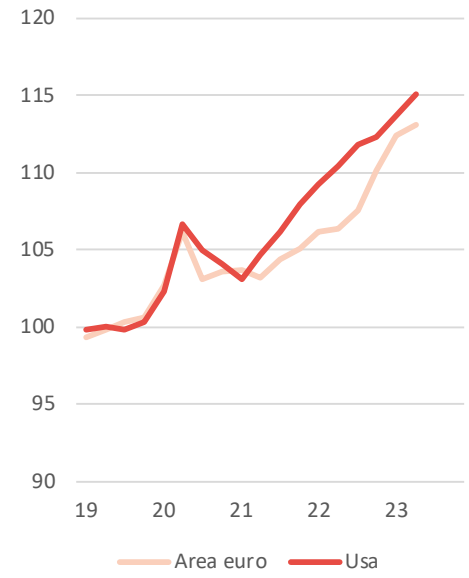
Riassumendo, l'inflazione europea, pur avendo evidenziato un andamento simile a quello degli Stati Uniti, è stata in parte attivata da canali differenti. Soprattutto, la perdita di ragioni di scambio e la minore produttività hanno inciso sui prezzi in misura maggiore, compensando l'effetto della minore crescita salariale.

FIG. 10 – Costo del lavoro e prezzi dopo la pandemia

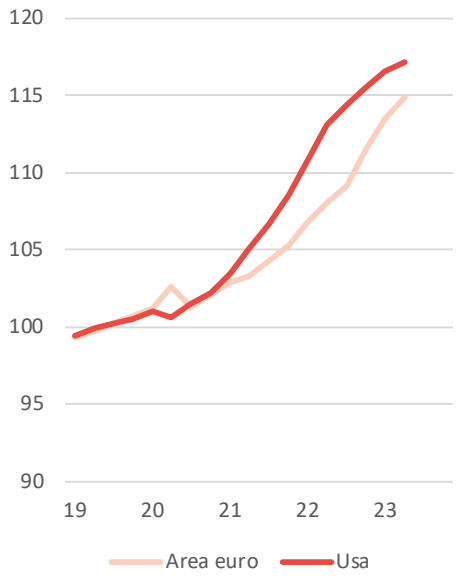


[12] Sul tema dell'andamento dei profitti unitari si veda Ecb (2023) How have unit profits contributed to the recent strengthening of euro area domestic price pressure? Economic Bulletin, Issue 4

Costo del lavoro per unità di prodotto



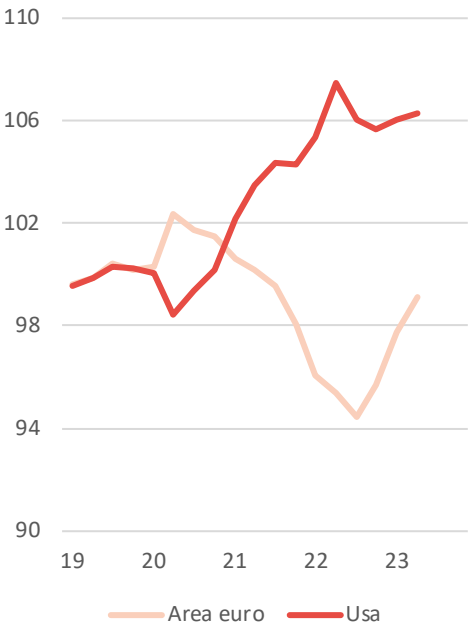
Deflatore del Pil



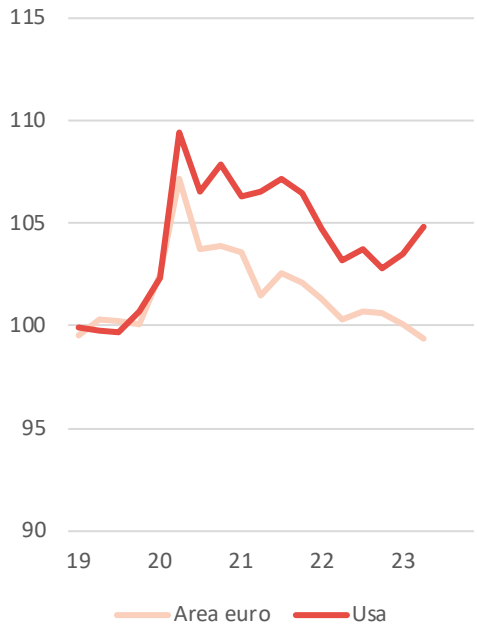
Elaborazioni REF Ricerche su dati Bls e Eurostat

Indici 2019 = 100

Ragioni di scambio



Costo del lavoro reale



4. Prospettive

Lo spegnimento delle tensioni legate ai mercati delle commodities e alle rotture delle catene del valore globali giustifica l'ipotesi che l'episodio inflazionistico che abbiamo attraversato venga archiviato come un fatto transitorio, legato a problemi di natura contingente.

Tuttavia, restano ancora alcune questioni aperte.

Si tratta di stabilire se l'inflazione degli anni scorsi abbia innescato comportamenti inerziali, soprattutto nelle variabili del mercato del lavoro, per cui la dinamica dei prezzi e dei salari potrebbe restare su ritmi comunque superiori agli obiettivi delle banche centrali, spingendo queste a mantenere alta la guardia, sino al punto da dovere spingere in recessione l'economia.

L'ipotesi prevalente è che la crescita dei salari si manterrà vivace nei prossimi due anni. Nel caso europeo contano anche i meccanismi legati ai ritardi nei rinnovi contrattuali, che comportano adeguamenti ritardati delle retribuzioni all'inflazione. La dinamica dei prezzi secondo le previsioni degli scenari più recenti[13] dovrebbe però posizionarsi su valori contenuti, sia perché dopo l'uscita dalle misure di distanziamento sociale ci si attende un andamento migliore della produttività europea, sia perché i margini delle imprese possono assorbire parte di tali aumenti dei costi. Inoltre, proprio l'ipotesi di un'inflazione più bassa e di un recupero dei salari reali giustifica gli scenari di relativa tenuta dei consumi e, in definitiva, l'ipotesi del soft landing. In questo scenario lo spegnimento delle tensioni sui prezzi si verificherebbe senza necessariamente rilevanti aumenti della disoccupazione.

È questa un'ipotesi favorevole, ma non scontata. Il 2024 è un anno incerto, nel quale vedremo dispiegarsi pienamente gli effetti del passato cambiamento di regime delle politiche monetarie sul quadro economico, in termini di andamento sia dei prezzi che della domanda.

[13] Si vedano ad esempio le Autumn Forecast della Commissione, European Economy (2023) Institutional Paper 258, November

2. LE TENDENZE DI LUNGO PERIODO DEI TASSI DI INTERESSE REALI

Domenico Delli Gatti ♦

- *Il tasso di interesse reale ha subito una diminuzione nel corso degli ultimi 30 anni negli USA e negli altri paesi avanzati.*
- *Secondo molti economisti questa dinamica è trainata dal tasso di interesse naturale, ossia dal tasso di interesse reale che emergerebbe "in equilibrio" se la politica monetaria fosse neutrale.*
- *La "conventional wisdom" fa discendere la riduzione del tasso naturale dalla stagnazione secolare, ossia dalla tendenza di lungo periodo del tasso di crescita del PIL potenziale a diminuire.*
- *Questa tendenza in realtà spingerebbe il risparmio a contrarsi e il tasso di interesse naturale ad aumentare, a parità di altre condizioni.*
- *Diversi altri fattori (demografici, tecnologici, distributivi) hanno spinto e spingono ad un aumento del risparmio ed una diminuzione degli investimenti nel lungo periodo e forniscono supporto alla tesi della riduzione del tasso naturale.*
- *Queste tendenze sono comunque reversibili. Non c'è sufficiente evidenza che induca a ritenere che questa tendenza sia destinata a durare nei prossimi decenni.*

1. Introduzione

Il tasso di interesse reale (a lungo termine) ha subito una chiara tendenza alla diminuzione nel corso degli ultimi 30 anni negli USA e negli altri paesi avanzati. Il rialzo dei tassi di interessi nominali a partire dal 2022 negli USA ha momentaneamente invertito questa tendenza ma è ancora presto per dire se l'inversione è destinata a continuare. Anche nei mercati emergenti si osserva un fenomeno di declino decennale dei tassi di interesse reali, sebbene la tendenza sia decisamente meno accentuata. Tra il 1990 e il 2015 il tasso nominale a lungo termine (dieci anni) di 20 paesi avanzati (di fonte FMI) è diminuito dal 9% al 2%. Il corrispondente tasso reale (calcolato sottraendo al tasso nominale le aspettative di inflazione) è sceso dal 5% a 0 (e in qualche trimestre è risultato negativo). King e Low (2014) hanno costruito un indicatore di tasso reale per il G7 (escludendo l'Italia) da cui emerge che il tasso di interesse reale medio è diminuito tra il 1990 e il 2015 nella stessa misura, ossia dal 5% a 0.

Questa tendenza al declino dei tassi reali si manifesta dopo una tendenza di segno opposto, ossia alla crescita dei tassi di interesse reali a livello globale successiva alla Grande depressione. Rimane da vedere se essa continuerà nei prossimi decenni o è destinata a cambiare nuovamente segno.

Il declino dei tassi reali nazionali è un fenomeno *country-specific* o un fenomeno globale? Farebbe propendere per la seconda ipotesi proprio il fatto che il tasso di interesse reale scende contemporaneamente in diversi paesi.

Secondo molti economisti, la tendenza al declino del tasso reale a lungo termine sarebbe determinata da una analoga tendenza al declino del *tasso di interesse (reale) naturale* -- indicato nella letteratura macroeconomica contemporanea con R* -- ossia il tasso di interesse reale che

♦ Università Cattolica del Sacro Cuore

emergerebbe "in equilibrio" se la politica monetaria fosse neutrale.[1] Il tasso naturale è una grandezza non osservabile che può essere estratta dai dati usando appropriate tecniche econometriche. Laubach e Williams (2003) trovano che il tasso naturale R* negli USA è diminuito di 3 punti percentuali dagli anni 80. Seguendo questa procedura si giungerebbe alla conclusione che R* è prossimo a zero. Del Negro, Giannone, Giannoni e Tambalotti (2017) presentano stime che confermano la tendenza al declino del tasso naturale e lo pongono in prossimità dell' 1%.

Personalmente sono indotto a prendere queste stime con un pizzico di scetticismo. Per diverse grandezze "naturali" non osservabili – ad esempio il PIL naturale o potenziale oppure il tasso di disoccupazione naturale nella sua declinazione empirica (NAIRU) – l'andamento del livello naturale estratto dai dati sembra seguire e non guidare le corrispondenti grandezze correnti. Ma prendiamo pure per buona la conclusione a cui giungono queste analisi: supponiamo che nel lungo periodo il tasso reale corrente R converga a R* e supponiamo che R* sia diminuito in misura rilevante negli ultimi decenni. Quali sono le motivazioni di questa discesa? Possiamo inferirne che il tasso naturale si collocherà a un livello stabilmente più basso di quello raggiunto nei decenni finali del secolo scorso? Se sì, quali sono le implicazioni per la politica monetaria?

Per rispondere a queste domande possiamo utilizzare diversi apparati concettuali caratterizzati da un tasso di interesse reale di lungo periodo (o di stato stazionario) che funge da àncora per il tasso di interesse reale corrente e che ricopre il ruolo di tasso di interesse naturale.

La "stance" di politica monetaria è influenzata dal tasso naturale ma non lo influenza. Si suppone che la banca centrale sia in grado di controllare il solo tasso reale corrente (un'ipotesi già piuttosto forte). Il "segno" della politica monetaria, quindi, è dato dall' *interest rate gap* R-R*. Un gap negativo segnala una politica monetaria accomodante e viceversa.

Nei paragrafi 2,3 e 4 presento (prevalentemente con lo strumento grafico) l'origine e il ruolo dell'interest rate gap in alcuni apparati concettuali. Nel paragrafo 2 presento un semplice schema Wickselliano basato su una scheda S (per il risparmio) e una scheda I (per l'investimento). Discuto poi brevemente un'estensione del primo apparato che fa uso anche della curva di Phillips. Entrambi gli apparati si basano sull'ipotesi che il tasso reale corrente sia "guidato" dal tasso naturale. Nel paragrafo 3 discuto dell'interest rate gap nella regola di Taylor. Dedico quindi il paragrafo 4 ad una breve disamina dell'interest rate gap nei modelli NK-DSGE (New Keynesian-Dynamic Stochastic General Equilibrium).

Secondo tutti i modelli precedenti, la dinamica di lungo periodo del tasso reale corrente è trainata dalla dinamica del tasso naturale. Se accettiamo queste premesse, l'osservazione empirica secondo la quale il tasso reale corrente dimostra una tendenza decrescente è dovuta ad una diminuzione del tasso di interesse naturale di lungo periodo.

Quindi dobbiamo chiederci quali siano le ragioni del declino del tasso naturale. La motivazione più diffusa (si vedano ancora Laubach e Williams (2003)) è che R* sia diminuito perché c'è una tendenza di lungo periodo alla riduzione della crescita economica *(secular stagnation)*. Ne discuto nel paragrafo 5.

Nello schema Wickselliano, la riduzione del PIL potenziale dovuta alla stagnazione secolare non si traduce necessariamente in una riduzione del

[1] La politica monetaria è neutrale quando non influisce sulle grandezze reali.

tasso naturale. Questo fenomeno si verifica solo se la riduzione del PIL potenziale ha un effetto di riduzione degli investimenti più accentuato della riduzione dei risparmi.

Nei due paragrafi successivi presento tendenze (diverse dalla stagnazione secolare) che vanno nella direzione di accrescere il risparmio (paragrafo 6) e ridurre gli investimenti (paragrafo 7). Tenendo presenti questi fattori di lungo periodo, la discesa del tasso naturale si spiega andando oltre la pura e semplice stagnazione secolare.

Nel paragrafo 8 discuto brevemente l'ipotesi secondo la quale la discesa del tasso naturale sia dovuta al cosiddetto rendimento di convenienza ("convenience yield") ossia il premio che l'emittente di titoli privati deve pagare all'investitore per convincerlo a rinunciare alla sicurezza e liquidità ("safety and liquidity") garantita dai titoli risk free, ad esempio i titoli di Stato americani.

Secondo alcuni economisti, la diminuzione del tasso di interesse naturale a livello nazionale riflette un declino storico di un (non osservabile) tasso naturale (o neutrale) *globale*, ossia relativo all'economia mondiale. Secondo le stime di Lukasz e Smith (2015), il tasso globale neutrale si è ridotto di 4.5% dagli anni '80 e si colloca stabilmente attorno all'1%. Ne parlo nel paragrafo 9. Nel paragrafo 10 traggo qualche conclusione.

2. Tasso d'interesse corrente e tasso d'interesse naturale: uno schema Wickselliano

Concettualmente R* si può identificare con il tasso di interesse *naturale* introdotto da Wicksell (1898) e ripreso nella letteratura contemporanea da Woodford (2003). Il tasso di interesse naturale si determina in equilibrio generale, ossia quando il mercato dei beni e il mercato del lavoro sono in equilibrio.

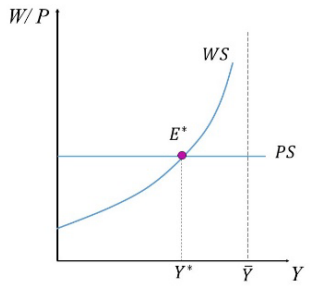
Se il salario reale fosse pienamente flessibile, in equilibrio per il mercato del lavoro si raggiungerebbe la piena occupazione delle forze di lavoro, scomparirebbe la disoccupazione involontaria e il PIL raggiungerebbe il livello di pieno impiego $\bar{Y}$. Ma questa condizione ideale non si verifica mai nella realtà. Il mercato del lavoro è caratterizzato da "frizioni" (potere di mercato delle imprese, capacità contrattuale dei lavoratori sindacalizzati, ecc.) per cui l'equilibrio si realizza ad un livello di occupazione inferiore al livello delle forze di lavoro disponibili e quindi un *tasso di disoccupazione naturale* (per usare l'espressione introdotta da Friedman) piccolo ma ancora positivo (stimato attorno al 4-5% per gli USA). Pertanto, quando il mercato del lavoro è in equilibrio in presenza di frizioni, il Pil si caratterizzerà per un livello "naturale" Y^* inferiore al PIL di pieno impiego. Il PIL naturale viene comunemente identificato con il PIL *potenziale* dell'economia, che si ritiene essere il PIL a cui converge l'economia nel "lungo periodo" (un'ipotesi su cui ci sarebbe da discutere).

La differenza tra output corrente e output potenziale va sotto il nome di *output gap*: $Y - Y^*$.

La determinazione del PIL potenziale si può rappresentare sul piano $\left(\frac{W}{P}, Y\right)$ come in FIG. 1. La retta PS (Price setting rule) rappresenta il salario reale offerto dalle imprese ai lavoratori. La posizione sul piano di questa retta dipende dalla produttività del lavoro e dal margine di profitto (o mark-up) delle imprese. La curva WS (Wage setting rule) rappresenta il salario reale contrattato dai lavoratori sindacalizzati. Si tratta di una curva crescente perché, al crescere della produzione e quindi dell'occupazione (ossia al ridursi del tasso di disoccupazione), aumenta il potere contrattuale dei sindacati e aumenta il salario richiesto dai lavoratori. Questa curva tende asintoticamente alla retta verticale che rappresenta il PIL che si otterrebbe se tutte le forze di lavoro fossero

occupate. L'equilibrio sul mercato del lavoro in presenza di frizioni si determina nel punto E* al livello di PIL Y*.

FIG 1 – Determinazione del PIL potenziale



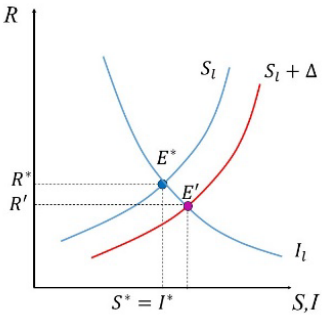
Quando i flussi di commercio estero in entrata e in uscita da un paese sostanzialmente si equivalgono, si realizza l'equilibrio sul mercato dei beni se il risparmio aggregato (ossia il reddito non consumato) eguaglia la somma di investimenti delle imprese (in macchinari e attrezzature) e spesa pubblica. Il risparmio è funzione crescente del reddito e del tasso di interesse reale: $S = s(R, Y; \sigma)$. Il parametro σ cattura tutti i fattori che accrescono la propensione delle famiglie a risparmiare (diversi da R e Y). Nel *lungo periodo* il PIL è al suo livello potenziale. Ne discende che il risparmio è $S_l = s(R; Y^*, \sigma)$.

Con linguaggio ottocentesco possiamo identificare il risparmio di lungo periodo delle famiglie con l'offerta di fondi mutuabili ("loanable funds") provenienti dai soggetti in surplus finanziario (le famiglie) che possono essere dati a prestito ai soggetti in deficit finanziario (imprese e settore pubblico). Questi fondi mutuabili costituiscono l'unica fonte di finanziamento esterno per i soggetti in deficit finanziario *in un modo ideale* in cui sono assenti gli intermediari finanziari e la banca centrale.

La domanda di fondi mutuabili proviene da imprese e settore pubblico. La domanda di fondi delle imprese coincide con gli investimenti, che sono funzione crescente del reddito e decrescente del tasso di interesse reale $I = k(R, Y; \zeta)$ dove ζ è un parametro generico che cattura tutti i fattori che accrescono la propensione delle imprese a investire. Nel lungo periodo, quando il PIL è al suo livello potenziale, la spesa in beni d'investimento è $I_l = k(R; Y^*, \zeta)$.

Il tasso di interesse reale naturale si determina quando il mercato dei beni è in equilibrio e il PIL è al suo livello potenziale, ossia quando $s(R; Y^*, \sigma) = k(R; Y^*, \zeta) + G$. Pertanto si avrà equilibrio sul mercato dei beni e sul mercato del lavoro per un tasso di interesse naturale R* che sarà funzione di tutte le variabili esogene $R^* = f(Y^*, \sigma, \zeta, G)$. La determinazione del tasso di interesse naturale in questo semplice schema S-I è rappresentata dal punto E* in FIG. 2.

FIG 2 – Determinazione del tasso di interesse naturale e dell'interest rate gap nel modello Wickselliano S-I



Il tasso di interesse naturale dipende quindi dai fattori che determinano (i) il PIL naturale (incluse le frizioni che caratterizzano il mercato del lavoro), (ii) le scelte di consumo/risparmio delle famiglie ("thrift"), catturate da σ, (iii) le scelte di investimento delle imprese, catturate da ζ. Come fece notare lo stesso Wicksell il tasso naturale non è costante ma può cambiare per effetto delle

variazioni esogene dei suddetti fattori. Su alcuni di essi ci soffermeremo tra breve.

La politica monetaria e la propensione degli intermediari ad estendere credito non influenza il tasso *naturale* di interesse ma influisce sul tasso di interesse reale *corrente R*. Il tasso di interesse corrente sarà inferiore a quello naturale se i fondi mutuabili messi a disposizione dei soggetti in deficit eccedono quelli di lungo periodo S_l. L'eccesso di fondi mutuabili può realizzarsi in presenza di intermediari finanziari che accrescono l'ammontare di fondi mutuabili oltre il risparmio delle famiglie. Indichiamo l'offerta di fondi mutuabili in presenza di intermediari con $L = S_l + \Delta$ dove Δ è l'ammontare di fondi mutuabili creato dagli intermediari. Per il momento immaginiamo che il livello dei prezzi non reagisca alla presenza di fondi mutuabili in eccesso. Pertanto, in presenza di intermediazione finanziaria, in equilibrio sul mercato dei fondi mutuabili avremo: $s(R; Y^*, \sigma) + \Delta = k(R; Y^*, \zeta) + G$. Il tasso di interesse (di equilibrio sul mercato dei fondi mutuabili) sarà quindi $R' = g(Y^*, \sigma, \zeta, G, \Delta)$. Se Δ >0 avremo $R' < R^*$ (l'interest rate gap sarà negativo)[2]. Questa situazione è rappresentata dal punto E' nella FIG. 2.

Secondo Wicksell in questo caso il livello dei prezzi comincerà a crescere e si creerà un processo di *inflazione da credito* (un processo cumulativo ascendente dei prezzi). Viceversa, se Δ <0 avremo $R > R^*$ e si verificherà un processo cumulativo discendente dei prezzi. In altri termini, in presenza di un interest rate gap si crea un processo cumulativo di variazione dei prezzi.

Finora abbiamo supposto che siano gli intermediari finanziari e/o la banca centrale a generare un interest rate gap ma si potrebbe manifestare un interest rate gap anche se il tasso di interesse naturale variasse e le condizioni monetarie non si adeguassero rapidamente. Supponiamo ad esempio che per uno shock negativo agli investimenti il tasso naturale diminuisca. Se il tasso corrente non si adegua (ossia se la banca centrale fa sì che il tasso corrente rimanga al livello precedente lo shock) avremo un fenomeno di deflazione.

Wicksell ritiene che il processo cumulativo di variazione dei prezzi induca la banca centrale e il sistema finanziario a riportare R' verso R*. Ad esempio, in presenza di un interest rate gap negativo, se il livello dei prezzi continuasse a crescere, si ridurrebbe la disponibilità di credito *in termini reali* inducendo R' a convergere a R*. Nei termini della FIG. 2, il punto di equilibrio si sposterebbe da E' a E*.

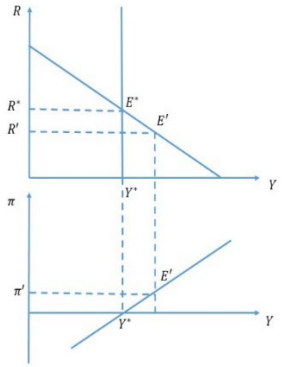
Gli effetti inflazionistici o deflazionistici dell'interest rate gap rimangono per così dire "sullo sfondo" del modello S-I. Possiamo usare una sua estensione per studiare meglio la dinamica dei prezzi. Consideriamo quindi un semplice modello macroeconomico che fa uso dell'equilibrio sul mercato dei beni (racchiuso in una curva IS), dell'equilibrio sul mercato del lavoro (sintetizzato nel PIL potenziale) e della curva di Phillips. L'equilibrio sul mercato dei beni si verifica quando S=I+G ossia $sY = A - R$ dove il membro di sinistra di questa equazione è la funzione del risparmio (s è la propensione al risparmio) e il membro di destra la funzione di investimento[3]: A è la domanda autonoma di beni d'investimento, in parte privata (Z) e in parte pubblica (G): $A = Z + G$. La condizione di equilibrio si può riscrivere come segue: $Y = a(A - R)$ con a=1/s. Si tratta dell'equazione della retta IS sul piano (Y, R). La

[2] Ovviamente la banca centrale può influenzare il comportamento di erogazione del credito da parte degli intermediari. Una politica monetaria espansiva crea o amplifica un interest rate gap negativo e viceversa.

[3] Per semplicità supponiamo che il risparmio non sia elastico al tasso di interesse e che gli investimenti non siano elastici al reddito.

retta IS è rappresentata nel grafico superiore della figura 3. Se il mercato del lavoro è in equilibrio, il PIL è al suo livello potenziale Y*. Rappresentiamo il PIL potenziale con la retta verticale. L'equilibrio sul mercato dei beni e del lavoro si ottiene quindi quando $sY^* = A - R$ ossia quando il tasso di interesse è al suo livello naturale $R^* = A - sY^*$. Il punto E* rappresenta l'equilibrio naturale.

FIG. 3 - Determinazione del tasso di interesse naturale e dell'interest rate gap nel modello IS-CP



Nel grafico inferiore rappresentiamo la Curva di Phillips (CP) sul piano (Y, π). Si tratta di una retta crescente di equazione $\pi = \omega(Y - Y^*)$. Quando il reddito è al suo livello potenziale, il tasso di disoccupazione sarà quello naturale sicché salari e prezzi non mutano, ossia l'inflazione è nulla. L'inflazione è positiva se si verifica un output gap positivo $(Y - Y^* > 0)$ – nel qual caso il tasso di disoccupazione è al di sotto del suo livello naturale) – e viceversa.

Se la banca centrale induce un aumento della liquidità in circolazione (rispetto a quella in condizioni di neutralità), R scende al di sotto di R* (R'<R*) e l'aumento della domanda aggregata crea un output gap positivo (Y'>Y*). Il punto E' nel grafico superiore rappresenta l'equilibrio sul mercato dei beni quando il tasso reale è R'. Usando le espressioni precedenti, possiamo scrivere l'output gap come segue: $Y' - Y^* = -a(R' - R^*)$.

L'output gap è inversamente proporzionale all'interest rate gap.

In presenza di un output gap positivo si verifica un tasso di inflazione positivo come mostra il punto E' sulla curva di Phillips nel grafico inferiore:

$\pi' = \omega(Y' - Y^*) = -\omega a(R' - R^*)$.

Anche in questo modello, come nell'apparato concettuale di Wicksell, quando l'interest rate gap diventa negativo si crea inflazione.

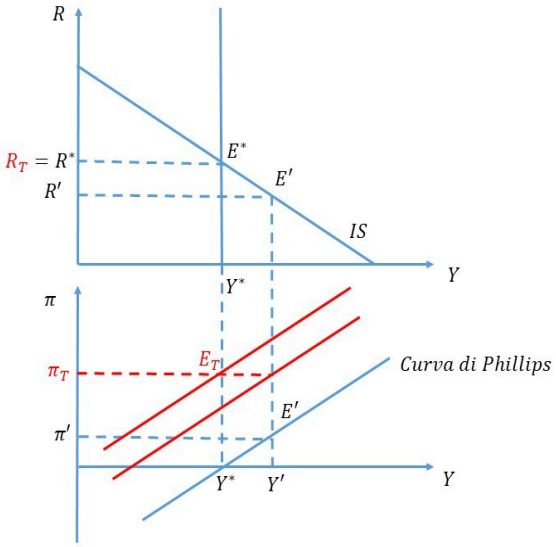
Supponiamo ora che gli agenti si formino aspettative di inflazione secondo un meccanismo adattivo ($\pi_t^e = \pi_{t-1}$) e che la curva di Phillips incorpori tali aspettative ("expectations augmented Phillips Curve"):

$\pi_t = \pi_{t-1} + \omega(Y - Y^*)$.

Consideriamo la figura 4. Nell'equilibrio naturale iniziale il tasso di inflazione atteso è nullo. Se la banca centrale fissa il tasso di interesse a R' (ossia se l'interest rate gap è negativo), si genera un output gap positivo che, a sua volta, genera una *spirale inflazionistica* ossia il tasso di inflazione aumenta: il livello dei prezzi accelera. La curva di Phillips di sposta verso l'alto per la pura e semplice revisione delle aspettative. In questo caso: $\pi_t - \pi_{t-1} = \omega(Y' - Y^*) = -\omega a(R' - R^*)$. In altri termini, la *variazione dell'inflazione è inversamente proporzionale all'interest rate gap.* Questo fenomeno è illustrato dallo spostamento delle rette in rosso nella FIG. 4.

E' ragionevole pensare che la banca centrale, preoccupata dal rischio di iperinflazione, corra prima o poi ai ripari facendo aumentare il tasso di interesse reale corrente per riportarlo al livello del tasso naturale (e drenando quindi liquidità) al fine di bloccare la spirale dei prezzi. Quando la banca centrale inverte il segno della politica monetaria – diciamo nel periodo T – e fa risalire R fino al livello $R_T = R^*$, l'output gap si annulla e l'inflazione *si stabilizza* al livello raggiunto prima della manovra restrittiva: $\pi_{T+1} = \pi_T$ (si guardi il punto E_T nel grafico inferiore della FIG. 4).

FIG. 4- Incremento dell'inflazione e ritorno all'equilibrio naturale nel modello IS-CP (con aspettative adattive)



Un gap tra tasso d'interesse corrente e tasso d'interesse naturale potrebbe realizzarsi anche per effetto di una variazione del tasso naturale. Supponiamo, ad esempio, che aumenti la propensione al risparmio delle famiglie. Ne discenderà una riduzione del tasso di interesse naturale (a parità di PIL naturale). Se il tasso corrente rimanesse invariato si determinerebbe un interest rate gap positivo e un output gap negativo. Ne discenderebbe una spirale deflazionistica. Prima o poi la banca centrale correrebbe ai ripari riducendo il tasso reale corrente per portarlo al nuovo livello del tasso naturale attraverso un'opportuna iniezione di liquidità.

Si noti che le due situazioni (spirale inflazionistica e spirale deflazionistica) non sono simmetriche. In caso di deflazione, infatti, per mantenere invariato il tasso reale occorre che la banca centrale riduca il tasso di interesse nominale in linea con il tasso di deflazione. In questo caso prima o poi si toccherà lo Zero Lower Bound (ZLB).

3. L'interest rate gap nella regola di Taylor

Quest'anno compie trent'anni la Regola di Taylor, proposta nel 1993 dall'economista statunitense John Taylor per "interpretare" le decisioni di politica monetaria dell'allora Presidente della Fed Alan Greenspan. Secondo Taylor la Fed fissa(va) il tasso di interesse (nominale) sui Federal Funds, indicato con R^n seguendo una regola molto semplice:

$$R^n = R^* + \pi + \alpha_y(Y - Y^*) + \alpha_\pi(\pi - \pi^*)$$

dove R^* è il tasso di interesse reale "di equilibrio" di lungo periodo (ovvero di stato stazionario) – che possiamo interpretare come il tasso naturale; Y^* e π^* sono gli obiettivi di reddito e di tasso di inflazione rispettivamente. L'obiettivo di reddito coincide col reddito potenziale. La differenza $\pi -$

π^* è l'inflation gap. I valori che Taylor attribuiva alle variabili esogene e ai parametri della Regola che avrebbe preso il suo nome erano: $R^* = 0{,}02$; $\alpha_y = \alpha_\pi = 0{,}5$; e $\pi^* = 0{,}02$.

Se gli obiettivi di PIL e inflazione fossero pienamente raggiunti, (ossia $Y = Y^*$ e $\pi = \pi^*$) la regola di Taylor si ridurrebbe a $R^n = R^* + \pi^*$. Nella condizione di equilibrio di lungo periodo, quindi, il tasso di interesse nominale sarebbe fissato dalla banca centrale in modo da ottenere un tasso di interesse reale $R = R^n - \pi^*$ uguale al tasso di lungo periodo R^*. Quest'ultimo quindi gioca un ruolo di benchmark per la politica monetaria.

Se il tasso di inflazione fosse superiore al tasso di inflazione obiettivo e/o se il PIL fosse superiore al PIL potenziale, il tasso di interesse nominale salirebbe, per decisione della banca centrale, in modo da generare un tasso di interesse reale R superiore al tasso di lungo periodo R* (ossia un interest gap positivo) al fine di riportare il tasso di inflazione e il reddito verso gli obiettivi. Simmetricamente se il tasso di inflazione fosse inferiore al tasso di inflazione obiettivo e/o se il PIL fosse inferiore al PIL di lungo periodo, il tasso di interesse nominale scenderebbe in modo da generare un tasso di interesse reale R inferiore al tasso R*.

La regola di Taylor è una *feedback rule*: la banca centrale modifica lo strumento di politica monetaria, ossia il tasso di interesse, come risposta ad allontanamenti dello scenario macroeconomico (sintetizzato dalla coppia costituita da reddito e tasso di inflazione) dallo scenario ideale (in cui il reddito è al livello potenziale e il tasso di inflazione è al suo livello obiettivo).

Il "segno" della politica monetaria può essere inferito dall'osservazione dell'interest rate gap, ossia la differenza tra tasso di interesse reale corrente determinato dalla regola di Taylor e tasso naturale. Possiamo ricavare l'interest rate gap manipolando opportunamente la regola di Taylor:

$$R - R^* = \alpha_y(Y - Y^*) + \alpha_\pi(\pi - \pi^*)$$

Dato il tasso naturale, una riduzione del tasso di interesse reale può essere attribuita a condizioni di sotto-occupazione e/o deflazione.

In questo contesto cambia la logica con cui si guarda alla politica monetaria. In Wicksell l'interest rate gap è frutto dell'alterazione dell'equilibrio risparmi-investimenti generato dalla creazione di credito. Non si esaminano le ragioni che inducono la banca centrale a favorire una divaricazione tra variazione del credito e risparmio. Secondo la regola di Taylor, invece, la banca centrale crea deliberatamente una divaricazione tra tasso corrente e tasso naturale, modificando la liquidità aggregata e il tasso reale corrente a fini di stabilizzazione macroeconomica. Si noti però che se la stabilizzazione riesce, nel lungo periodo l'inflation gap e l'output gap si richiuderanno inducendo la convergenza del tasso reale corrente verso quello naturale. Anche in questa logica quindi ci si attende che il tasso naturale faccia da àncora per il tasso reale corrente perché l'obiettivo della banca centrale è in definitiva proprio quello di eliminare l'interest rate gap.

4. L'interest rate gap nel modello NK-DSGE

Nei modelli NK-DSGE (New Keynesian-Dynamic Stochastic General Equilibrium), R* coincide col tasso di interesse di stato stazionario, che a sua volta è uguale al *tasso di preferenza intertemporale*. Questa conclusione segue dalla condizione di ottimo per la famiglia rappresentativa che va sotto il nome di equazione di Eulero: $U'(C_t) = (1 + R)\beta U'(C_{t+1})$ dove U'(C) è l'utilità marginale del consumo C; β è il fattore di

sconto intertemporale. Se ipotizziamo, per semplicità, utilità logaritmica, dalla condizione precedente segue: $C_t = \frac{C_{t+1}}{(1+R)\beta}$. Nel lungo periodo l'economia raggiunge lo stato stazionario ossia una condizione nella quale il consumo non cambia nel tempo: $C_t = C_{t+1} = C^*$. Di conseguenza, nello stato stazionario $(1+R)\beta = 1$ ossia $R^* = \frac{1}{\beta} - 1 = R_p$ dove R_p è il tasso di preferenza intertemporale. Pertanto, il tasso naturale è determinato interamente dal tasso di preferenza intertemporale R_p e riflette il grado di impazienza dell'individuo rappresentativo.

Nel modello NK-DSGE più semplice, non ci sono investimenti per cui si verifica equilibrio sul mercato dei beni quando C=Y. Il livello di reddito di stato stazionario si realizza quando non ci sono impedimenti alla flessibilità dei prezzi: il PIL di equilibrio è caratterizzato da prezzi flessibili e lo possiamo identificare con il PIL potenziale Y*. Anche in questi modelli il PIL potenziale è determinato dal potere di mercato delle imprese e da fattori tecnologici (in modo concettualmente non dissimile da quanto fatto vedere sopra in FIG. 1).

Se la banca centrale adotta una politica monetaria espansiva, generando un interest rate gap negativo (R<R*), avremo $(1+R)\beta$<1 e il consumo corrente risulterà maggiore del consumo futuro, con un effetto di espansione della scala di produzione aggregata. Una politica monetaria espansiva induce quindi un aumento (temporaneo) del consumo corrente e del PIL, che sale sopra il potenziale (output gap positivo). L'effetto positivo della politica monetaria sul PIL reale si verifica perché nel corso della transizione i prezzi sono relativamente rigidi (la rigidità nominale si aggiunge, in questi modelli, alle frizioni del mercato del lavoro discusse in precedenza). Ciò implica che l'iniezione di liquidità necessaria a spingere il tasso reale verso il basso non si scarichi interamente sulle grandezze nominali. Poiché la manovra monetaria è temporanea, col trascorrere del tempo il consumo e il PIL scenderanno tornando di nuovo al consumo di stato stazionario e il tasso di interesse corrente risalirà convergendo nuovamente al tasso naturale. Anche in questa logica quindi ci si attende che il tasso naturale faccia da àncora per il tasso reale corrente.

5. Stagnazione secolare e tasso naturale

Quali sono le determinanti della riduzione del tasso di interesse naturale nel corso dell'ultimo mezzo secolo? La motivazione più diffusa (Laubach e Williams, 2003) è che R* sia diminuito perché esiste una tendenza di lungo periodo alla riduzione della crescita economica ("secular stagnation") che possiamo interpretare, con gli strumenti concettuali introdotti finora, come una riduzione del (tasso di crescita del) PIL potenziale. In altri termini in questa letteratura si ipotizza che il tasso di interesse naturale sia correlato *positivamente* al tasso di crescita potenziale. Hanno richiamato l'attenzione per primi su questo fenomeno, con riferimento agli USA, Gordon (2012) e Summers (2014)[4].

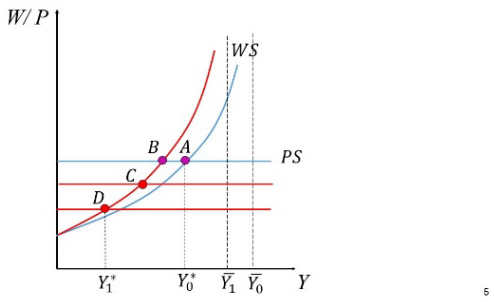
Concorrono alla riduzione del PIL potenziale diversi fattori. L'elemento più evidente e spesso richiamato della stagnazione secolare è la *transizione demografica* nei paesi avanzati. La ridotta dinamica demografica che si sperimenta dalla fine del baby boom negli anni 60 riduce la disponibilità di forza lavoro e va nella direzione di ridurre la dinamica del PIL potenziale.[5] Ciò emerge

[4] Per un modello di questo fenomeno si vedano Eggertsson, Mehrotra e Robbins (2019).

[5] Mitigano questa tendenza (ma non l'annullano): l'aumento della partecipazione femminile alle forze di lavoro, la diffusione dell'istruzione (che riduce lo "skill mismatch") e il miglioramento della salute della popolazione (che riduce la perdita di ore lavorate a causa delle assenze per malattia).

chiaramente dalla FIG. 5. Per effetto della riduzione delle forze di lavoro, la retta verticale che rappresenta il pieno impiego si sposta a sinistra e la WS si sposta verso l'alto. L'equilibrio naturale è caratterizzato da un più basso PIL potenziale: si veda il passaggio da A a B.

FIG. 5 – Variazioni del PIL potenziale



Va nella stessa direzione la *riduzione della produttività del lavoro* e *l'aumento del potere di mercato delle imprese* evidenziata nella letteratura sul declino del dinamismo industriale ("declining business dynamism") negli USA (Akcigit e Ates 2021).

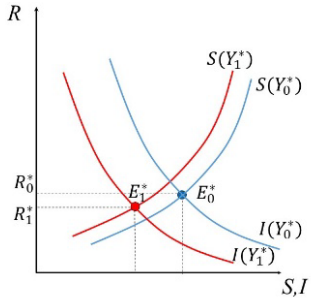
La riduzione della produttività del lavoro riduce il salario reale (che ad essa è ancorato). Per effetto della riduzione della produttività del lavoro, la retta orizzontale che rappresenta PS si sposta verso il basso. L'equilibrio naturale è caratterizzato da un più basso PIL potenziale: si veda il passaggio da B a C. L'aumento del potere di mercato delle imprese è catturato da un aumento del mark up che induce un'ulteriore riduzione del salario reale. Ne discende un ulteriore spostamento verso il basso della retta orizzontale che rappresenta PS. L'equilibrio naturale è caratterizzato da un più basso PIL potenziale: si veda il passaggio da C a D. Si avrà quindi una diminuzione marcata del PIL naturale (e un aumento rilevante del tasso di disoccupazione naturale).

In D il salario reale è diminuito e si è verificata anche una *diminuzione della quota del lavoro sul PIL*. La riduzione della quota distributiva spettante ai lavoratori è un altro fatto empirico stilizzato enfatizzato nella letteratura sul declino del dinamismo industriale negli USA).

Usiamo ora lo schema Wickselliano S-I per studiare gli effetti della riduzione del PIL potenziale sul tasso di interesse naturale. Si noti che la riduzione del PIL potenziale, a parità di altre condizioni, ha effetti sia sul risparmio che sugli investimenti. Si verifica una *riduzione del risparmio* per ogni tasso di interesse, ossia uno spostamento della scheda S verso l'alto. Questo elemento da solo spingerebbe il tasso naturale verso l'alto. La riduzione del PIL potenziale però, genera anche una *riduzione degli investimenti* per ogni tasso di interesse, ossia uno spostamento della scheda I verso il basso. A fronte di una diminuzione del PIL potenziale si verifica una diminuzione del tasso naturale solo se il secondo effetto è più rilevante del primo[6]. Nella FIG. 6 rappresentiamo questi spostamenti e supponiamo implicitamente che gli investimenti siano più sensibili al reddito dei risparmi. Ne discende una diminuzione del tasso di interesse reale. Si noti che in questo contesto la riduzione del tasso di interesse reale si accompagna a una riduzione significativa sia dei risparmi che degli investimenti di equilibrio. Questo fenomeno non si riscontra nei dati, che mostrano una sostanziale costanza del rapporto tra risparmi ed investimenti.

[6] La forma ridotta del tasso naturale ricavata nel paragrafo 2 è : $R^* = f(Y^*, R^K, \sigma, \zeta, G)$. Si verifica facilmente che se il PIL potenziale si riduce, l'effetto sul tasso naturale dipende dalla grandezza relativa della diminuzione degli investimenti rispetto alla diminuzione dei risparmi.

FIG. 6 – Effetti della diminuzione del PIL potenziale nel modello Wickselliano S-I



Nel quadro concettuale Wickselliano c'è una correlazione *positiva* tra dinamica del PIL potenziale e dinamica del tasso di interesse naturale (come previsto dall'ipotesi di stagnazione secolare) solo sotto opportune condizioni. A favorire la tendenza alla discesa del tasso di interesse naturale militano diversi altri fattori, alcuni dei quali relativi al risparmio, altri agli investimenti che studiamo nei prossimi due paragrafi.

6. Fattori che tendono ad accrescere il risparmio

Ci sono almeno 4 tendenze che vanno nella direzione di *accrescere il risparmio*, ossia che agiscono sul risparmio in direzione opposta alla riduzione del PIL potenziale.

S-1 Quando la produttività diminuisce, anche il reddito futuro delle famiglie (e quindi il consumo futuro) si riduce. Pertanto le famiglie consumano di meno e risparmiano di più nel periodo corrente per mitigare l'impatto dello shock sul consumo futuro. Quindi il risparmio aumenta per effetto della riduzione del reddito futuro atteso[7].

S-2 Empiricamente, l'indebolimento del dinamismo industriale è associato a un aumento della diseguaglianza. I cambiamenti della distribuzione funzionale del reddito segnalano la riduzione della quota del PIL che va a remunerare il lavoro mentre i cambiamenti della distribuzione personale del reddito segnalano l'aumento della quota di reddito totale appropriata dalla frazione più ricca (il top 10%) tra i percettori di reddito. Su questi fenomeni insiste la vasta letteratura inaugurata da Piketty (2014). È noto che le famiglie caratterizzate da redditi più alti e i percettori di dividendi (spesso le due figure coincidono) hanno una propensione al risparmio più alta dei percettori di reddito da lavoro e delle famiglie meno ricche. Quindi l'aumento della diseguaglianza genera un aumento del risparmio aggregato.

S-3 La transizione demografica implica un aumento della quota della popolazione costituita da anziani (al di sopra dei 65 anni). Secondo la teoria del ciclo vitale l'invecchiamento della popolazione dovrebbe ridurre la propensione collettiva a risparmiare. Gli anziani, infatti, essendo in larghissima maggioranza inattivi e con reddito ridotto (pensioni) hanno una propensione a risparmiare più bassa dei giovani in età da lavoro. Accanto agli anziani inattivi, però, la popolazione comprende anche giovanissimi inattivi, ossia soggetti giovani che non hanno ancora raggiunto l'età da lavoro. Per ovvi motivi i giovanissimi consumano ma non risparmiano. L'insieme dei giovani sotto i 15 anni e degli anziani sopra i 65 è la popolazione inattiva, ossia non in età da lavoro. Un aumento del *rapporto di dipendenza* ("dependency ratio") ossia della quota di popolazione non in età da lavoro sulla popolazione attiva (ossia sulla forza lavoro) riduce il risparmio. In realtà questa quota è diminuita negli ultimi 50

[7] Ciò si può vedere chiaramente mettendo insieme la Consumption Euler equation $C_t = \frac{C_{t+1}}{(1+R)\beta}$ e il vincolo di bilancio intertemporale $C_{t+1} = Y_{t+1} + (1+R)S_t = Y_{t+1} + (1+R)(Y_t - C_t)$. Si ottiene il consumo corrente ottimale: $C_t = \frac{1}{\beta+1}\left(\frac{Y_{t+1}}{1+R} + Y_t\right)$. Il risparmio corrente risulta essere $S_t = \frac{\beta}{\beta+1}Y_t - \frac{Y_{t+1}}{(\beta+1)(1+R)}$. La diminuzione del reddito futuro quindi accresce il risparmio corrente.

anni e per questa via il risparmio è aumentato. Questo fenomeno però dovrebbe invertirsi nei prossimi decenni (il rapporto di dipendenza cioè dovrebbe aumentare per effetto preponderante dell'invecchiamento della popolazione e il risparmio di conseguenza dovrebbe diminuire.

S-4 Negli ultimi decenni si sono verificati diversi episodi di aumento improvviso dell'incertezza e della preoccupazione per le prospettive future ("fear economy" per usare il termine coniato da Krugman in occasione dell'attacco alle Torri Gemelle) motivati da crisi geopolitiche (ad esempio, oltre all'attacco alle Torri Gemelle, l'invasione russa dell'Ucraina) oppure da crisi sanitarie di massa come la pandemia da Covid 19. La "fear economy", per ovvi motivi, accresce il *risparmio precauzionale*.

Possiamo catturare le tendenze da S-1 a S-4 con un aumento del parametro σ (da σ_0 a σ_1) che induce uno spostamento della scheda S verso il basso. La scheda S quindi si sposta verso l'alto per effetto della riduzione del PIL potenziale e verso il basso per effetto delle tendenze da S-1 a S-4. Se queste ultime prevalgono l'effetto complessivo sarà uno spostamento finale della scheda S verso il basso. Si veda a questo proposito la FIG. 7.

7. Fattori che tendono a ridurre l'investimento

Ci sono inoltre 3 tendenze che vanno nella direzione di *ridurre l'investimento*.

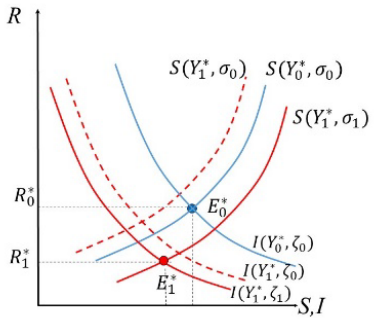
I-1 Il peggioramento del quadro industriale (stagnazione secolare intesa come declino del dinamismo industriale) ha probabilmente influito negativamente sulle prospettive di profitto delle imprese. Questo fenomeno può aver causato una riduzione dell'efficienza marginale del capitale (nell'accezione di Keynes). Ciò implica uno spostamento verso il basso della funzione d'investimento.

I-2 E' stata rilevata una significativa riduzione del prezzo dei beni capitali rispetto ai beni di consumo (-30% dal 1980). Secondo Thwaites (2015) questo fenomeno ha indotto le imprese a spendere meno in beni d'investimento in proporzione al PIL.

I-3 Si è verificata anche, nello stesso arco temporale, una tendenza alla diminuzione degli investimenti pubblici. Anche questo fenomeno può aver influito negativamente sulla spesa complessiva in beni d'investimento.

Possiamo catturare le tendenze da I-1 a I-3 con una diminuzione del parametro ζ (da ζ_0 a ζ_1) che induce uno spostamento della scheda I verso il basso che si aggiunge a quella dovuta alla riduzione del PIL potenziale. Ciò comporta una riduzione rilevante del tasso di interesse naturale, come mostrato in FIG. 7. Questa riduzione del tasso naturale non richiede una sostanziale variazione di risparmi ed investimenti in equilibrio.

FIG. 7 - Effetti della diminuzione del PIL potenziale e del cambiamento di σ e di ζ nel modello Wickselliano S-I



8. La corsa alla sicurezza e alla liquidità

Del Negro e Giannone ricavano dall'analisi econometrica la conclusione che il tasso naturale si è effettivamente ridotto negli ultimi trent'anni. Come si può conciliare questa evidenza empirica con l'apparato concettuale NK-DSGE? Avendo questo apparato concettuale in mente, la

riduzione del tasso naturale potrebbe spiegarsi solo con un minor grado di impazienza degli individui, un fenomeno che è arduo documentare empiricamente. Del Negro e co-autori ricorrono invece alla nozione di *rendimento di convenienza* ("convenience yield") per proporre una interpretazione alternativa della riduzione del tasso reale. Il convenience yield (Y_c) -- introdotto da Krishnamurty e Vissing-Jorgensen (2012) -- è il premio che l'emittente di titoli privati deve pagare all'investitore per convincerlo a rinunciare alla sicurezza e liquidità *(safety and liquidity)* garantita dai titoli risk free, ad esempio i titoli di Stato americani. In base a questa teoria il tasso reale corrente è il prodotto $(1+R)Y_c$. Ricordiamo che dalla Consumption Euler equation, nello stato stazionario si ricava la condizione $(1+R)\beta = 1$. In presenza di convenience yield, la condizione di stato stazionario diventa $(1+R)Y_c\beta = 1$ per cui il tasso naturale diventa $R^* = \frac{1}{\beta Y_c} - 1$. Nel lungo periodo, quindi, l'aumento del rendimento di convenienza riduce il tasso naturale di interesse.

Notiamo che in questi modelli il tasso naturale R^* è del tutto indipendente dal PIL potenziale. Anche con questo apparato concettuale, la riduzione del PIL potenziale (con prezzi perfettamente flessibili) Y* potrebbe spiegarsi con un regresso tecnologico o con un aumento del potere di mercato delle imprese come in figura 5). Una riduzione del PIL potenziale Y* però non ha effetti sul tasso naturale, contrariamente a quel che accade nei modelli precedenti.

9. Esiste un tasso di interesse naturale mondiale? E se sì, come si evolve?

Come si è detto in apertura, la tendenza alla diminuzione del tasso di interesse reale è generalizzata e molto evidente in tutti i paesi industrializzati. Se accettiamo le premesse dei ragionamenti fatti in precedenza, la discesa del tasso reale è trainata dalla discesa del tasso naturale in ciascuno e tutti i paesi coinvolti. Ciò ha indotto a ipotizzare che esista un benchmark internazionale che guida la discesa dei tassi naturali nazionali, che la letteratura indica con "global neutral rate" e che noi definiremo *tasso naturale mondiale.*

Il tasso naturale mondiale è determinato dall'equilibrio S=I a livello internazionale (si veda Lukasz e Smith, 2015). Pertanto, dipende dalla dinamica dell'attività economica (PIL potenziale) a livello mondiale e dai fattori di "productivity and thrift" che spostano le curve di risparmio ed investimento, sempre a livello mondiale.

In verità la dinamica dell'economia globale non mostra un accentuato declino di lungo periodo. In altri termini l'ipotesi di stagnazione secolare, che può funzionare (seppur con diversi *caveat*) per spiegare il declino del tasso di interesse naturale nei paesi avanzati, non ha altrettanta efficacia esplicativa per quanto riguarda il declino del tasso naturale globale. Ciò perché a livello globale la dinamica ancora sostenuta della crescita nei paesi emergenti compensa la tendenza riflessiva del PIL potenziale nei paesi avanzati. Non si può escludere peraltro che la stagnazione secolare si manifesti a livello globale nei prossimi decenni.

Per quanto riguarda il risparmio globale, il fenomeno più rilevante (non catturato nella lista da S-1 a S-4) è la "flight to safety and liquidity" che si è manifestata dopo la crisi asiatica per effetto dei massicci acquisti di titoli USA da parte dei paesi emergenti e in particolare della Cina. Questo fenomeno è alla radice del "saving glut" mondiale evidenziato da Bernanke (2005, 2015). L'effetto di questo rilevante incremento del risparmio globale è l'emergere del *rendimento di convenienza* di cui abbiamo parlato precedentemente. Secondo Lukasz e Smith, il tasso naturale globale si attesta attorno all'1% (cioè 4,5 punti percentuali in meno rispetto al livello degli anni 80 del secolo scorso). Si ritiene che questo fenomeno sia non reversibile

e che quindi la probabilità di toccare lo ZLB in futuro non sia trascurabile.

10. Conclusioni

Come diceva Keynes "nel lungo periodo siamo tutti morti". Il futuro è di fatto inconoscibile e possiamo solo fare una "educated guess" su cosa succederà da oggi a, diciamo, cinque anni. Non me la sento quindi di fare previsioni su quanto lunga sia la durata della diminuzione del tasso reale corrente (che dal 2022 sembra essersi invertita), tanto meno su quanto lunga sia la durata della diminuzione del tasso di interesse naturale, che è pur sempre innanzitutto una costruzione intellettuale. Posso solo umilmente esprimere una congettura sulla persistenza delle tendenze evidenziate precedentemente, la diminuzione del tasso di crescita del PIL potenziale, le tendenze all'aumento del risparmio (da S-1 a S-4), le tendenze alla diminuzione dell'investimento (da I-1 a I-3), la fuga verso la sicurezza e la liquidità dell'investimento finanziario e il global saving glut. Tutte, tranne forse la transizione demografica (riduzione delle forze di lavoro e invecchiamento della popolazione nei paesi avanzati e in prospettiva in alcuni paesi emergenti come la Cina) sono suscettibili di inversione. Quanto sia probabile questa inversione non ci è dato sapere (e personalmente non sono disposto a fare scommesse). Ciò detto, se la riduzione del tasso naturale fosse destinata a durare nel tempo, se cioè ci trovassimo di fronte ad un cambiamento epocale che porta stabilmente il tasso naturale da un intorno del 2% (come stimato da Taylor) ad un intorno dell'1%, il rischio di episodi di deflazione potrebbe aumentare, inducendo un aumento anche del rischio di cozzare contro lo ZLB. Non sarebbe saggio, quindi, mandare al macero la cassetta degli strumenti che le banche centrali si sono costruite per affrontare questi episodi.

Riferimenti bibliografici

Akcigit U. e Ates T. (2021), "Ten Facts on declining business dynamism and lessons from endogenous growth theory", American Economic Journal: Macroeconomics 2021, 13(1), pp. 257–298

Del Negro M., Giannone D., Giannoni M. e Tambalotti A. (2017), "Safety, liquidity and the natural rate of interest", Brookings Papers on Economic Activity, Spring 2017

Eggertsson G., Mehrotra N. e J. Robbins (2019), "A Model of secular stagnation:Theory and quantitative Evaluation", American Economic Journal: Macroeconomics, 11(1), pp.1–48

Florio A., Lossani M. e Nardozzi G. (2013), From the global financial crisi to global monetary rules: a Wicksellian view, Rubbettino

Gordon R. (2012), "Is US economic growth over?, NBER WP 18315

King M. e Low D. (2014), "Measuring the world real interest rate", NBER WP, 19887

Krishnamurty A. e Vissing-Jorgensen A. (2012), "The aggregate demand for Treasury debt", Journal of Political Economy, v. 120, n.2, pp. 233-267

Laubach T. e Williams J.C. (2003), "Measuring the natural rate of interest", The Review of Economics and Statistics, v. 85, pp. 1063-1070

Lukasz R. e Smith T. (2015), "Secular drivers of the global real interest rate", Bank of England Staff WP 571.

Piketty T. (2014), Capital in the 21st century, Harvard University Press.

Summers (2014), "US economic prospects: secular stagnation, hysteresis and the zero lower bound", Business Economics, v. 49, n.2

Wicksell K. (1898), Geldzins un Guterpreise, edizione italiana: Interesse monetario e prezzo dei beni, UTET, 1977.

Woodford M. (2003) Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy, Princeton University Press.

3. ECCESSO DI LIQUIDITA' E PORTAFOGLIO-TITOLI DELLE BANCHE CENTRALI: QUALE ASSETTO DOPO LE POLITICHE MONETARIE QUANTITATIVE?

Angelo Baglioni ♦

- *La fine delle politiche di quantitative easing pone le banche centrali di fronte ad una scelta: riassorbire l'eccesso di liquidità creato con quelle politiche, ritornando ad un assetto operativo basato sulla scarsità di riserve bancarie, oppure mantenerlo (seppure in misura ridotta)? La questione è rilevante non solo per l'efficacia nella gestione della politica monetaria, ma anche per il destino dell'ampio portafoglio-titoli accumulato dalle banche centrali, nonché per la gestione della liquidità delle banche e per il funzionamento del mercato interbancario.*
- *A livello internazionale, prevale l'opzione di mantenere nel lungo periodo un sistema basato sull'eccesso di liquidità. Spingono in questa direzione le difficoltà nella stima puntuale della domanda di riserve bancarie, necessaria per attuare un sistema con riserve scarse, e i problemi di instabilità finanziaria che il ritorno ad una scarsità di riserve potrebbe creare.*
- *La Fed, la Bank of England e la Bank of Canada hanno già annunciato che alla fine del processo di normalizzazione il loro assetto operativo sarà quello, già in essere, in cui l'obiettivo operativo della politica monetaria è il livello dei tassi di interesse a breve termine e tale obiettivo viene perseguito nell'ambito di un sistema con eccesso di liquidità.*
- *Questo è anche lo schema seguito attualmente dalla Bce, che tuttavia non ha ancora ufficializzato la sua posizione. In un orizzonte di medio termine (entro cinque anni) un ritorno ad uno schema basato sulla scarsità di riserve appare improbabile: esso richiederebbe una forte accelerazione del quantitative tightening in corso, attraverso la riduzione dello stock di titoli detenuti dall'Eurosistema.*

Introduzione

L'uscita dalle politiche monetarie ultra-espansive dello scorso decennio ha posto le banche centrali di fronte a un bivio: assorbire completamente l'eccesso di liquidità creato con quelle politiche, ritornando ad uno schema operativo basato sulla scarsità di riserve bancarie, oppure mantenere un eccesso di riserve, seppure ridotto rispetto agli anni del *quantitative easing*? Il quesito ha rilevanti implicazioni per la gestione della politica monetaria, per il funzionamento del mercato interbancario e la gestione della liquidità bancaria, nonché per il destino dell'ampio portafoglio-titoli accumulato dalle banche centrali attraverso i massicci programmi di acquisto di attività finanziarie, compresi i titoli di Stato, realizzati negli anni scorsi.

Questo capitolo affronta questo tema cercando dapprima di chiarire concettualmente i tre diversi schemi operativi che si sono succeduti nel tempo: *interest rate steering* (IRS) con scarsità di riserve, *quantitative easing* (QE) e *new normal*. Passeremo poi ad esaminare le tendenze emerse a livello internazionale, con particolare riguardo agli USA e

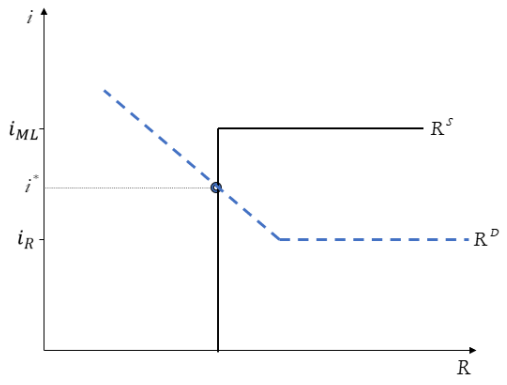
♦ Università Cattolica del Sacro Cuore

al Regno Unito, nella fase di uscita dalle politiche eccezionalmente espansive degli anni scorsi e di normalizzazione della politica monetaria. Come vedremo, le banche centrali di questi paesi (e di altri) hanno già esplicitamente optato per un regime che mantiene un eccesso di liquidità, riducendo solo parzialmente la dimensione del loro bilancio, che era notevolmente aumentata durante gli anni del QE. Anche la Bce mantiene un eccesso di liquidità, nonostante abbia avviato uno smaltimento del portafoglio-titoli, peraltro molto graduale. Ci si attende che la Bce chiarisca quale sarà il suo assetto operativo nel lungo periodo al termine della revisione attualmente in corso.

1. Tre schemi di gestione della politica monetaria[1]

Lo schema operativo tradizionale, prevalente in molti paesi prima della crisi finanziaria del 2007/2008, è l'*interest rate steering* (IRS) con scarsità di liquidità sul mercato interbancario e una gestione attiva della offerta di riserve bancarie da parte della banca centrale. Questa comunica al mercato un livello desiderato per il tasso interbancario a breve termine (tipicamente *overnight*), che è l'obiettivo operativo della politica monetaria: questo annuncio definisce l'orientamento (*stance*) della politica monetaria. Grazie alla sua posizione di monopolio nella creazione di riserve bancarie, la banca centrale è in grado di collocare l'offerta di riserve al livello necessario affinché il mercato interbancario sia in equilibrio ad un livello di tassi di interesse in linea con il suo obiettivo. Questo meccanismo di controllo monetario si basa sulla relativa scarsità di riserve bancarie e sulla gestione attiva dell'offerta di riserve da parte della banca centrale: interventi frequenti, anche giornalieri. Inoltre, questo approccio si basa su due tassi di policy, quello applicato alle riserve bancarie (la *deposit facility* nell'area-euro) e quello applicato alle operazioni di rifinanziamento marginale (*marginal lending facility*), che forniscono i due limiti (rispettivamente inferiore e superiore) al corridoio dei tassi del mercato monetario: per questo motivo viene chiamato "sistema a corridoio" (*corridor system*). Esso è rappresentato nella FIG. 1, dove: i è il tasso interbancario, i^* è il suo livello di equilibrio (generalmente in linea con il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principale nell'area-euro), R^S e R^D sono rispettivamente l'offerta e la domanda di riserve bancarie, i_{ML} e i_R sono i tassi di interesse applicati al rifinanziamento marginale e alle riserve bancarie rispettivamente.

FIG. 1 – Interest rate steering/corridor system

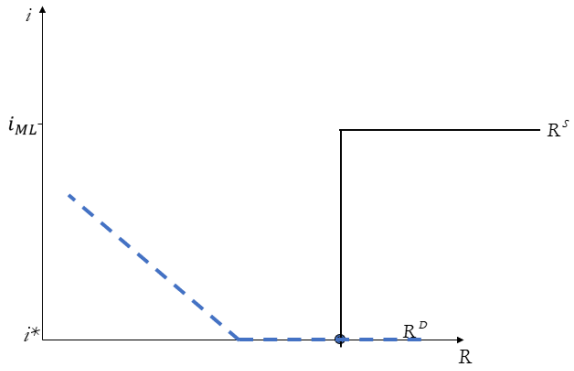


Con il passaggio al QE, l'orientamento della politica monetaria non è più identificato dal livello dei tassi d'interesse, ma dalla dimensione del bilancio della banca centrale: questo è il nuovo obiettivo operativo della politica monetaria, ed è

[1] Questa sezione offre un'esposizione molto sintetica dei modelli di gestione operativa della politica monetaria. Per un maggiore approfondimento, si veda Baglioni (2021).

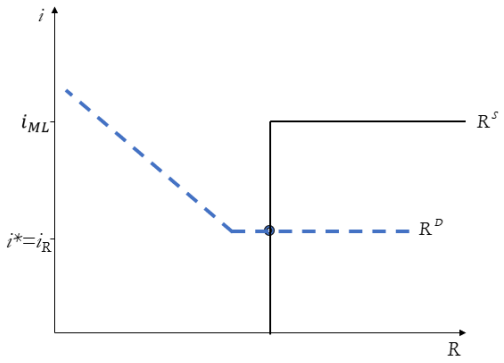
influenzato principalmente dai programmi di acquisto di attività finanziarie. Poiché a ogni acquisto di titoli da parte della banca centrale corrisponde un'emissione di base monetaria, i programmi di acquisto su larga scala finiscono per creare un eccesso strutturale di riserve bancarie. Lo schema di controllo monetario è quindi caratterizzato da un eccesso di offerta sul mercato interbancario, che spinge i tassi di mercato verso il limite inferiore del sistema: per questo motivo si parla di "sistema a pavimento" (*floor system*). Esso è illustrato nella FIG. 2, dove il *floor* coincide con lo *Zero Lower Bound* (ZLB).

FIG. 2 – Quantitative easing/floor system



L'uscita dalle politiche di QE ha generalmente condotto ad un assetto che possiamo chiamare "*new normal*", che presenta le seguenti caratteristiche. Il livello dei tassi di interesse torna ad essere il principale obiettivo operativo della politica monetaria. Tuttavia, questo obiettivo viene raggiunto in un *floor system*, in cui il mercato delle riserve bancarie è caratterizzato da un eccesso di offerta: la banca centrale gestisce il proprio portafoglio-titoli al fine di mantenere un'abbondante liquidità nel sistema, seppure inferiore a quella tipica del regime QE. Il tasso di *policy* rilevante è il tasso di interesse pagato sulle riserve bancarie, che si discosta dallo ZLB (si veda la FIG. 3). Infine, i nuovi strumenti (le politiche "non convenzionali") rimangono nella "cassetta degli attrezzi" delle banche centrali, che possono decidere di avviare nuovi programmi di acquisto di titoli e di prestiti a lungo termine al settore bancario se ritengono che possano essere utili per allentare la *stance* o preservare la trasmissione della politica monetaria.

FIG. 3 – New normal



2. La normalizzazione della politica monetaria statunitense

Negli Stati Uniti, il primo ciclo di normalizzazione della politica monetaria ebbe luogo tra il 2014 e il 2019, quando la Fed uscì dalle politiche di QE adottate per affrontare la grande crisi finanziaria. Nel gennaio 2019, il Federal Open Market Committee (FOMC) chiarì che l'*ample reserves regime* sarebbe stato lo schema operativo della Fed per gli anni a venire.[2] Questa decisione fu basata sull'analisi effettuata dallo staff della Fed. Il risultato di tale analisi, riportato nel verbale della

[2] Si veda Fed (2019).

riunione del FOMC del 7-8 novembre 2018,[3] fu che il *corridor system* aveva funzionato bene prima della crisi finanziaria, quando la domanda di riserve era abbastanza stabile e largamente influenzata dalle esigenze di pagamento e dagli obblighi di riserva; dopo la crisi, invece, vi era incertezza sul fatto che la domanda di riserve sarebbe stata sufficientemente stabile. Si riteneva che il *floor system* fosse più affidabile, in quanto in tale regime i tassi del mercato monetario non sono sensibili alle piccole fluttuazioni della domanda e dell'offerta di riserve. I membri del FOMC convennero che il regime con ampie riserve era in grado di fornire un buon controllo dei tassi del mercato monetario a breve termine in una varietà di condizioni di mercato, riducendo la necessità di una gestione attiva dell'offerta di riserve.

Un'altra ragione, addotta dai membri del FOMC per optare per un regime di gestione della politica monetaria con abbondanti riserve in eccesso, è che esso potrebbe migliorare la stabilità finanziaria e ridurre i rischi operativi nel sistema dei pagamenti. La questione è stata ampiamente affrontata in un rapporto della Fed di New York,[4] che mostra come il ridimensionamento del bilancio della Fed fino all'estate del 2019, unitamente ad alcuni requisiti di liquidità che inducono le grandi banche statunitensi a mantenere ampi saldi presso la Fed, abbia prodotto uno stress significativo nel mercato monetario statunitense, aumentando la volatilità dei tassi di interesse. La tensione tra normalizzazione della politica monetaria e stabilità finanziaria è riemersa nella primavera del 2023, quando alcune banche statunitensi sono fallite. Per far fronte alla crisi di liquidità, che da quelle banche minacciava di estendersi ad altre banche statunitensi, la Fed ha introdotto una nuova linea di credito: *Bank Term Funding Program*.[5]

D'altra parte, nel dibattito interno al FOMC sulla normalizzazione della sua politica, alcuni partecipanti hanno sostenuto che il regime con ampie riserve presenta un inconveniente rilevante, ossia gli ingenti interessi passivi associati alla remunerazione delle riserve. Ciò potrebbe sollevare alcune difficoltà legate alla reputazione e alla comunicazione della Fed. Per dirla con le parole di Ben Bernanke: "the Fed does face an appearance problem from the fact that it is writing checks to banks".[6]

Il risultato del dibattito interno al FOMC fu che, nell'uscire dalle politiche di QE adottate a seguito della crisi finanziaria, la Fed non ritornò al precedente schema operativo, basato sulla scarsità di riserve e sul controllo dei tassi di interesse attraverso frequenti operazioni di mercato aperto da parte della Fed di New York. Al contrario, la Fed avviò un processo di normalizzazione che portò ad uno schema operativo caratterizzato dall'abbondanza di riserve bancarie: il *new normal* che osserviamo oggi. Come si può vedere nella FIG. 4, il calo delle riserve durante gli anni di uscita dal QE (2014 - 2019) non si spinse fino al punto di eliminare l'ammontare di riserve in eccesso creato in precedenza, che anzi è rimasto piuttosto ampio.

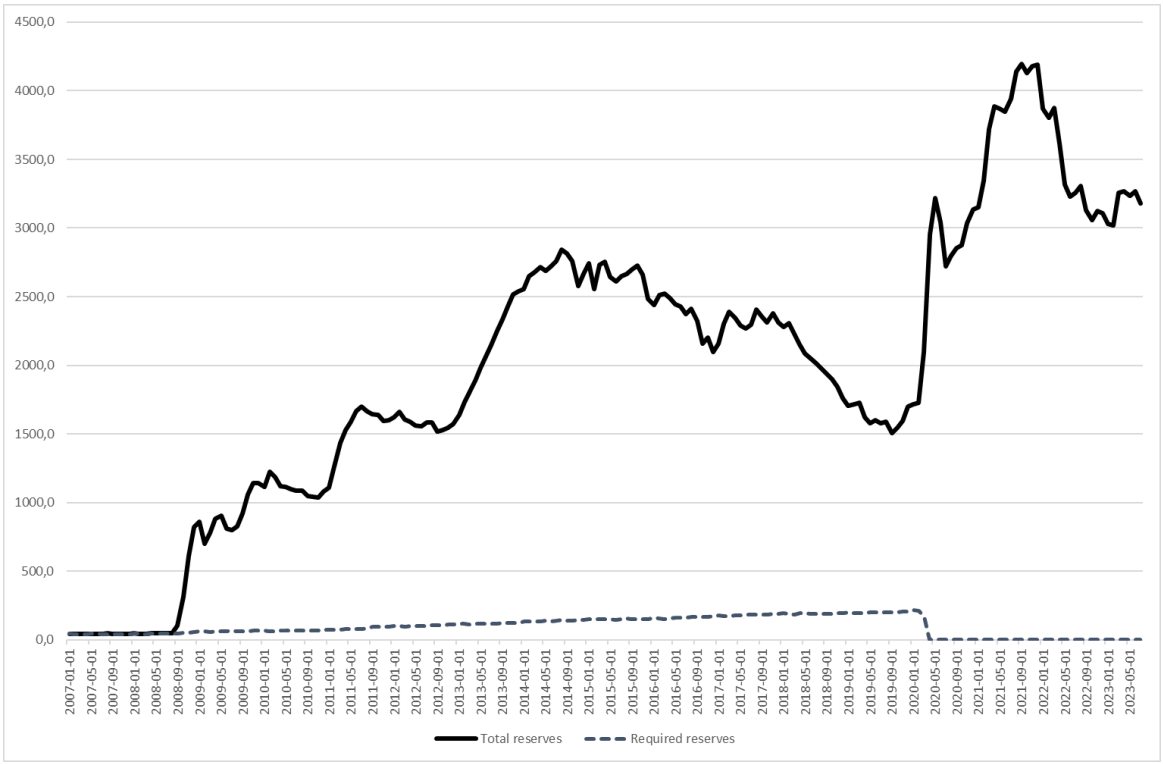
[3] Si veda: https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcminutes20181108.pdf .

[4] Si veda Copeland e altri (2021).

[5] Si veda Baglioni (2023).

[6] Si veda Bernanke - Kohn (2016).

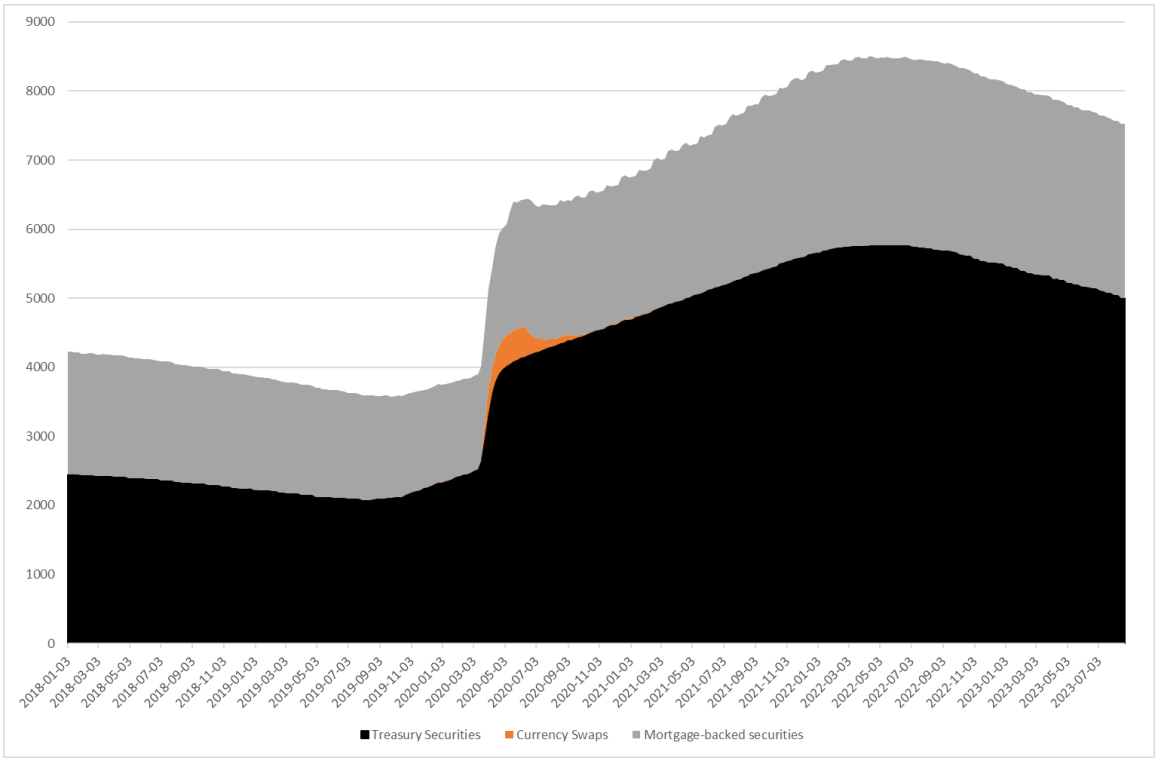
FIG. 4 – Riserve bancarie negli USA
(miliardi di dollari – dati mensili 2007/1 – 2023/7)



Fonte: nostre elaborazioni su dati del Federal Reserve Economic Data (FRED), Federal Reserve Bank of St. Louis

Il secondo ciclo di normalizzazione della politica monetaria statunitense, tuttora in corso, è quello iniziato dopo la fine della crisi pandemica e sotto la necessità di affrontare la forte spinta inflazionistica in atto. La fase di *tapering* è iniziata nel novembre 2021, quando il FOMC ha deciso di iniziare a ridurre il ritmo mensile degli acquisti netti di attività finanziarie: da 80 a 70 miliardi di dollari per i titoli del Tesoro e da 40 a 35 miliardi di dollari per le *Mortgage Backed Securities* (MBS). Altre riduzioni sono state decise nei mesi successivi, fino alla cessazione degli acquisti netti di attività nel marzo 2022. Il *quantitative tightening* (QT) è iniziato nel giugno 2022, quando il reinvestimento dei proventi, derivanti dai titoli in scadenza detenuti dalla Fed, ha iniziato a essere limitato alla parte eccedente alcune soglie mensili. Per i titoli del Tesoro, la soglia è stata inizialmente fissata a 30 miliardi di dollari, per poi essere portata a 60 miliardi dopo tre mesi. Per le MBS, la soglia è stata inizialmente fissata a 17,5 miliardi di dollari e portata a 35 miliardi dopo tre mesi. Da allora, le dimensioni del portafoglio titoli della Fed e del suo bilancio sono diminuite costantemente (si veda la FIG. 5), aggiungendo un'ulteriore restrizione monetaria a quella attuata attraverso la politica dei tassi di interesse.

FIG. 5 – Portafoglio-titoli della Fed
(miliardi di dollari - consistenze, dati settimanali 3/1/2018 – 23/8/2023)



Fonte: nostre elaborazioni su dati del Federal Reserve Economic Data (FRED), Federal Reserve Bank of St. Louis

Al termine di questo processo di normalizzazione, lo schema operativo della Fed è tornato al *new normal* raggiunto prima della crisi pandemica, caratterizzato da un approccio *interest rate steering* in un regime di abbondante liquidità (*ample reserve regime*). Questo risultato è stato anticipato dal FOMC in una dichiarazione rilasciata nel gennaio 2022, che contiene i *Principles for reducing the size of the Federal Reserve's balance sheet*. Tra gli altri, i due principi fondamentali sono i seguenti:

- "*The Committee views changes in the target range for the federal funds rate as its primary means of adjusting the stance of monetary policy*".
- "*Over time, the Committee intends to maintain securities holdings in amounts needed to implement monetary policy efficiently and effectively in its ample reserves regime*".

Nel loro insieme, questi due principi indicano che la politica monetaria degli Stati Uniti viene attuata regolando il livello dei tassi d'interesse e, allo stesso tempo, mantenendo un eccesso di offerta di riserve bancarie sufficientemente ampio, tale che i tassi del mercato monetario si mantengano prossimi al limite inferiore, a sua volta fornito dai due *administered rates*: il tasso d'interesse sulle riserve bancarie e quello applicato ai *reverse repos* (operazioni di deposito degli intermediari non

bancari presso la Fed), che delimitano la fascia (FF *target range*) entro la quale viene mantenuto il tasso *overnight* del mercato interbancario.[7] Per mantenere questo eccesso di riserve dal lato del passivo del bilancio della banca centrale, il portafoglio-titoli (dal lato dell'attivo) dovrà rimanere abbastanza ampio al termine della fase di QT. Alla fine di questo processo di aggiustamento, una volta raggiunto il livello-obiettivo di liquidità in eccesso, la gestione del portafoglio-titoli non avrà alcun ruolo segnaletico relativo alla *stance* di politica monetaria, mentre manterrà un ruolo puramente tecnico: quello di mantenere l'offerta di riserve sufficientemente ampia, compensando il *trend* e la volatilità dei fattori autonomi di assorbimento di base monetaria (circolante e settore pubblico). Il grafico 4 mostra che, dopo un anno di QT, l'ammontare delle riserve in eccesso rimane ancora molto ampio rispetto ai livelli del passato.

3. L'assetto di lungo periodo annunciato dalla Bank of England

Nel corso degli anni, le operazioni di acquisto hanno portato la BoE a detenere nel suo portafoglio-titoli (*Asset Purchase Facility* - APF) uno stock di attività finanziarie vicino ai 900 miliardi di sterline, con una netta prevalenza di titoli di Stato. La FIG. 6 mostra l'andamento dello stock di titoli di Stato detenuto dalla BoE a partire dall'inizio delle politiche di QE nel 2009. Fino alla fine del 2021, lo stock di obbligazioni detenute nell'APF è aumentato (a causa degli acquisti netti di attività) o è rimasto costante (grazie al rinnovo dei titoli in scadenza) a seconda delle diverse fasi delle politiche quantitative.

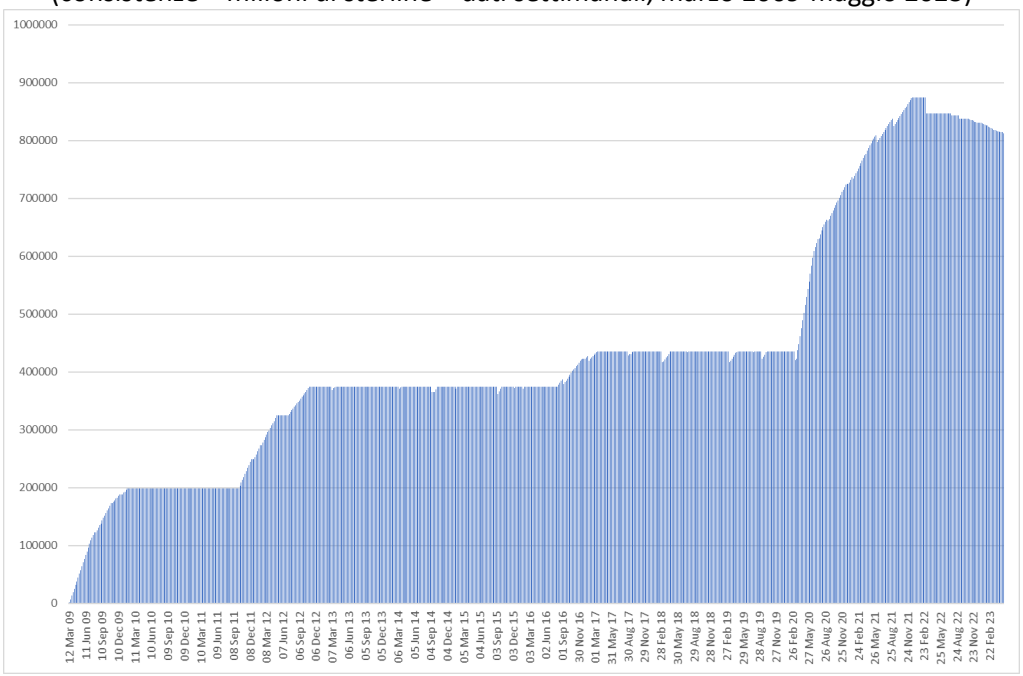
La riduzione della dimensione dell'APF è cominciata nel 2022, quando il *Monetary Policy Committee* (MPC) ha avviato la politica di QT, per far fronte alle crescenti pressioni inflazionistiche. Nel febbraio di quell'anno, il MPC decise di non rinnovare più i titoli di Stato in scadenza e adottò un programma di vendita delle obbligazioni societarie detenute. Nel settembre 2022, il MPC decise di ridimensionare il proprio portafoglio di titoli di Stato per un ammontare di 80 miliardi di sterline nei successivi dodici mesi. La strategia di uscita dalla politica espansiva degli anni precedenti è stata disegnata in modo da limitare eventuali turbolenze nei mercati finanziari: a tal fine, le vendite di attività finanziarie sono state condotte in modo graduale e prevedibile.

Come per altre banche centrali, l'uscita dal QE ha portato la BoE ad adottare uno schema operativo in cui l'orientamento della politica monetaria viene regolato e segnalato attraverso il tasso di *policy* (*Bank Rate*: tasso di interesse applicato alle riserve bancarie) in un contesto di ampia disponibilità di riserve bancarie. Il livello aggregato di riserve, determinato dagli acquisti/vendite di attività finanziarie da parte della banca centrale, supera di gran lunga l'importo necessario alle banche per gestire il loro fabbisogno quotidiano di liquidità.

[7] Per questo motivo, il sistema americano può essere definito un *two-floor system*, ovverosia un *floor system* con due "pavimenti".

FIG. 6 – Titoli di Stato detenuti dalla Bank of England

(consistenze – milioni di sterline – dati settimanali, marzo 2009-maggio 2023)



Fonte: nostre elaborazioni su dati Bank of England

Questa condizione del mercato monetario mantiene i tassi di interesse a breve termine vicini al *Bank Rate*: questo è il prezzo di riserva per gli intermediari finanziari che operano nello *Sterling Money Market*. Secondo la BoE, questa modalità di gestione "*has proved successful in ensuring overnight rates in wholesale markets remain stable and close to Bank Rate. Overnight wholesale interest rates were closer to Bank Rate on average in the years following the introduction of the floor system than at any point in the preceding twenty years*".[8] Secondo la BoE, quindi, uno schema operativo basato sull'eccesso di liquidità funziona meglio di un sistema basato sulla scarsità di riserve nel mantenere i tassi del mercato monetario in linea con il tasso di *policy*.

In prospettiva, la BoE prevede di continuare a ridurre lo stock di attività finanziarie accumulato negli anni scorsi. Questo processo implica una diminuzione dell'offerta di riserve bancarie, fino a quando lo stock di riserve si avvicinerà al livello minimo necessario per il sistema bancario. A quel punto, le banche potrebbero iniziare a domandare riserve a tassi superiori al Bank Rate, compromettendo la trasmissione della politica monetaria. Secondo le stime della BoE, questo momento è presumibilmente lontano diversi anni, dato l'attuale livello di riserve in eccesso. Per evitare una carenza di riserve bancarie allo *steady state*, la BoE ha introdotto un nuovo tipo di operazioni di mercato aperto: *Short-Term Repo* (STR). Questo strumento consente agli operatori di prendere a prestito denaro dalla banca centrale

[8] Si veda Bank of England (2023).

per una settimana, in cambio di attività finanziarie di elevata qualità. Il prezzo del prestito è pari al Bank Rate e l'offerta di liquidità è illimitata. Queste caratteristiche mirano a mantenere i tassi del mercato monetario in linea con il Bank Rate, evitando che le banche abbiano bisogno di domandare riserve a tassi superiori al Bank Rate sul mercato.

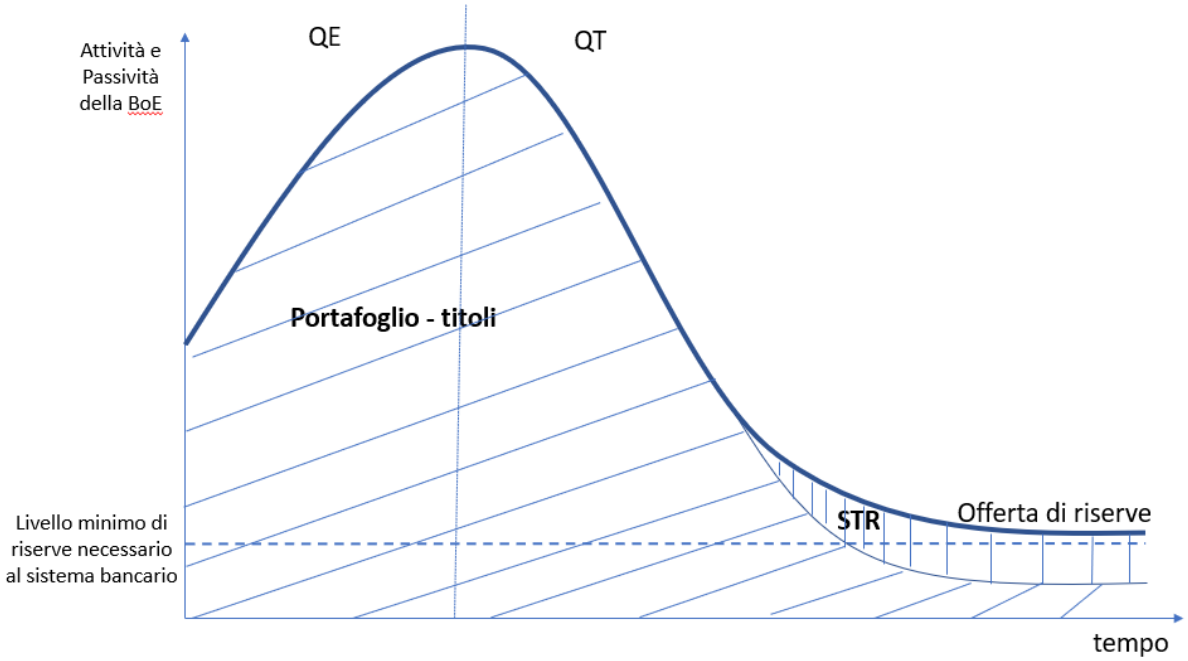
Secondo la BoE, "the STR will allow the MPC to focus solely on monetary policy considerations in setting its strategy for APF unwind, without concern for the Bank's ability to align short-term market interest rates close to Bank Rate." Allo *steady state*, "this framework will allow the Bank to retain the flexibility to expand or contract its balance sheet as needed to achieve its statutory policy objectives, while maintaining control of short-term interest rates."[9] Questa dichiarazione evidenzia un punto importante. Nel *new normal*, la BoE intende continuare a utilizzare la *balance sheet policy,* oltre alla *interest rate policy,* per regolare la *stance* della politica monetaria. Questo approccio è diverso da quello adottato dalla Fed: come abbiamo visto più sopra, la banca centrale statunitense ha annunciato che, una volta raggiunto il livello-obiettivo per le riserve bancarie, la *balance sheet policy* avrà un ruolo puramente tecnico, ovverosia mantenere la dimensione della liquidità in eccesso sufficientemente ampia.

La FIG. 7 illustra il processo di normalizzazione della politica monetaria nel Regno Unito. Dopo la politica di QE, che ha portato a un'espansione del bilancio della BoE, la politica di QT implica una diminuzione dello stock di titoli detenuti dalla banca centrale e di conseguenza delle riserve bancarie, fino a quando l'offerta di riserve si avvicinerà al livello minimo necessario per il sistema bancario. A partire da quel momento, lo stock di riserve non sarà più determinato dal ritmo delle vendite di titoli, ma sarà endogenamente determinato dalla domanda di riserve da parte delle banche, che saranno in grado di soddisfare le loro esigenze di liquidità attraverso l'utilizzo della STR. Il risultato del processo di normalizzazione sarà un *demand-driven floor system* (mentre quello statunitense si configura come un *supply-driven floor system*, dove l'eccesso di liquidità è determinato dalle operazioni di mercato aperto della banca centrale).

Una caratteristica dell'approccio della BoE è che le banche possono depositare e prendere in prestito denaro dalla banca centrale allo stesso tasso di interesse (Bank Rate), mentre altre banche centrali generalmente applicano un tasso penalizzante alle loro linee di credito (ad esempio, il *discount window* negli USA e la *marginal lending facility* nell'area dell'euro). In questo modo, la BoE intende evitare che le banche si indebitino a tassi più alti nel mercato monetario (dato che possono prendere in prestito riserve aggiuntive al Bank Rate tramite l'STR) o prestino le loro riserve in eccesso al di sotto del Bank Rate (dato che possono ricevere questo tasso detenendo riserve presso la banca centrale). Questo schema dovrebbe essere in grado di mantenere i tassi del mercato monetario in linea con il Bank Rate, che rimane il principale strumento di gestione della politica monetaria nel Regno Unito.

[9] Si veda Bank of England (2022).

FIG. 7 – Normalizzazione in UK: andamento previsto del portafoglio-titoli e delle riserve bancarie

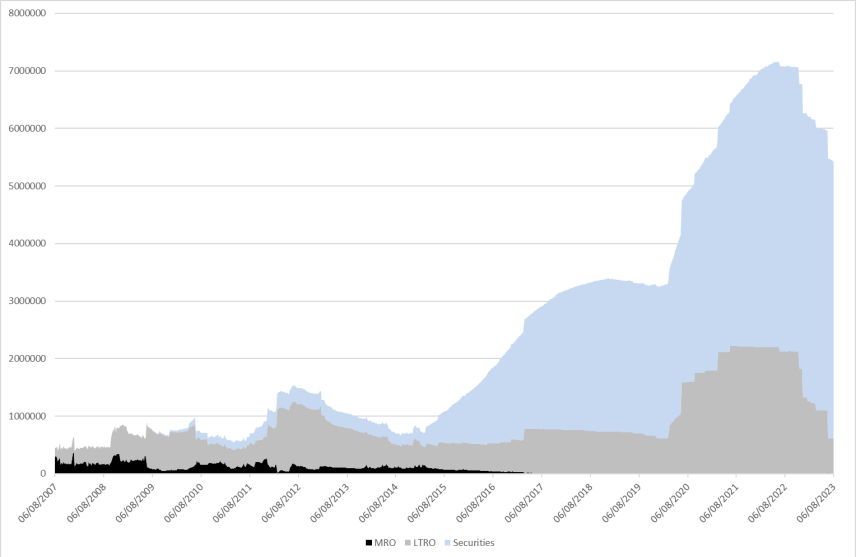


4. Bce: quale *new normal*?

La strategia di uscita della Bce dalle misure eccezionali, adottate durante la crisi pandemica e in precedenza, è stata simile a quella seguita da altre banche centrali: una prima fase di riduzione degli acquisti netti di attività finanziarie (*tapering*), seguita da una fase di rinnovo dei titoli in portafoglio (*roll-over*) e infine dalla graduale riduzione dello *stock* dei titoli in portafoglio (*roll-off*); nel frattempo i tassi di *policy* sono stati significativamente aumentati (*interest rate tightening*). Gli acquisti netti di titoli effettuati nell'ambito del *Pandemic Emergency Purchase program* (PEPP) sono stati ridotti e infine azzerati nel marzo 2022; il rinnovo integrale dei titoli acquistati nell'ambito del PEPP continuerà fino (almeno) alla fine del 2024. Gli acquisti netti di attività finanziarie nell'ambito dell' *Asset Purchase Program* (APP) sono stati interrotti nel luglio 2022; nel 2023 la BCE ha iniziato il *roll-off* di questo programma, ponendo fine al reinvestimento dei proventi dei titoli in scadenza: ciò ha aggiunto una dimensione di *quantitative tightening* (QT) alla restrizione monetaria attuata attraverso l'inasprimento dei tassi di interesse (oltre quattro punti percentuali nell'arco di un anno e mezzo). L'ammontare dei titoli in scadenza ogni mese e non reinvestiti è assai limitato (meno di 30 miliardi) rispetto alla dimensione complessiva del portafoglio-titoli (4.750 miliardi includendo tutti i titoli detenuti per scopi di politica monetaria, dato a ottobre 2023). Tuttavia, il rimborso delle diverse *tranche* di prestiti a lungo termine (T-LTRO III) da parte delle banche ha determinato un consistente ridimensionamento del bilancio dell'Eurosistema, aggiungendo una componente rilevante al QT: si vedano le FIGG. 8 e 9.

FIG. 8 – QE e QT nell'area-euro

(consistenze – milioni di euro, dati settimanali 6/8/2007 – 7/8/2023)



MRO: Main Refinancing Operations

LTRO: Longer-Term Refinancing Operations (incluse le T-LTRO)

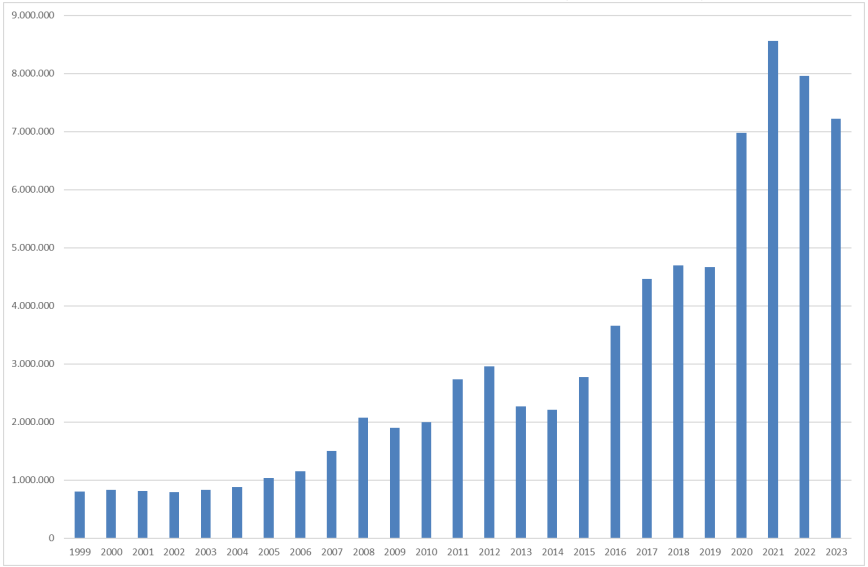
Securities: titoli detenuti per scopi di politica monetaria

Fonte: nostre elaborazioni su dati Bce (Statistical Data Warehouse)

FIG. 9 – Dimensione del bilancio dell'Eurosistema

(consistenze – milioni di euro, dati annuali 1999 – 2023)

Fine anno, ad eccezione del 2023 (metà anno)



Fonte: nostre elaborazioni su dati Bce (Statistical Data Warehouse)

Quale sarà l'esito finale del processo di normalizzazione della politica monetaria nell'area-euro? Nella sezione 1, abbiamo identificato in linea generale le caratteristiche del *new normal* come segue. 1) Il livello dei tassi di interesse è l'obiettivo operativo principale della politica monetaria. 2) Questo obiettivo è implementato in un *floor system*, in cui il tasso di *policy* rilevante è il tasso di interesse sulle riserve bancarie e la banca centrale mantiene un eccesso di liquidità nel mercato monetario. 3) Gli strumenti "non convenzionali" (acquisti di attività finanziarie su larga scala e prestiti a lungo termine al settore bancario) rimangono nella "cassetta degli attrezzi" della politica monetaria. Nell'ambito della revisione della sua strategia, nel luglio 2021 la Bce ha annunciato che il suo *new normal* presenta le caratteristiche 1) e 3).[10]

Per quanto riguarda il punto 2), con il passare del tempo il *floor system* è di fatto diventato lo schema operativo della Bce e il tasso applicato alla *deposit facility* (DF *rate*) è diventato il *key policy rate*, assumendo il ruolo che in passato era svolto dal tasso applicato alle operazioni di rifinanziamento principali. Questo passaggio è stato riconosciuto in diversi documenti e discorsi dei massimi rappresentanti della BCE, tra cui la Presidente Lagarde: "*In the current conditions of ample liquidity and full allotment in our main refinancing operations, the interest paid on the reserves that banks hold in the ECB's deposit facility is the Governing Council's main instrument for setting the monetary policy stance*".[11] In effetti, il tasso del mercato *overnight* nell'area-euro (€STR) è stato in linea con il DF *rate* durante l'intero processo di normalizzazione e lo è tuttora (lo era già dagli anni del QE). Inoltre, nonostante la politica di QT in corso e il rimborso dei prestiti T-LTRO III da parte delle banche, il livello di liquidità in eccesso rimane molto elevato rispetto agli standard storici, come si può osservare nella FIG. 10. Nella figura si può anche notare come l'allocazione di questa liquidità in eccesso si sia rapidamente spostata dai conti correnti alla DF a partire da settembre 2022, e il motivo è semplice: da allora il tasso di interesse applicato alla DF è positivo, mentre i conti correnti non sono remunerati.

In prospettiva, ci si attende che il livello di liquidità in eccesso si riduca nei prossimi anni (e con esso la dimensione del bilancio dell'Eurosistema) come effetto della riduzione dello stock di titoli detenuti dalla banca centrale e della restituzione delle operazioni T-LTRO III ancora in essere. Questo processo continuerà fino a raggiungere "*the optimal long-run size and composition of the Eurosystem's balance sheet, and by implication the adequate level of excess liquidity*"[12]. Ulteriori dettagli sull'assetto operativo della Bce dovrebbero essere resi noti nel corso dell'anno prossimo, come risultato della revisione attualmente in corso.

Tuttavia, è ragionevole prevedere che l'attuale assetto, basato sull'eccesso di liquidità (*floor system*), rimarrà in essere per molto tempo. Infatti, il ritorno ad uno schema basato sulla scarsità di riserve (*corridor system*) implicherebbe una forte accelerazione della stretta quantitativa (QT) attualmente in corso.

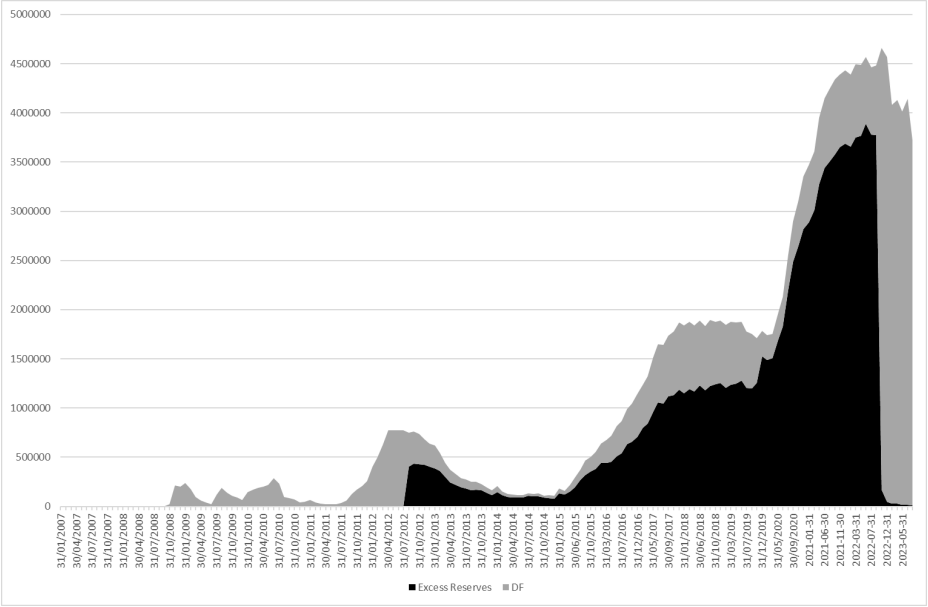
[10] Si veda Bce (2021 a,b).

[11] Lettera della Presidente C. Lagarde ad alcuni membri del Parlamento europeo, 22 settembre 2023.

[12] Discorso della Presidente C. Lagarde alla audizione presso il Comitato per gli affari economici e monetari del Parlamento europeo, 25 settembre 2023.

FIG. 10 – Liquidità in eccesso nell'area-euro

(consistenze – milioni di euro, dati mensili gennaio 2007 – agosto 2023)



Excess reserves: saldi detenuti dalle banche sui conti correnti presso l'Eurosistema, in eccesso rispetto all'obbligo di riserva.
DF: saldi detenuti dalle banche sulla deposit facility.
La "liquidità in eccesso" è definita come: Excess reserves + DF (equivalente alla somma delle due aree nel grafico).
Fonte: nostre elaborazioni su dati Bce (Statistical Data Warehouse).

In base ai dati disponibili a ottobre 2023, l'eccesso di liquidità detenuto dal sistema bancario dell'areo euro sulla *deposit facility* ammonta a 3.600 miliardi (mentre le riserve in eccesso detenute sui conti correnti si sono sostanzialmente azzerate).

Anche considerando che 500 miliardi di questa *excess liquidity* vengano riassorbiti nei prossimi mesi tramite la restituzione dei prestiti a lungo termine (T-LTRO) ancora in essere, restano 3.100 miliardi da riassorbire. Al ritmo attuale di rimborso dei titoli in scadenza acquistati tramite l'APP (poco più di 300 miliardi annui) occorrerebbero circa dieci anni per riassorbire la liquidità in eccesso. A tale flusso di rimborsi andrebbe ovviamente aggiunto quello dei titoli acquistati tramite il PEPP, che potrebbe avere inizio dal 2025. Tenendo conto anche della dinamica dei fattori autonomi di assorbimento della base monetaria, in particolare della crescita del contante, Schnabel (2023) stima che la liquidità in eccesso possa essere riassorbita entro il 2029. Questi calcoli, per quanto approssimativi, ci danno un'idea dell'ordine di grandezza relativo allo sforzo necessario per riassorbire la liquidità in eccesso accumulata negli scorsi anni per effetto delle politiche di QE.

Una strada per accelerare questo processo potrebbe essere quella di elevare il coefficiente di riserva obbligatoria, attualmente all'1%,[13] determinando così un maggiore assorbimento di base monetaria tramite questo strumento. Nell'ipotesi che la riserva obbligatoria continui a

[13] Ricordiamo che il coefficiente era il 2% fino al 2011.

non essere remunerata, come avviene dal settembre di quest'anno, questa strada ridurrebbe il trasferimento in conto interessi dall'Eurosistema al settore bancario, attualmente stimabile in poco meno di 150 miliardi annui (3.600 x 4% = 144 miliardi, al livello corrente di remunerazione della *deposit facility*).

L'esito del processo di normalizzazione della politica monetaria nell'area euro è oggetto di un dibattito tuttora in corso. Alcune analisi sono state presentate al Parlamento europeo nel settembre scorso in preparazione del *Monetary Dialogue* con la Bce, e può essere interessante riprenderle brevemente.[14]

Whelan (2023) ritiene che la Bce dovrebbe continuare a gestire la sua politica in un quadro operativo caratterizzato da un eccesso di riserve bancarie, anche quando avrà significativamente ridotto la dimensione del suo bilancio. Più precisamente, egli suggerisce che la Bce dovrebbe adottare un *demand-driven floor system*, sull'esempio della Bank of England. La ragione principale di questo suggerimento è che il vecchio schema IRS si basa su una stima accurata della domanda giornaliera di riserve, che oggi è diventata più difficile che in passato: la domanda di riserve è diventata più ampia e imprevedibile, a seguito di diversi anni di abbondante liquidità e a causa di alcune innovazioni normative, prima fra tutte il *Liquidity Coverage Ratio* (LCR).

Blot e altri (2023) sostengono che il *floor system* è stato introdotto nell'area dell'euro per porre rimedio alla frammentazione del mercato monetario durante la grande crisi finanziaria (2008/2009) e la crisi del debito sovrano (2011/2012). In quel contesto, l'aumento delle riserve in eccesso è stato determinato dalla domanda, soprattutto da parte delle banche situate nella "periferia" dell'area-euro (in particolare Italia e Spagna) che avevano una limitata capacità di ottenere finanziamenti sul mercato interbancario. Occorre quindi chiedersi "whether there may still be financial stress on interbank and sovereign markets that would require the floor system to remain in place." Poiché il ruolo del mercato interbancario nel distribuire la liquidità tra le diverse banche è diminuito drasticamente negli ultimi anni, il ritorno al vecchio *corridor system* pone alcuni rischi. Un'ulteriore argomentazione a favore del *floor system* è che esso fornisce un *safe asset*, le riserve bancarie, che le banche potrebbero detenere per motivi prudenziali e normativi. Anche Blot e altri (2023) ritengono che la BCE dovrebbe utilizzare un sistema *demand-driven* per fornire liquidità, grazie alle operazioni di rifinanziamento con piena aggiudicazione (*full-allotment)* già introdotte con la crisi finanziaria del 2008: ciò eviterebbe le distorsioni sul mercato del debito sovrano implicite in un sistema *supply-driven*, basato sugli acquisti di attività finanziarie.

Dabrowsky (2023), pur essendo favorevole ad un ritorno al vecchio schema IRS con riserve scarse, riconosce che tale obiettivo è di fatto irrealizzabile, a causa della forte accelerazione del QT necessaria per attuarlo, sulla base di calcoli simili a quelli esposti più sopra. Poiché "every monetary tightening involves a risk of financial instability", egli conclude che "the Ecb will not be able to return to the scarce reserves system in the foreseeable future". Dabrowsky sostiene che il *floor system* ha reso superfluo il mercato interbancario, poiché "it is easier and less risky for commercial banks to put surplus liquidity on a

[14] I paper presentati in quella sede sono disponibili al link: https://www.europarl.europa.eu/cmsdata/275048/Topic%202%20_Compilation%20Sept%202023.pdf

central bank deposit than to lend it to other banks". Questa argomentazione è in linea con quella di Borio (2023), secondo cui lo schema operativo con abbondante liquidità ha "ucciso" il mercato interbancario, poiché la banca centrale ha sostituito gran parte degli scambi che avvenivano in tale mercato. Tuttavia, a questa argomentazione si può obiettare il già citato contro-argomento di Blot e altri (2023), ovvero che nell'area-euro la causalità è stata invertita: nel contesto della grande crisi finanziaria e in quella del debito sovrano, "excess reserves were needed because the overnight market was already dead". La frammentazione del mercato monetario nell'area-euro è documentata da Aberg e altri (2021). Come conseguenza di questa frammentazione, la domanda aggregata di riserve bancarie è aumentata: le banche con un accesso limitato o costoso al mercato monetario possono essere indotte a ricorrere alle operazioni della banca centrale, generando un aumento della domanda di riserve; allo stesso tempo, altre banche dotate di liquidità in eccesso possono decidere di detenerla sui depositi presso la banca centrale piuttosto che farla circolare nel mercato. Tale frammentazione potrebbe riemergere in futuro, complicando la transizione verso livelli più bassi di liquidità. Infine, Aberg e altri (2021) sostengono che la stima della liquidità in eccesso, necessaria per il funzionamento di un *floor system*, è resa difficile dalla incertezza relativa alla domanda di riserve. Ma ovviamente questa incertezza rende ancora più problematica la gestione di un *corridor system*, che richiede una stima puntuale della domanda giornaliera di riserve.

5. Conclusioni

La definizione del nuovo assetto operativo della politica monetaria, destinato a prevalere dopo l'epoca del *quantitative easing*, è tuttora in corso ed è oggetto di dibattito. E' tuttavia possibile identificare un trend prevalente a livello internazionale. I problemi legati allo smaltimento dell'enorme liquidità in eccesso, accumulata durante i vari cicli di QE, e le difficoltà nel fornire stime affidabili della domanda di riserve bancarie, stanno inducendo diverse banche centrali a mantenere il *floor system*, basato su un eccesso di liquidità, seppure attuando un sostanziale ridimensionamento dei loro bilanci e in particolare del loro portafoglio-titoli. In futuro, la gestione della politica monetaria continuerà a basarsi su un'ampia offerta di riserve: questo sistema promette di essere più efficace nel controllo dei tassi d'interesse a breve termine, e più semplice da attuare, rispetto a un regime basato sulla carenza di liquidità. Quest'ultimo, peraltro, solleva alcune preoccupazioni in termini di stabilità finanziaria. In alcuni paesi, come gli Stati Uniti, il Regno Unito e il Canada, le rispettive banche centrali hanno annunciato ufficialmente che alla fine del processo di normalizzazione l'assetto sarà quello, già in essere, in cui l'obiettivo operativo della politica monetaria è il livello dei tassi di interesse a breve termine e tale obiettivo viene perseguito nell'ambito di un sistema con eccesso di liquidità (*floor system*).[15] Nell'area-euro questo è lo schema attualmente seguito; ci si attende che la Bce chiarisca ufficialmente la sua posizione nei prossimi mesi (in ritardo rispetto ad altre banche centrali).

[15] Si vedano: Fed (2022 a,b), Bank of England (2022) e Bank of Canada (2022).

Riferimenti bibliografici

Aberg P. e altri (2021), *Demand for central bank reserves and monetary policy implementation frameworks: the case of the Eurosystem*, ECB Occasional Paper n.282.

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

Baglioni A. (2023), *La crisi delle banche statunitensi, tra cattiva gestione e deregulation*, in Osservatorio Monetario n.2/2023.

Bank of Canada (2022), *Bank of Canada provides operational details for quantitative tightening and announces that it will continue to implement monetary policy using a floor system*, Market notice, aprile.

Bank of England (2023): *Bank of England market operations guide: our objectives*.

Bank of England (2022): *Explanatory Note: Managing the operational implications of APF unwind for asset sales, control of short-term market interest rates and the Bank of England's balance sheet*.

Bce (2021 a): *The ECB's monetary policy strategy statement*, Banca centrale europea.

Bce (2021 b): *An overview of the ECB's monetary policy strategy*, Banca centrale europea.

Blot C. e altri (2023), *Excess liquidity in the euro area? Assessment and possible ways forward*, Monetary Dialogue Paper requested by the ECON Committee of the European Parliament, settembre.

Bernanke B. e D. Kohn (2016), *The Fed's interest payments to banks*, Brookings commentary, 16 febbraio.

Borio C. (2023), *Getting up from the floor*, BIS Working Paper n.1100.

Copeland, A., D. Duffie e Y. Yang (2021), *Reserves were not so ample after all*, Federal Reserve Bank of New York Staff Report No. 974.

Dabrowsky M. (2023), *Excess liquidity in the euro area: sources and remedies*, Monetary Dialogue Paper requested by the ECON Committee of the European Parliament, settembre.

Fed (2019), *Statement regarding monetary policy implementation and balance sheet normalization*, Federal Open Market Committee.

Fed (2022 a), *Principles for reducing the size of the Federal Reserves' balance sheet*, Federal Open Market Committee, gennaio.

Fed (2022 b), *Plans for reducing the size of the Federal Reserves' balance sheet*, Federal Open Market Committee, maggio.

Schnabel I. (2023), *Back to normal? Balance sheet size and interest rate control*, discorso alla Columbia University, New York, 27 marzo.

Whelan K. (2023), *The future of ECB liquidity policy*, Monetary Dialogue Paper requested by the ECON Committee of the European Parliament, settembre.

4. MARGINE DI INTERESSE E REMUNERAZIONE DEI DEPOSITI, UN APPROFONDIMENTO

Mario Anolli ♦

- *I tassi sui depositi delle banche mostrano di norma un ritardo nell'aggiustamento ai tassi ufficiali di politica monetaria, soprattutto in caso di tassi in rapido aumento*
- *Tale ritardo è significativamente accentuato per le banche italiane nella fase corrente, caratterizzata anche da un significativo incremento della volatilità*
- *Rischio di credito, rischio di liquidità, rischio di tasso di interesse, efficienza operativa e solidità finanziaria influenzano i margini di interesse netti delle banche*
- *Anche il potere di mercato, e quindi il grado di concentrazione degli intermediari, e la debolezza della domanda di prestiti tendono a influenzare negativamente il taso di interesse pagato sui depositi*

1. Introduzione

L'occasione di questo approfondimento viene dalla riflessione innescata dalla c.d. "tassazione degli extra-profitti delle banche" che ha occupato parte del dibattito economico finanziario nella seconda metà dell'estate 2023. Il Comunicato stampa del Consiglio dei Ministri n. 47 dell'8 Agosto 2023 informava circa l'istituzione, per il 2023, di una "imposta straordinaria a carico degli intermediari finanziari, escluse le società di gestione dei fondi comuni d'investimento e le società di intermediazione mobiliare". Tale imposta era da calcolarsi con aliquota pari al 40% da applicarsi, secondo dettagli qui omessi, sulla "eccedenza" del margine d'interesse delle banche operanti in Italia. Il provvedimento, poi ripetutamente e ampiamente modificato[1], pareva, da un punto di vista economico-aziendale, basato su un concetto di margine di interesse (di seguito, anche, Mints) non pienamente coerente con la sua normale dinamica e la sua logica. In particolare, focalizzava il concetto di extra-profitto sull'osservazione che le banche non avevano adeguato il tasso di remunerazione sui depositi della clientela (famiglie e imprese) mentre il tasso sui prestiti, in particolare la quota a tasso variabile, aveva subito adeguamenti automatici e sostanzialmente immediati, trascurando importanti profili di rischio.

Scopo del presente contributo è quello di approfondire il significato e il contenuto economico del margine di interesse delle banche e dei rischi dei quali sta a fronte (rischio di interesse, in primo luogo, ma anche rischio di liquidità e rischio di credito) nonché di offrire una rappresentazione della dimensione relativa delle sue componenti e dei fattori che lo influenzano. Ci si focalizzerà in particolare sul costo della raccolta, oggetto delle critiche di mancato adeguamento citate. L'analisi sarà svolta su dati aggregati di sistema e sull'esame di alcuni indicatori per un campione di banche di dimensioni medio-grandi.

♦ Università Cattolica del Sacro Cuore

[1] In una prima versione l'importo della tassa sugli "extraprofitti" non poteva superare lo 0,1 per cento del totale dell'attivo della banca, successivamente modificato in attivo ponderato per il rischio (RWA), quindi con esclusione dei titoli di Stato e, infine, è stata prevista la facoltà di accantonare a riserva patrimoniale una somma pari a 2,5 volte quello che sarebbe stato l'importo della tassa.

2. Il tasso sui depositi, il punto di vista generale

A fronte del cambiamento di *stance* della politica monetaria BCE, iniziato nel luglio 2022, le banche italiane hanno adeguato il tasso sui prestiti senza corrispondentemente riconoscere un simmetrico incremento ai tassi praticati sulla raccolta. In questa sezione approfondiamo l'impatto della politica monetaria BCE sul tasso di remunerazione dei depositi, applicato dalle banche alla clientela.

In primo luogo, i tassi di interesse applicati dalle banche sui depositi bancari sono notoriamente vischiosi e si muovono solo limitatamente e con ritardo a seguito delle variazioni dei tassi di riferimento della banca centrale (per tutti, Saunders & Schumacher, 2000).

Allo stesso tempo, nella misura in cui i depositi rappresentano una quota preponderante delle passività bancarie, la vischiosità dei tassi di deposito svolge un ruolo chiave per i costi di finanziamento e quindi per la redditività complessiva delle banche. Il lavoro di Messer e Niepmann (2023), fra gli altri, evidenzia che, storicamente, il passaggio dai tassi ufficiali ai tassi sui depositi è stato lento e, a seconda della scadenza dei depositi, incompleto.

Per approfondire il fenomeno del ritardo dell'adeguamento dei tassi di interesse applicati ai depositi dalle banche e se tale ritardo sia da ritenere anomalo rispetto a fasi di restrizione monetaria passate[2], è stato preso in esame, per il periodo gennaio 2000-ottobre 2023, l'andamento dei tassi d'interesse seguenti: *ECB deposit facility rate*, tasso a vista applicato ai depositi delle imprese e tasso a vista applicato ai depositi dalle famiglie[3]. Al fine di includere sia fasi di espansione sia fasi di restrizione monetaria, il periodo in esame è il più ampio sul quale siano disponibili dati (TAB. 1). La tabella evidenzia le fasi di politica monetaria, il numero di mesi richiesto, nelle diverse fasi, alle banche italiane per adeguare[4] alle nuove condizioni di tasso BCE i tassi riconosciuti sui depositi a vista di imprese e famiglie, la percentuale di adeguamento dei tassi dopo sei mesi dalla variazione del tasso BCE (una forma di "beta dei depositi", definito come la variazione cumulativa dei tassi di deposito divisa per la variazione cumulativa dei tassi ufficiali).

Risulta evidente la particolare lentezza di adeguamento della fase attuale, come pure l'incompletezza dell'adeguamento, per le famiglie, dei tassi nella fase precedente (tassi BCE negativi per lungo periodo non trasferiti ai depositi a vista delle famiglie). Si conferma quindi, a livello macro, la congettura che, a fronte di un innalzamento molto rapido e consistente dei tassi ufficiali, l'adeguamento del tasso sui depositi è risultato ancora più lento e parziale rispetto a quanto osservato nelle occasioni di *tightening* precedenti.

[2] Per una rassegna dettagliata della politica monetaria nell'area Euro si rimanda a Baglioni (2021).

[3] Il tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale (*deposit facility rate*) determina l'interesse che le banche percepiscono sui loro depositi overnight (un giorno lavorativo) presso la BCE. Insieme a tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali (*main refinancing operations*) e al tasso sulle operazioni di rifinanziamento marginale (*marginal lending rate*) costituisce la terna dei tassi ufficiali di politica monetaria nell'area euro.

[4] L'adeguamento è definito come trasferimento di un terzo della variazione sui tassi contrattuali.

TAB. 1 - Periodizzazione e adeguamento dei tassi

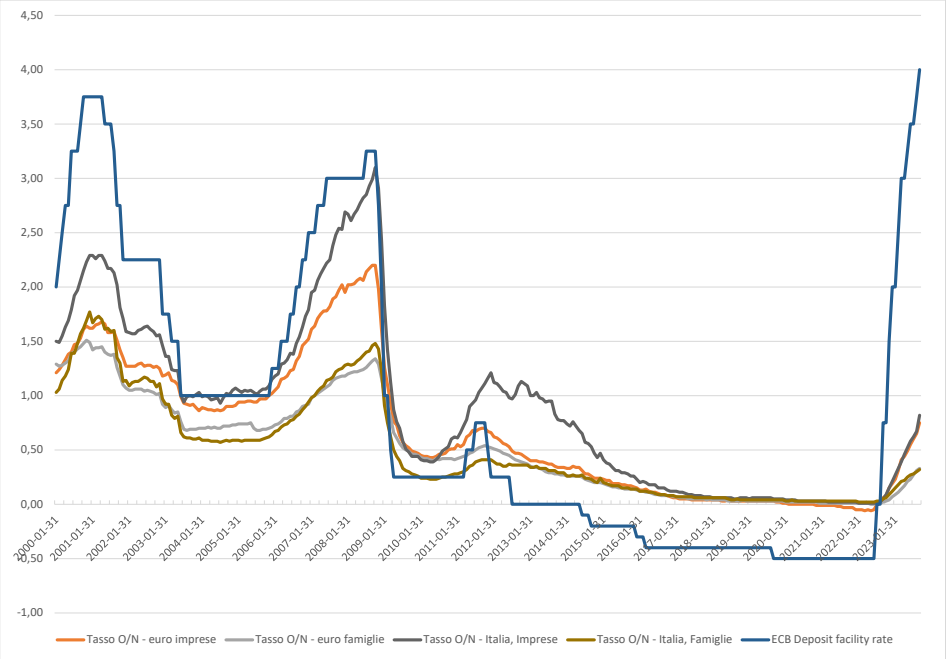
Periodi	*Easing/Tightening*	*numero mesi adeguamento imprese*	*numero mesi adeguamento famiglie*	*% di adeguamento dopo 6 mesi, imprese*	*% di adeguamento dopo 6 mesi, famiglie*
feb-ott 2000	tightening	6	7	22,53	25,68
mag 2002-giu 2003	easing	3	5	29,07	25,33
mar 2006-giu 2007	tightening	1	22	38,80	18,40
nove 2008 - apr 2009	easing	1	7	66,75	28,67
lug 2012-set 2019	easing	15	19	-	4,00
lug 2022-set 2023	tighetning	n.d.	n.d.	5,88	3,25

nostre elaborazioni su dati BCE

Nella FIG. 1 è presentato il confronto grafico, dal quale emerge che la forbice tra i tassi ufficiali e i tassi applicati alla clientela nel periodo di inasprimento iniziato nel luglio 2022 mostra una vischiosità decisamente superiore rispetto a quella osservata in fasi di restrizione precedenti. Tale mancato adeguamento, tuttavia, richiama l'analogo mancato adeguamento osservato in occasione della precedente fase di politiche monetarie non convenzionali (tassi ufficiali negativi) e dovuta al fatto che sui depositi delle famiglie non sono stati applicati tassi negativi.
E' possibile inoltre osservare che:

a. esiste, come naturale, un forte co-movimento in tutte e tre le serie di tassi sui depositi in risposta ai movimenti del tasso di riferimento BCE;
b. la sensibilità dei tassi sui depositi ai tassi ufficiali è diversa nei diversi periodi e maggiore per le imprese rispetto alle famiglie;
c. la sensibilità è diversa a seconda che i tassi aumentino (più lenta) o si riducano (quasi immediata, salvo nel caso di tassi ECB negativi, quando la risposta delle banche si è mantenuta vicina al *floor* pari a zero, n particolare per le famiglie);
d. il lag temporale di adattamento dei tassi è ampiamente variabile, e particolarmente rapido in occasione della riduzione osservata in concomitanza con la crisi finanziaria del 2018, mentre in caso di aumento le reazioni sono state sempre più lente;
e. l'adeguamento dei tassi sui depositi segue pattern simili in Italia e nei Paesi dell'area Euro, con significative differenze solo per le imprese italiane, in caso di rialzo dei tassi.

FIG. 1 - Deposit facility rate BCE e depositi a vista Italia e area euro



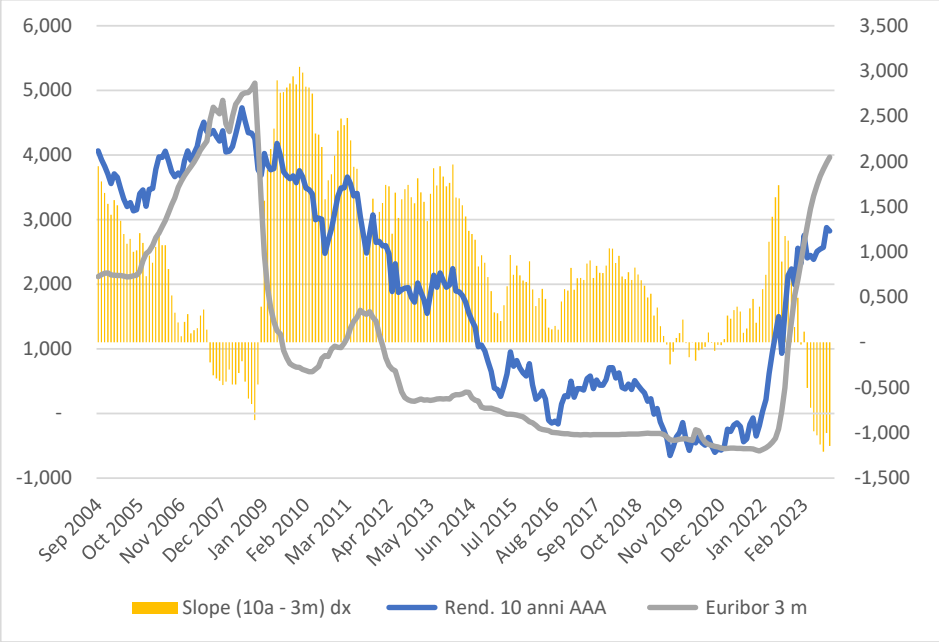
nostre elaborazioni su dati BCE

La trasformazione delle scadenze è il processo mediante il quale le banche prendono in prestito fondi con passività a breve termine e prestano tali fondi con attività a lungo termine. Trasferire fondi da agenti in surplus che richiedono depositi a breve termine ad agenti in deficit con esigenze di finanziamento a lungo termine (trasformazione delle scadenze) è una delle funzioni paradigmatiche dell'attività bancaria, che resta tale nonostante l'evoluzione di mercati e strumenti negli anni recenti. La trasformazione delle scadenze consente di finanziare progetti di investimento a lungo termine, soddisfacendo allo stesso tempo le esigenze di liquidità dei depositanti e consente alle banche di guadagnare uno spread quando, come di norma (FIG. 2), la curva dei rendimenti è inclinata positivamente. Un'eccessiva trasformazione delle scadenze è quindi indesiderabile dal punto di vista della stabilità finanziaria (Bologna, 2017) in quanto ha il potenziale di minacciare la stabilità delle singole banche e quindi dell'intero sistema finanziario poiché espone anche le banche a rischi di liquidità e di tasso di interesse. In una situazione di tassi a breve in rapida ascesa, la trasformazione delle scadenze apporta – nel caso in cui i tassi passivi e i tassi attivi siano adeguati nei medesimi tempi e misure - un contributo tendenzialmente negativo in quanto, in un determinato arco di tempo, la quota di passività che deve essere rinnovata a quelle che sono divenute condizioni relativamente più sfavorevoli è maggiore rispetto alle attività che ricevono un adeguamento delle condizioni di remunerazione. Tale situazione si è verificata a partire dal luglio 2022.

Una prima spiegazione dell'ampio divario osservato tra i tassi di politica monetaria e i tassi sui depositi riconosciuti alla clientela da parte delle banche può essere correlata quindi con il negativo impatto che questi hanno sulle politiche di trasformazione delle scadenze operate dalle

banche. Il differenziale tra tassi [5] a lunga (qui stimati mediante il tasso sulle obbligazioni governative di elevata qualità con scadenza decennale) e tassi a breve (qui stimati mediante l'andamento dell'Euribor a tre mesi) presenta nell'attuale fase un'ampiezza decisamente ampia rispetto a periodi precedenti (FIG. 2).

FIG 2 - Rendimenti a breve (Euribor 3m) e a lungo (10 anni AAA) e differenziale

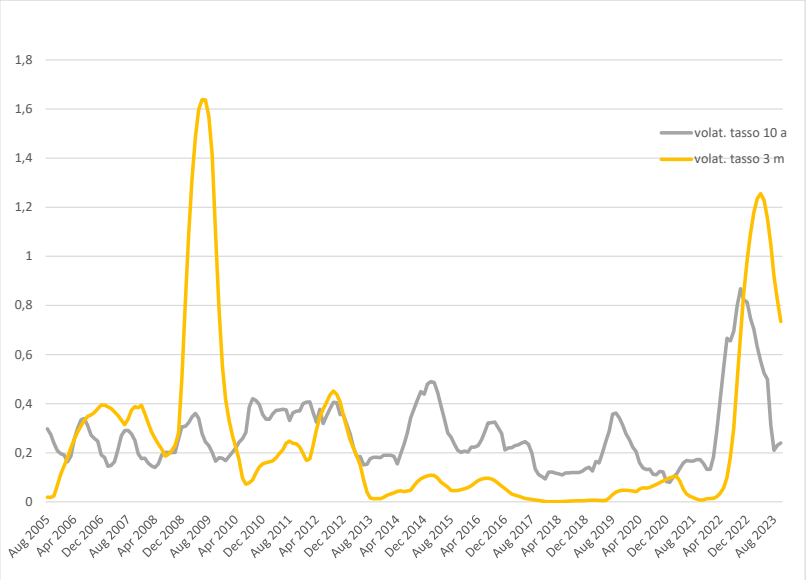


nostre elaborazioni su dati BCE

Un secondo elemento rilevante ai fini del risultato della politica di trasformazione delle scadenze è costituito dalla volatilità dei tassi di interesse. Da un punto di vista gestionale, un aumento della volatilità rende certamente più incerte e più complicate le politiche di gestione del rischio di interesse, e anche questo può spiegare la politica seguita dalle banche di ritardare l'adeguamento dei tassi di interesse passivi alle mutate condizioni di mercato monetario. Dalla FIG. 3 emerge che la volatilità – in particolare dei tassi a breve - è molto aumentata nel recente periodo di restrizione monetaria e ha raggiunto livelli comparabili a quelli osservati nel periodo successivo alla crisi finanziaria del 2008. Un ambiente caratterizzato da elevata volatilità e da impatto negativo della trasformazione delle scadenze, insieme con una debole domanda di prestiti da parte dell'economia, ha reso le banche particolarmente restie ad adeguare i tassi di interesse sulla raccolta.

[5] i tassi sono fonte ECB: per i tassi a lunga (tasso a 10 anni su bond AAA); per il tasso a breve si è utilizzata; la pendenza della curva dei rendimenti (*slope*) è calcolata come differenziale tra tasso a 10 anni e tasso a 3 mesi.

FIG. 3 - Volatilità dei rendimenti a breve e a lungo termine



nostre elaborazioni su dati BCE

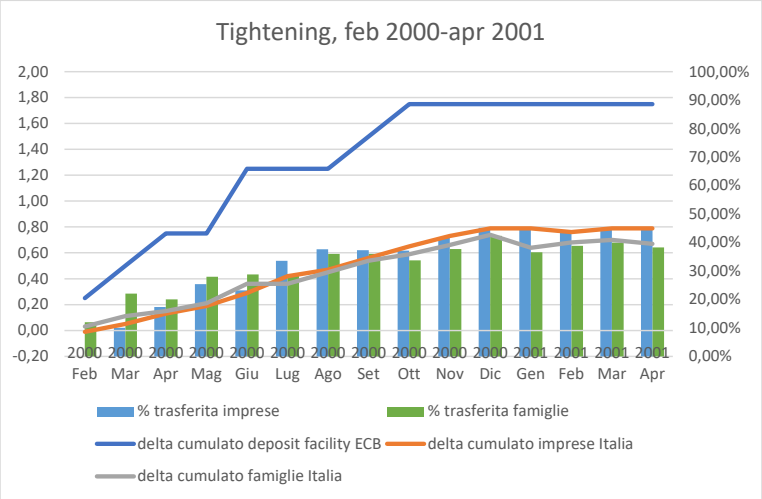
Un ultimo elemento degno di approfondimento è l'ampiezza con la quale i tassi BCE (nella fattispecie, *deposit facility*) si trasferiscono ai tassi sui depositi di famiglie e imprese. A questo proposito, sulle 6 fasi individuate (3 di *tightening* e 3 di *easing*, TAB. 1) si è calcolata la percentuale cumulata di adeguamento del tasso su depositi a famiglie e imprese rispetto alla variazione dei tassi BCE (*deposit facility*). I risultati sono evidenziati nella FIG. 4 e nella FIG. 5.

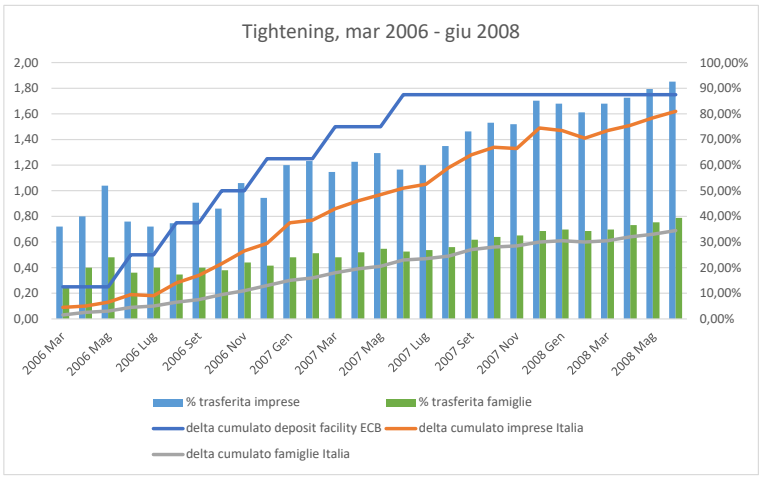
Si osserva che:

- l'adeguamento dei tassi di deposito è più lento durante le fasi di *tightening* ed è particolarmente lento nell'ultima fase;
- vi è stato un corposo mancato adeguamento dei tassi sui depositi delle famiglie durante la fase *easing* iniziata nel luglio 2012 ("*whatever it takes*") con un contributo netto negativo importante alla redditività delle banche.

I grafici che seguono confrontano l'andamento dei tassi sui depositi a vista di famiglie e imprese praticati dalle banche italiane con il tasso sulla *deposit facility* BCE; inoltre, si è calcolato, sulla base dei medesimi dati, il rapporto tra variazione cumulata del tasso su depositi di famiglie e imprese. Tale rapporto è calcolato sommando le variazioni dei tassi applicati sui depositi di famiglie e imprese e dividendo tale somma per la somma delle variazioni del tasso sulla *deposit facility* ECB. Si nota come la velocità e la dimensione dell'adeguamento nella fase corrente di restrizione monetaria siano significativamente inferiori a quanto osservato in analoghe fasi precedenti. Il numero di mesi richiesto per trasferire un terzo dell'aumento dei tassi ufficiali alle famiglie è stato pari a 7 nella restrizione del febbraio 2000-aprile 2001 (6 mesi per le imprese), a 22 nella fase di *tightening* iniziata a marzo 2006, mentre nella fase corrente, dopo 15 mesi solo il 6,7% del rialzo dei tassi è stato trasferito alle famiglie (18% per le imprese). Il coefficiente di sensibilità delle variazioni (cumulate a 6 mesi) dei tassi sui depositi rispetto al tasso BCE è risultato pari a (rispettivamente per imprese e famiglie) 22,53% e 25,68% nella fase iniziata a febbraio 2000; a 38,80% e 18,40% nella fase iniziata a marzo 2006 e a 5,88% e 3,5% nella fase corrente (TAB. 1). Anche le figure seguenti mostrano (nella misura in cui sono comparabili, causa la diversa durata delle fasi) un significativo scostamento dell'adeguamento nell'ultimo periodo.

FIG. 4 - Rendimenti e spread durante le fasi di tightening





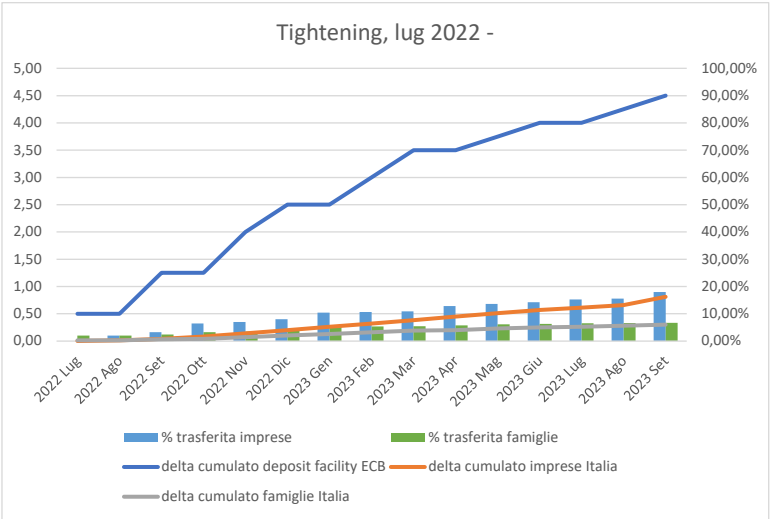
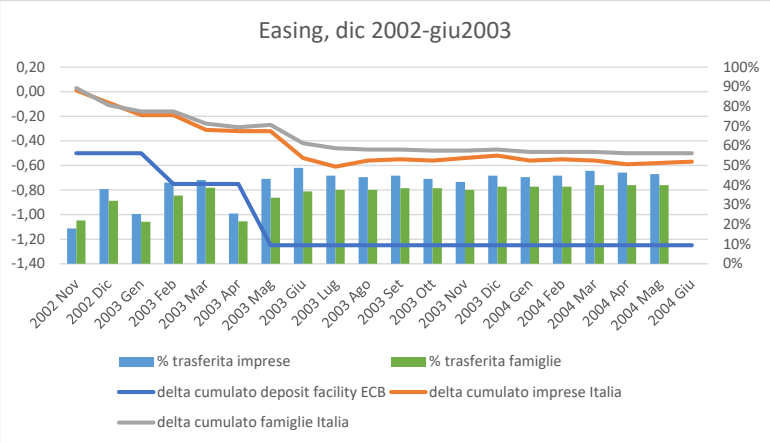
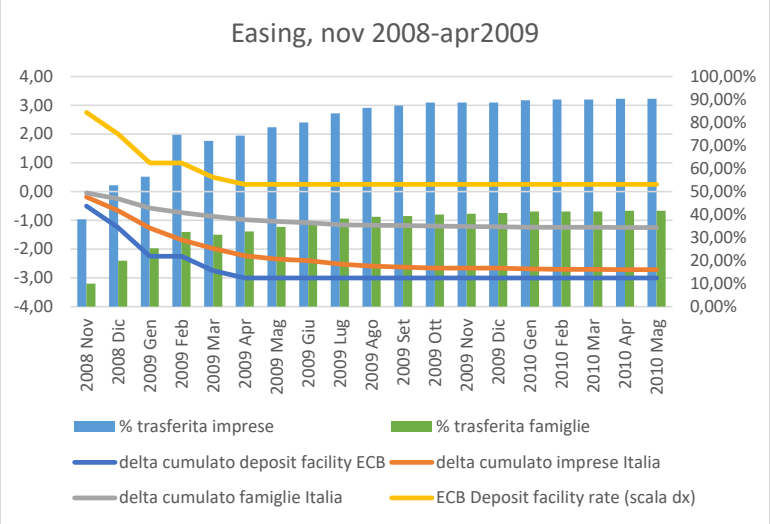
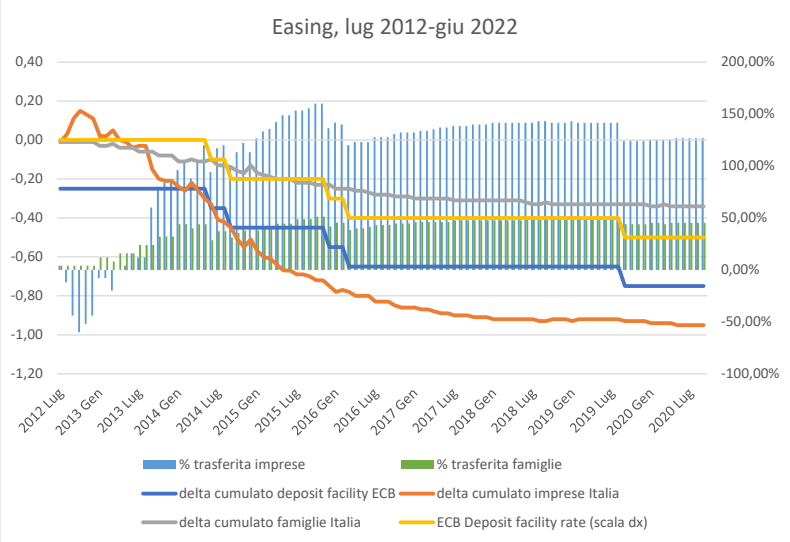


FIG. 5 - Rendimenti e spread durante le fasi di easing





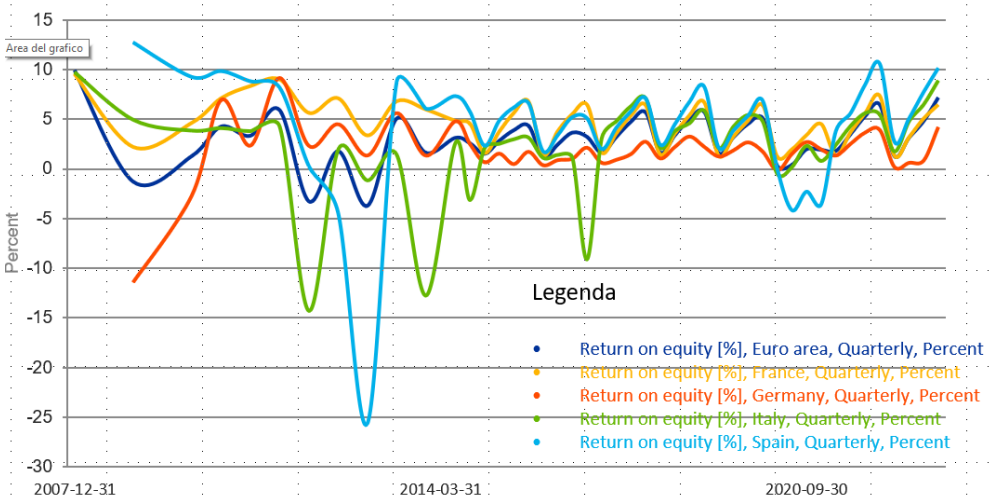


3. Il tasso sui depositi, il punto di vista aziendale

Molti sono gli studi che si sono interessati dell'impatto delle variazioni dei tassi di mercato sul margine di interesse delle banche. Partiamo dal presupposto che, in un'economia di mercato, un livello sostenibile di redditività delle banche sia alla base della stabilità finanziaria e della crescita economica (Angori et. al 2019). Una adeguata redditività – della quale il Mints è la componente ampiamente prevalente- infatti influenza la solidità patrimoniale sia in termini di attrattiva di eventuali ricapitalizzazioni (ovviamente influenzate dalla remunerazione attesa sul capitale) sia in termini di alimentazione del capitale con il flusso degli utili portati a nuovo.

La redditività del sistema bancario europeo è comunque strutturalmente inferiore a quella del sistema statunitense (Altavilla et. al 2018, Di Vito et al. 2023) e quella del sistema italiano è stata per lunghi periodi inferiore rispetto a quella dei maggiori sistemi bancari UE, mostrando un recupero solo negli anni più recenti (FIG. 6).

FIG. 6 – Return on equity, banche europee



fonte: https://data.ecb.europa.eu

L'ampia letteratura sulle determinanti del margine di interesse delle banche è stata inaugurata dal paper di Ho e Saunders (1981) che modellano la banca come soggetto avverso al rischio, esposto a incertezza derivante dalla natura asincrona di offerta di depositi e domanda di prestiti. A priori, non è chiaro se i margini elevati siano buoni o cattivi dal punto di vista del benessere sociale: margini ridotti possono essere indicativi di un sistema bancario competitivo con un basso livello di costi di intermediazione e "imposte" regolamentari (ad esempio obblighi di riserva e requisiti patrimoniali); ma anche che margini relativamente ampi possono portare stabilità per un sistema bancario, in quanto possono aumentare la redditività e il capitale delle banche in modo da proteggerle da shock macroeconomici e di altro tipo, limitando in questo modo esternalità e costi sociali associati con i fallimenti bancari. Infine, in assenza di mercati azionari ben funzionanti, o in caso di prezzi di borsa significativamente inferiori al valore di libro del capitale (il che rende sostanzialmente impraticabile l'accesso al mercato), i margini e la generazione di utili interni possono essere gli unici mezzi di cui dispongono le banche per aumentare

le loro basi patrimoniali (è il caso dell'attuale situazione di mercato).

Il lavoro di de Bondt (2005), discute in che modo le variazioni dei tassi di interesse ufficiali influenzano i tassi di interesse delle banche commerciali nell'area dell'euro e riscontra una velocità di aggiustamento asimmetrica tra tassi sui prestiti e ai tassi sui depositi bancari, anche per considerazioni relative a rischio di credito.

Carbó Valverde e Rodríguez Fernández (2007) indagano i fattori che influenzano i margini bancari in vari paesi europei e trovano una correlazione positiva del Mints con il rischio di credito, il rischio di liquidità, il rischio di tasso di interesse, l'efficienza operativa e la solidità finanziaria (capitale/totale attivo). Lo studio mostra anche che la specializzazione nella raccolta di depositi porta a spread più elevati e che le banche con un rapporto prestiti/attivo più elevato offrono generalmente tassi più bassi.

Busch e Memmel (2016), con riferimento a un campione di banche tedesche, quantificano il costo delle funzioni svolte (gestione della liquidità e dei pagamenti per i clienti, assunzione del rischio di credito e trasformazione delle scadenze) determinando le seguenti misure: costi di liquidità e di gestione dei pagamenti pari, in mediana, al 47% del margine di interesse netto; costi a fronte del rischio di credito 12% e margine a fronte della trasformazione delle scadenze 37%.

Borio et al. (2017) e Claessens et al. (2018) rilevano un impatto significativo dei tassi a breve termine e della pendenza della curva dei rendimenti sulla redditività delle banche; un lungo periodo di tassi di interesse insolitamente bassi può erodere la redditività delle banche, poiché il margine di interesse è correlato positivamente con i tassi di interesse a breve termine e con l'inclinazione della curva dei rendimenti.

Sul periodo 2000-2016 per le banche dell'area dell'euro, Altavilla et al. (2018) riscontrano un (piccolo) effetto positivo del tasso di interesse a breve termine sul net interest margin e che l'effetto di una riduzione dei tassi di interesse è maggiore a tassi di interesse bassi, soprattutto se i tassi di interesse sono bassi a lungo.

Secondo i risultati di Tan (2019) le banche con elevati coefficienti di deposito (quota delle attività finanziate da depositi), in presenza di tassi di interesse negativi aumentano i loro volumi di prestito per mantenere la redditività complessiva.

Angori et al. (2019) esaminano le determinanti dei margini di interesse netti delle banche nell'area dell'euro durante la crisi finanziaria e il periodo successivo alla crisi e trovano che un aumento dei tassi del mercato monetario ha un impatto positivo più forte sui margini d'interesse netti, soprattutto quando il livello iniziale dei tassi d'interesse è basso. Inoltre, le banche con livelli di capitalizzazione più elevati, che indicano una maggiore avversione al rischio, tendono ad applicare tassi di interesse più elevati sui prestiti; maggiore è il potere di mercato, maggiore è lo spread. Lo studio rileva inoltre che le banche impegnate in attività bancarie non tradizionali tendono a operare con margini di interesse più bassi, il che comporta strategie di cross-selling per ottenere commissioni di servizio più elevate. Gli impatti delle infrastrutture istituzionali e regolatorie sull'operatività delle banche sono significativi.

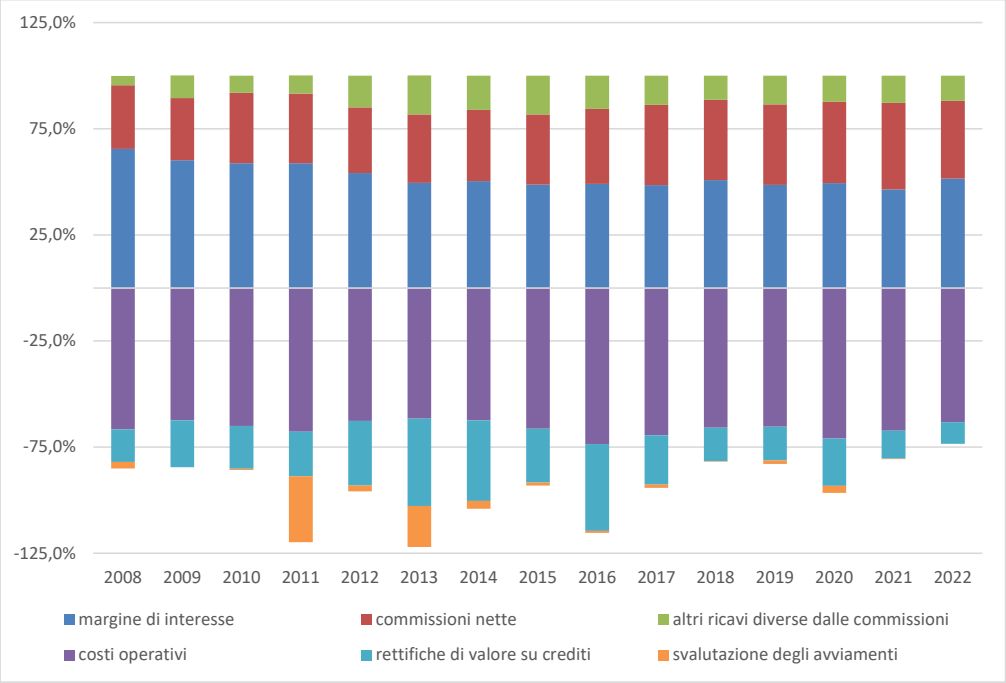
Molyneux e Reghezza (2019) studiano l'influenza della politica dei tassi di interesse negativi sui margini e sulla redditività delle banche, e, confrontando sistemi bancari che adottano negative interest rate policy (NIRP) con quelli che non la adottano, trovano che i margini e i profitti delle banche sono diminuiti nei paesi che adottano la NIRP e l'effetto dipende dalle caratteristiche specifiche della banca (struttura del funding, modelli di business, il repricing degli asset e la specializzazione per prodotti nonché livello di

concorrenza e prevalenza di prestiti a tasso fisso/variabile).

Cruz-García e Guevara (2020) in base all'analisi di banche di 32 paesi dal 2008 al 2014 trovano un impatto significativo e positivo sia del tasso di interesse a breve termine che dell'inclinazione della curva dei rendimenti sul margine di interesse netto. La relazione è quadratica e ciò indica che le variazioni del tasso di interesse a breve termine e la pendenza della curva dei rendimenti hanno un impatto maggiore sul margine quando i livelli di queste due variabili sono inferiori. Risulta inoltre che le banche con un maggiore potere di mercato ottengono margini di interesse più elevati e che la liquidità delle banche influisce negativamente sul margine di interesse, in quanto le banche che investono di più in attività liquide ricavano un reddito finanziario trascurabile o nullo da tali attività.

Il margine di interesse è la componente di reddito di gran lunga più importante per le banche commerciali: secondo i dati Banca d'Italia (2023a), nelle banche italiane esso ha oscillato, negli ultimi 15 anni (periodo 2008-2022), tra il 66% (2008) e il 46%% (2021) del totale dei ricavi (FIG. 7).

FIG. 7 - Composizione dei ricavi e dei costi delle banche: 2008-2022 (totale ricavi di ciascun anno = 100)

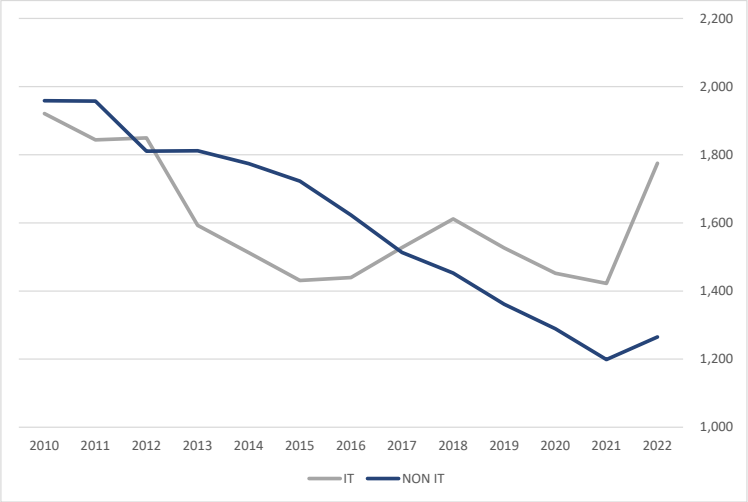


fonte: nostre elaborazioni su Banca d'Italia, Relazione Annuale sul 2022, 31 maggio 2023

Quanto segue è dedicato all'approfondimento dell'evoluzione delle variabili che possono influenzare il Mints, anche mediante un confronto tra un campione di banche italiane e un campione di banche delle principali economie UE (Germania, Francia, Spagna). A tal fine, dal database BankFocus, sono stati esaminati i dati dei bilanci non consolidati [6] relativi a tutte le banche commerciali (nella forma di società per azioni, di cooperativa o di cassa di risparmio) operanti nelle maggiori economie dell'UE aventi un attivo totale, nell'ultimo anno disponibile (ciò consente di comprendere nel campione anche banche che siano state incorporate nel periodo in esame), pari o superiore a € 5 miliardi. Il periodo studiato è ampio ed è relativo ai bilanci tra il 2008 e il 2022, al fine di contemplare l'evoluzione di più cicli di tassi di interesse (come evidenziato nella sezione precedente). Il totale delle banche del campione, dopo le ordinarie operazioni di pulizia del database al fine di eliminare le unità non pertinenti per il problema indagato (es. banche di investimento, banche che offrono servizi alle associate) o quelle caratterizzate da più valori chiaramente incongrui, è pari a 300 banche, di cui 41 italiane. Impiegare dati di sistemi bancari UE consente di assicurare uniformità regolamentare e di *stance* di vigilanza (es. sull'adeguatezza patrimoniale).

Il margine di interesse delle banche italiane (espresso in rapporto percentuale al totale delle attività fruttifere), quale risultante dall'analisi del campione sottoposto a osservazione [7], risulta essere stato nel periodo esaminato (FIG. 8) decrescente durante la lunga fase di politiche monetarie accomodanti e poi in significativo rialzo nel 2022. Esso è inoltre superiore nel periodo recente rispetto a quello osservabile per le banche del "campione di controllo" (banche operanti in Francia, Germania e Spagna).

FIG. 8 – Net interest margin / Average interest earning assets (in %)



nostre elaborazioni su dati BankFocus

[6] I dati non consolidati consentono di potere isolare l'effetto paese, mentre il bilancio consolidato può comprendere azienda bancarie, anche di dimensioni non trascurabili, operanti in paesi diversi.

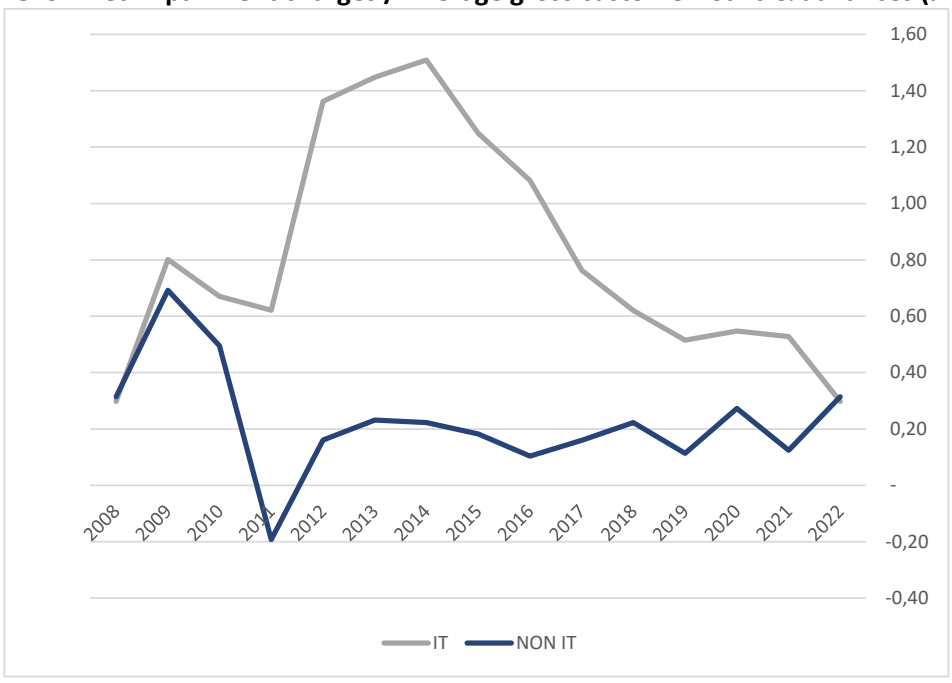
[7] Periodo di osservazione limitato al 2010-2022, causa incoerenze nei dati negli anni più remoti.

Il margine di interesse deve essere tale da coprire il rischio di credito derivante dall'attività di impiego: quando le banche assumono più rischio di credito, hanno bisogno di incrementare il tasso di interesse sui prestiti o di contenere il costo sulla raccolta per compensare la maggiore probabilità di default. Da diverso punto di vista, anche le azioni per il contenimento del rischio di credito – adeguamento dei tassi attivi alla rischiosità attesa degli impieghi - possono influenzare il margine di interesse.

Il costo a fronte dell'assunzione del rischio di credito può essere suddiviso in due componenti: le perdite attese nel portafoglio crediti e il premio per sostenere tale rischio. Si presume che il tasso di perdita attesa di un prestito dipenda dalla scadenza iniziale del prestito e dal settore in cui opera il mutuatario. Il premio per sostenere il rischio di credito dato dallo spread sul tasso di interesse privo di rischio (in ragione della correlazione con il rischio di mercato) richiesto dagli investitori per detenere azioni emesse dalle banche (nell'ambito di un portafoglio diversificato), applicato al capitale richiesto per fronteggiare le perdite inattese.

Approssimiamo il costo della perdita attesa con il rapporto tra gli accantonamenti netti e il volume medio di prestiti alla clientela: emerge una situazione di elevato assorbimento di risorse, in particolare negli anni centrali del periodo e un recupero negli anni recenti. Inoltre, per le banche italiane (FIG. 9) la situazione risulta significativamente peggiore e per lungo tempo rispetto alle banche del campione di controllo. La situazione è spiegata anche da crisi e risanamenti che hanno riguardato diversi intermediari italiani durante il periodo 2013-2016. In tale periodo i costi derivanti dal fabbisogno di accantonamenti a fronte del rischio di credito non hanno potuto trovare compensazione nel Mints, a causa del basso livello dei tassi di interesse.

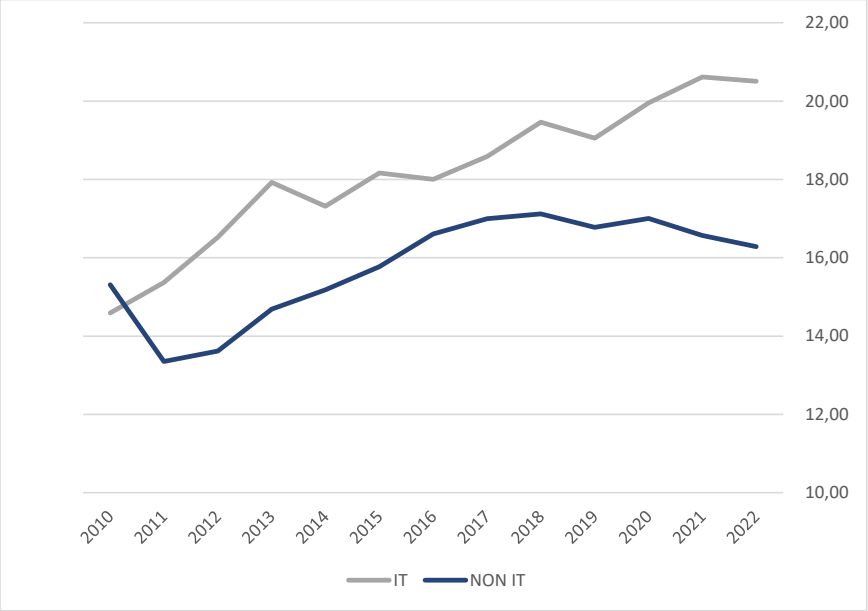
FIG. 9 - Net impairment charges / Average gross customer loans & advances (%)



nostre elaborazioni su dati BankFocus

La seconda componente (la perdita inattesa) deve essere compensata dal patrimonio della banca, a sua volta alimentato dagli utili (che a loro volta derivano per ampia parte dal margine di interesse). Diverse banche italiane del campione hanno dovuto affrontare nel periodo 2012-2015 rilevanti ristrutturazioni aziendali, che hanno portato a cospicue perdite ed erosioni di capitale; la ricostituzione del patrimonio con utili correnti è fenomeno che ha assunto significato solo a partire dal 2020. Le esigenze di copertura delle attività ponderate per il rischio (Risk weighted Assets – RWA) hanno portato le banche italiane a una crescente capitalizzazione (FIG. 10), in misura superiore quanto osservato sul campione di controllo, il che a sua volta ha richiesto la destinazione di una parte importante del reddito all'alimentazione del capitale, oltre a comportare un contenimento delle attività ponderate per il rischio.

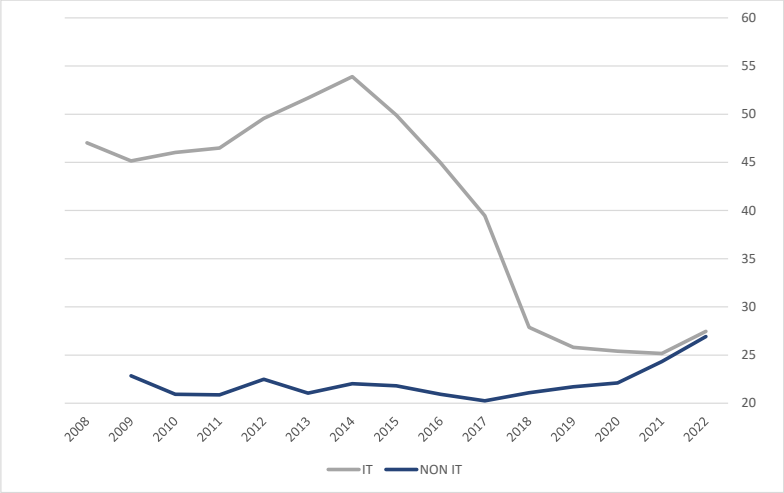
FIG. 10 – Total equity / Risk weighted assets (%)



nostre elaborazioni su dati BankFocus

Misuriamo la trasformazione delle scadenze come rapporto tra attività liquide e fonti di finanziamento a breve (FIG. 11): un rapporto elevato significa una elevata quota di attività liquide finanziate da passività stabili e quindi una esposizione al rischio di trasformazione delle scadenze (riprezzamento delle passività con un 'tasso di rigiro' più prossimo a quello delle attività) e al rischio di liquidità (necessità di rinnovare la raccolta per far fonte alla porzione di attività liquide). Le banche italiane hanno evidenziato per lungo tempo un rapporto significativamente più elevato di quello delle banche del campione di confronto; rapporto che ha mostrato una progressiva convergenza a partire dal 2018.

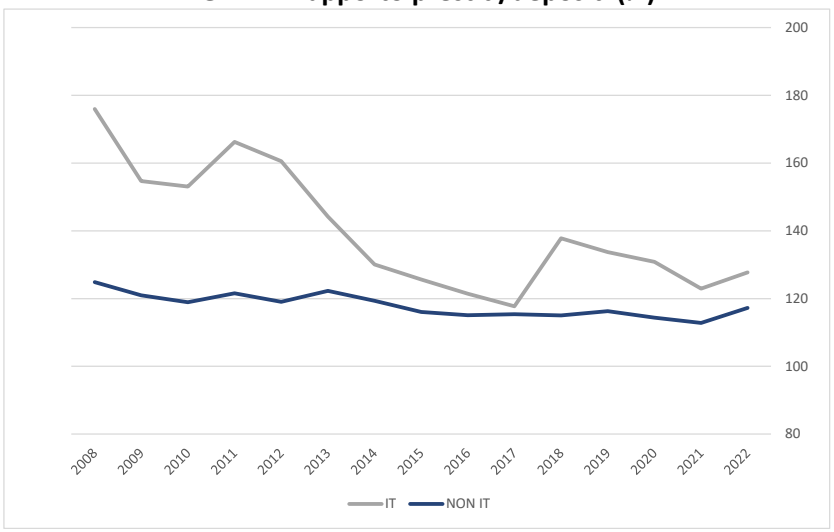
FIG. 11 – Liquid assets / Deposits & short-term funding (%)



nostre elaborazioni su dati BankFocus

Anche fattori di domanda possono influenzare il tasso sui depositi: in una situazione in cui la domanda di crediti rallenta, l'incentivo per le banche ad effettuare raccolta tramite depositi rallenta corrispondentemente, e quindi anche quello a riconoscere tassi di interesse competitivi sui depositi medesimi. Una sintesi di quanto la domanda di credito influenzi la domanda di depositi può essere evidenziata dall'andamento prestiti/depositi (FIG. 12), che, nel periodo in esame, mostra un andamento spiccatamente decrescente, dopo avere fatto registrare livelli decisamente elevati in rapporto al campione di comparazione all'inizio del periodo esaminato. La scarsa domanda di prestiti, conseguente al loro aumentato costo da tassi di interesse, risulta avere avuto un impatto di moderazione sui tassi riconosciuti dalle banche sui depositi.

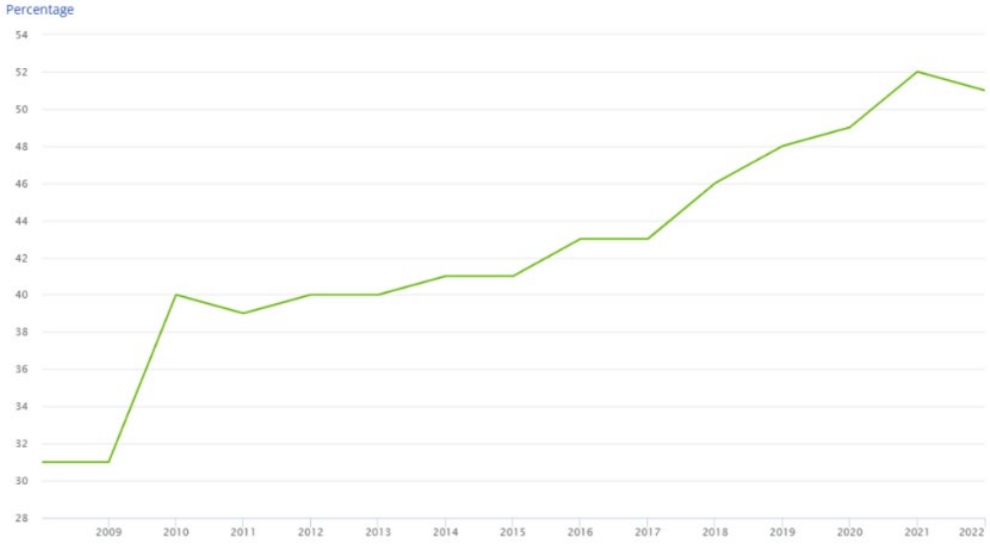
FIG. 12 – Rapporto prestiti/depositi (%)



nostre elaborazioni su dati BankFocus

Infine, il potere di mercato riveste un ruolo decisivo nel determinare il margine di interesse netto delle banche (Angori et al 2019): le banche con un maggior potere di mercato sono in grado di ottenere una maggiore remunerazione dei prestiti ma anche di contenere la remunerazione sui depositi e questo conduce a un margine di interesse più ampio. Al contrario, banche con un potere di mercato inferiore affrontano la maggiore competizione e devono quindi richiedere più bassi tassi di interesse sui prestiti e offrire più alti tassi di interesse sui depositi. Se misuriamo il potere di mercato, sulla base dei dati Bce, con due indicatori ovvero la quota di mercato delle 5 maggiori banche italiane è l'indice di Herfindahl [8] delle banche italiane, otteniamo risultati concordi: nel periodo esaminato (ovvero tra il 2008 e il 2022) il grado di concentrazione del sistema bancario italiano è significativamente aumentato (FIGG. 13 e 14). La scarsa elasticità dei tassi sui depositi all'aumento dei tassi di interesse di mercato nel recente periodo può essere individuata quindi anche nell'aumentato potere di mercato del quale godono le banche.

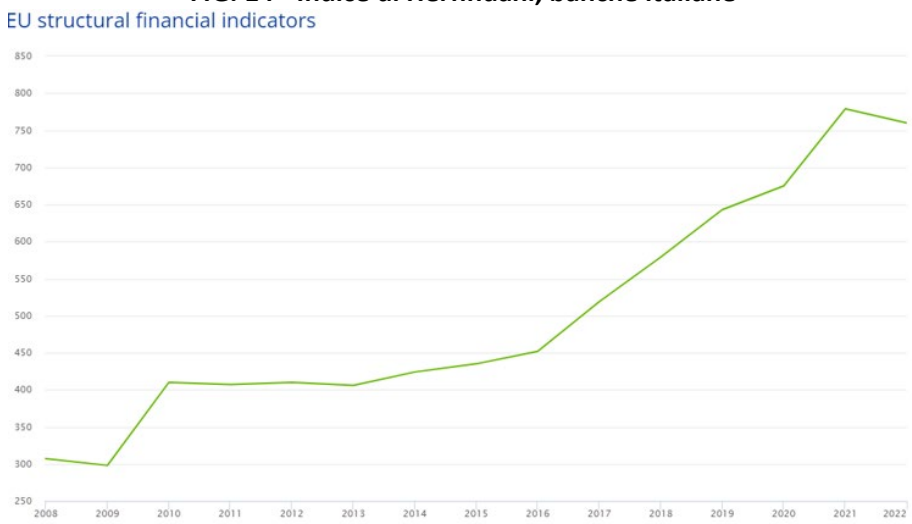
FIG. 13 - Evoluzione della quota mercato delle 5 maggiori banche



fonte: ECB, EU structural financial indicators

[8] L'indice di Herfindahl (Herfindahl-Hirschman Index - HHI) è calcolato come somma dei quadrati delle quote di mercato di tutte le aziende presenti nel mercato stesso ed è il più comune indicatore di concentrazione. L'indice è pari a 1 in caso di monopolio, quindi un indice crescente evidenzia un aumento della concentrazione (riduzione della concorrenza) del settore.

FIG. 14 - Indice di Herfindahl, banche italiane



fonte: ECB, EU structural financial indicators

4. Conclusioni

L'analisi svolta ha mostrato che, nel periodo recente di rialzo dei tassi di interesse di riferimento, è aumentato il margine di interesse delle banche italiane e ha mostrato vischiosità senza precedenti il tasso di remunerazione riconosciuto dalle stesse ai depositanti.

Le ragioni hanno sia carattere strutturale sia carattere congiunturale. Per quanto riguarda le prime, bisogna tenere conto che il tasso di interesse sui depositi segue sempre con ritardo e in misura incompleta l'andamento dei tassi di mercato monetario. Una corretta alimentazione del margine di interesse, del quale il tasso sui depositi è componente essenziale, è fondamentale per la stabilità bancaria. Fra le ragioni di carattere strutturale va citato anche l'aumentato grado di concentrazione del settore, sensibile nel corso dell'ampio periodo esaminato.

La porzione congiunturale del fenomeno osservato nell'ultimo anno invece ha a che vedere con la rapidità del rialzo dei tassi di interesse e il forte incremento della loro volatilità; con la necessità per le banche di ristabilire la normalità del funzionamento del margine di interesse (basato sia su *mark-down* per il tasso di raccolta – impossibile in caso di tassi di mercato a vista negativi - sia su un *mark-up* per il tasso di impiego) e alla scarsa domanda di nuovi prestiti, che rende la necessità di raccolta meno impellente. Si può pertanto ritenere che vi sarà un graduale adeguamento dei tassi sui depositi, connesso con il crescente fabbisogno di raccolta da parte delle banche nonché con l'aumentato grado di sensibilità alla remunerazione da parte dei depositanti.

Riferimenti bibliografici

Altavilla, C., Boucinha, M., & Peydró, J. L. (2018). Monetary policy and bank profitability in a low interest rate environment. Economic policy, 33(96), 531-586.

Angbazo, L. (1997). Commercial bank net interest margins, default risk, interest-rate risk, and off-balance sheet banking. Journal of Banking & Finance, 21(1), 55-87.

Angori, G., Aristei, D., & Gallo, M. (2019). Determinants of banks' net interest margin: Evidence from the Euro area during the crisis and post-crisis period. Sustainability, 11(14), 3785.

Baglioni, A. (2021). Le frontiere della politica monetaria: Dal quantitative easing ai tassi negativi. Hoepli Editore.

Banca d'Italia (2023), Relazione annuale sul 2022

Bologna, P. (2017). Banks' Maturity Transformation: Risk, Reward, and Policy. Econometric Modeling: International Financial Markets - Volatility & Financial Crises eJournal.

Busch, R., & Memmel, C. (2016). Quantifying the components of the banks' net interest margin. Financial Markets and Portfolio Management, 30, 371-396.

Carbò Valverde, S., & Fernández, F. R. (2007). The determinants of bank margins in European banking. Journal of Banking & Finance, 31(7), 2043-2063.

Cruz-García, P., & Fernández de Guevara, J. (2020). Determinants of net interest margin: the effect of capital requirements and deposit insurance scheme. The European Journal of Finance, 26(11), 1102-1123.

De Bondt, G. J. (2005). Interest rate pass-through: empirical results for the Euro Area. German Economic Review, 6(1), 37-78.

Di Vito, L., Leite, J.M., & Fuentes, N.M. (2023). Understanding the Profitability Gap between Euro Area and US Global Systemically Important Banks. SSRN Electronic Journal.

ECB (2023), Financial Stability Review, may

Entrop, O., Memmel, C., Ruprecht, B., & Wilkens, M. (2015). Determinants of bank interest margins: Impact of maturity transformation. Journal of Banking & Finance, 54, 1-19.

Ho, T S Y., & Saunders, A. (1981, November 1). The Determinants of Bank Interest Margins: Theory and Empirical Evidence. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 16(4), 581-581

Maudos, J., & De Guevara, J. F. (2004). Factors explaining the interest margin in the banking sectors of the European Union. Journal of Banking & Finance, 28(9), 2259-2281.

Messer T. & Niepmann F. (2023). What determines passthrough of policy rates to deposit rates in the euro area? Federal Reserve

Molyneux, P., Reghezza, A., & Xie, R. (2019). Bank margins and profits in a world of negative rates. Journal of Banking & Finance, 107, 105613.

Saunders, A., & Schumacher, L.B. (2000). The Determinants of Bank Interest Rate Margins: An International Study. Journal of International Money and Finance, 19, 813-832.

Tan, G. (2019). Beyond the zero lower bound: negative policy rates and bank lending, working paper

5. QUO VADIS CINA?

Rony Hamaui, Marco Lossani ♦

- *Per quasi quattro decenni la Cina è stata la locomotiva dell'economia mondiale con tassi di crescita per molti anni a due cifre e una partecipazione al commercio internazionale contrassegnata da uno straordinario sviluppo.*
- *Oggi lo scenario sembra essere cambiato sia nel breve che soprattutto nel medio-lungo periodo. La difficile uscita dalle restrizioni sul Covid-19, assieme alle difficoltà del settore immobiliare e al protezionismo commerciale attuato dai paesi occidentali hanno portato a un significativo rallentamento che sembra ormai avere una connotazione permanente*
- *Secondo alcuni la Cina sarebbe affetta da un caso di "long-COVID economico" e presenterebbe preoccupanti analogie con il Giappone della fine degli anni '80. In effetti, molti ingredienti della crisi che aveva allora investito il paese del Sol Levante sono oggi presenti in Cina. Un andamento demografico negativo, un elevato debito, una bolla (immobiliare) scoppiata e un livello dei prezzi in calo.*
- *Il capitolo passa in rassegna gli effetti e la eventuale reversibilità dei fattori che stanno indebolendo la crescita della Cina e provocando un deterioramento dei rapporti con i paesi occidentali.*
- *La conclusione raggiunta è che non ci sia nulla di ineluttabile. Molto dipenderà dalla evoluzione del regime politico cinese e dalle riforme – non solo economiche ma anche politiche - che questo sarà disposto a perseguire.*
- *Il maggior nemico della Cina di oggi è infatti rappresentato dalla cristallizzazione del suo attuale sistema politico. Dopo l'avvento di Xi Jinping si è assistito a una nuova concentrazione del potere nelle mani di una ristretta elite, esercitato con l'obiettivo di assumere un controllo sempre più stringente su ampia parte della società cinese, a scapito della iniziativa privata.*

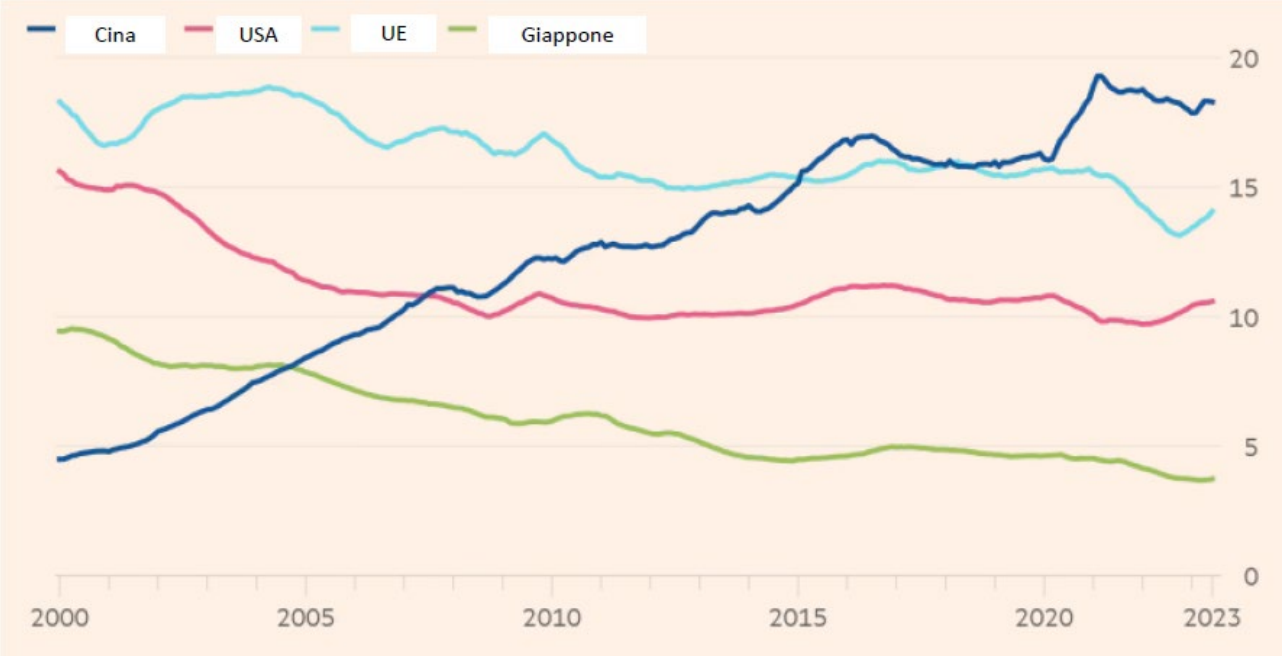
Introduzione

Per quasi quattro decenni la Cina è stata la locomotiva dell'economia mondiale con tassi di crescita per molti anni a due cifre e una partecipazione al commercio internazionale contrassegnata da uno straordinario sviluppo. Fra il 1981 ed il 2019 il prodotto interno lordo cinese è cresciuto mediamente del 9,5%, mentre la quota delle esportazioni del "paese di mezzo" sul commercio mondiale è arrivata a superare il 19%, facendo diventare la Cina il primo esportatore nel mondo (FIG. 1). Anche durante le crisi che si sono succedute – da quella asiatica nel 1997-98 a quella finanziaria del 2007-08, fino alla crisi pandemica del 2020-21 – l'economia cinese ha sempre reagito meglio di altri paesi (sia avanzati che in via di sviluppo) mostrando una resilienza fuori dal comune.

♦ Università Cattolica del Sacro Cuore

Oggi, tuttavia, lo scenario sembra essere cambiato sia nel breve che soprattutto nel medio-lungo periodo. La difficile uscita dalle restrizioni sul Covid-19, assieme alle difficoltà del settore immobiliare e al protezionismo commerciale attuato dai paesi occidentali hanno portato a un significativo rallentamento. Secondo le stime del FMI, quest'anno il Pil della Repubblica Popolare Cinese dovrebbe crescere del 5% e nel 2024 del 4,2%, molto meno di quanto osservato negli scorsi anni, anche se ancora molto di più di quanto stimato per la maggior parte dei paesi Occidentali.

FIG. 1 - Quota delle esportazioni mondiali, 2000-2023
(valori percentuali)



Le maggiori preoccupazioni di molti analisti si concentrano su una serie di debolezze strutturali che potrebbero mettere un'importante ipoteca allo sviluppo della Cina nei prossimi decenni. Il paese sembra aver superato la "trappola del reddito medio"[1] e sta per diventare un paese ricco (identificato in ragione di un reddito pro-capite superiore a 13.845 Dollari USA, secondo la più recente definizione della Banca Mondiale). Tuttavia, la ricchezza è ancora sotto un certo controllo dell'apparato statale, che ha nuovamente accresciuto il suo potere e la sua pressione sociale, e di un ceto molto ricco, che ha fatto della Cina il più grande mercato mondiale del lusso. I consumi in rapporto al Pil sono rimasti, invece, molto bassi mentre enormi rimangono i surplus della bilancia dei pagamenti. Ancora più preoccupanti sono l'andamento demografico ed il

[1] Il termine è stato coniato dalla Banca mondiale nel 2006 e da allora ha avuto un enorme successo.

conseguente invecchiamento della popolazione; il forte indebitamento delle amministrazioni locali e delle aziende pubbliche e private; i condizionamenti politici imposti allo sviluppo delle aziende tecnologiche; infine le crescenti tensioni con gli USA, l'Europa ed alcuni importanti paesi asiatici.

La "diplomazia del ping-pong" negli anni '70 e l'ammissione della Cina nel WTO nel 2001, che avevano segnato un punto di svolta nei rapporti con l'Occidente, si basavano su due ipotesi. La prima era che la crescita del commercio internazionale e il conseguente sviluppo avrebbero creato un ceto medio con forti legami economici e culturali con l'Occidente. La seconda era che tale classe media avrebbe richiesto una maggiore rappresentanza politica ed esercitato forti pressioni sull'autocratico governo retto dal Partito Comunista Cinese (PCC), che presto o tardi avrebbe condotto ad una transizione democratica. Questa illusione politica ha sostenuto per decenni il rapporto sino-americano.

Oggi il processo di democratizzazione delle strutture cinesi ha conosciuto, con l'abolizione del limite di mandato e la rielezione per la terza volta di Xi Jinping alla presidenza della Repubblica, una forte retromarcia. L'Occidente si è sentito minacciato, non solo politicamente ma anche economicamente e militarmente. L'inasprirsi della questione di Taiwan è andata di pari passo con le crescenti ambizioni geopolitiche cinesi (valga per tutti il progetto "Belt and Road Initiative") e "l'amicizia senza limiti" con la Russia. Così la guerra commerciale con l'Occidente si è rapidamente trasformata in guerra tecnologica e poi in guerra fredda.

Scopo di questo contributo è di valutare la portata, gli effetti e la eventuale reversibilità dei fattori che stanno indebolendo la crescita della Cina e provocando un deterioramento dei rapporti con i paesi occidentali. La tesi di base, simile a quella recentemente proposta da Martin Wolf (2023c) sulle pagine del Financial Times, è che non ci sia nulla di ineluttabile. Molto dipenderà dalla evoluzione del regime politico cinese e dalle riforme che questo sarà disposto a perseguire.

1. La demografia

È opinione condivisa che la Cina abbia un grosso problema demografico che nei prossimi anni potrebbe ridurre in maniera sostanziale la crescita economica. Un po' meno note sono le conseguenze dell'invecchiamento della popolazione su consumi e investimenti e soprattutto sul processo di democratizzazione del paese. Vale anche la pena analizzare le cause della bassa natalità in modo da poter disegnare una possibile strategia di contrasto al fenomeno.

Nel corso degli anni '80 il governo cinese ha imposto la politica del figlio unico, convinto che l'eccessiva popolazione avrebbe reso insufficienti le terre coltivabili e ostacolato lo sviluppo economico. In quegli anni i cinesi rappresentavano un quarto della popolazione mondiale, avevano un tasso di natalità molto alto (sia per ragioni economiche che religiose[2]) e possedevano solo il 7% delle terre coltivabili del pianeta. Inoltre, la produttività delle attività agricole era molto bassa mentre l'obiettivo dell'autosufficienza rimaneva centrale nei piani del governo. Le ipotesi demografiche su cui si basava la politica del figlio unico si sono presto rivelate errate. Infatti, il possente sviluppo economico, il processo di urbanizzazione forzato, i crescenti costi delle abitazioni e dell'educazione (che è pubblica ma molto selettiva, e quindi richiede un impegno importante delle famiglie) assieme alla pratica

[2] Un detto di Confucio recita: "Più bambini significa più felicità, i bambini avuti portano presto la felicità"

dell'aborto selettivo hanno contribuito a far crollare il tasso di natalità. In poco tempo questo raggiunge il livello di 1,2 figli per donna, vicino a quello del Giappone, dell'Italia, e della Corea, tutti paesi molto più ricchi. Bisognerà aspettare il 2013 perché alle famiglie venga concesso di avere due figli e nel 2021 perché il limite passi a tre figli. In conclusione, la politica del figlio unico perseguita troppo a lungo ha drammaticamente rimodellato la demografia del paese, ponendo – secondo l'analisi di Yi Fuxian (2023) – un'importante ipoteca sul futuro economico e politico del paese.

Dal momento che tutti i genitori sperano il meglio per i loro figli, sui bambini si regge un'enorme catena del valore. Incarnando la speranza economica per il futuro, l'aumento della dimensione delle generazioni più giovani sostiene la fiducia dei consumatori e molte forme di investimento. Quando la natalità crolla ne derivano consumi insufficienti, carenza di manodopera e molti altri problemi. I dati di molti paesi mostrano come la quota di popolazione di età compresa tra 0 e 14 anni sia positivamente correlata ai consumi delle famiglie. Non è quindi un caso che la quota dei consumi in Cina sia – a seconda degli anni – compresa tra il 35 e il 40%, del reddito a fronte di una percentuale di bambini pari al 13% della popolazione, contro una quota di consumi nel resto del mondo pari al 60% a fronte di una quota di minori del 25%.

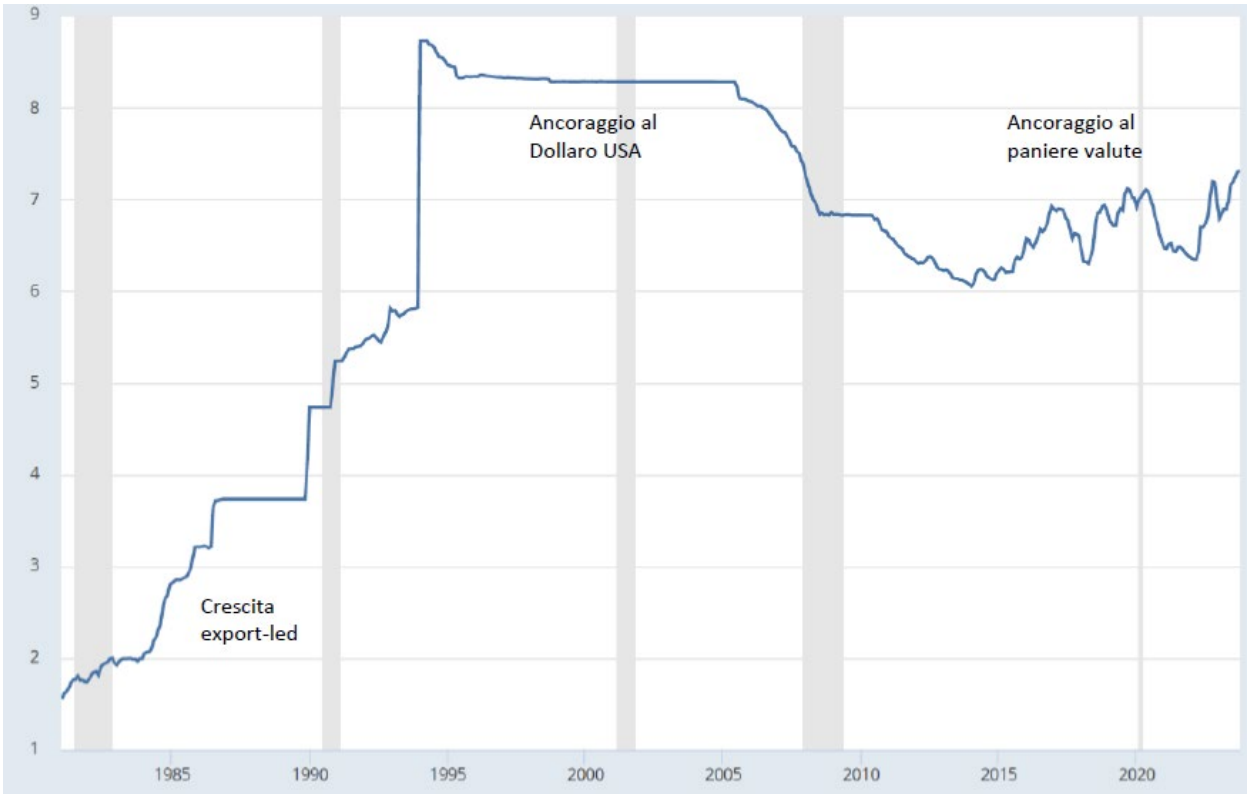
Inoltre, come ricorda Fuxian (2023), i giovani compresi tra i 15 ei 29 anni costituiscono solitamente l'avanguardia dei processi di riforma democratica. Forse non è un caso che a Taiwan e in Corea del Sud, la quota della popolazione giovanile abbia raggiunto il picco del 31% nei primi anni '80, quando l'ondata di entusiasmo per il processo di democratizzazione è sfociato in importanti riforme. Allo stesso modo, quando la percentuale di giovani in Cina ha raggiunto il picco del 31%, c'è stato un massiccio movimento di protesta contro il regime, spietatamente schiacciato dal governo allora in carica e culminato nella strage di piazza Tiananmen del 1989. In effetti, la finestra della Cina per una transizione democratica è stata di breve durata e probabilmente si è chiusa quindici anni fa, più o meno con l'avvento al potere di Xi Jinping. In futuro non mancheranno proteste mirate, come quelle che hanno accompagnato la fine delle restrizioni sul Covid. Tuttavia, se anche la Cina sperimentasse il tipo di rivolte che ha travolto la Russia negli anni '90, è presumibile che la sua enorme popolazione anziana cercherebbe inevitabilmente la *leadership* di un uomo forte, quale lo stesso Xi, capace di ripristinare l'"ordine sociale e la sicurezza".

Sebbene sia particolarmente difficile invertire le tendenze demografiche, il governo cinese ha diversi strumenti per arginarne gli effetti. Innanzitutto, è possibile alzare l'età della pensione, che oggi in Cina è molto bassa: 60 anni per gli uomini e 50 anni per le donne che lavorano in fabbrica e 55 per quelle che lavorano in ufficio. In secondo luogo, può rivedere (se non abolire) il sistema *hukou* che – attraverso un sistema di registrazioni e permessi – consente *de facto* un controllo dei flussi migratori interni tra città e campagna, impedendo un'efficiente allocazione della forza lavoro e determinando un impatto negativo sulla produttività del lavoro. Infine, può sempre attivare politiche fiscali e sociali che facilitino la natalità, non penalizzino le donne con figli che lavorano e riducano le differenze di genere, come suggerito dal recente premio Nobel Claudia Goldin. Se queste (ed altre) misure verranno introdotte con decisione l'inesorabile impatto negativo della demografia potrebbe essere almeno rallentato, se non fermato.

2. Il commercio internazionale

All'inizio degli anni '80 la Cina ha cambiato radicalmente il suo approccio al commercio internazionale. E' infatti passata da una politica di *import-substitution*, in cui l'obiettivo era quello di raggiungere l'autosufficienza e sostituire le importazioni dal resto del mondo con la produzione nazionale, a una politica di *export-led growth,* con cui cercava di aumentare la competitività tenendo sottovalutato il tasso di cambio e aprendo le porte agli investimenti esteri[3]. In pochi anni il tasso di cambio è passato da 1,5 a 8,5 yuan per dollaro (FIG. 2); e sono state realizzate importanti misure di liberalizzazione dei flussi commerciali, quali la drastica riduzione delle tariffe, delle quote e delle altre barriere non tariffarie. Questa strategia trova il suo coronamento l'11 dicembre del 2001 con l'ingresso della Cina nel WTO, che permette al paese di godere della clausola della "nazione più favorita".

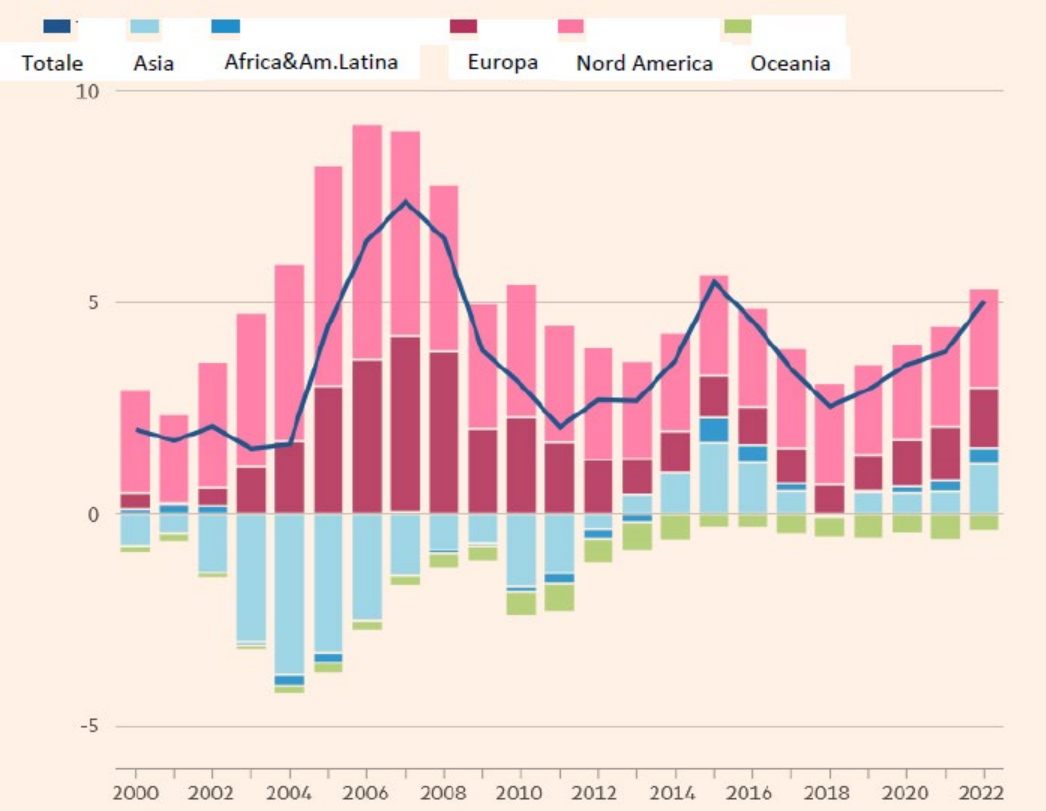
FIG. 2 - Tasso di cambio Yuan – Dollaro USA (1980 – 2022)



[3] La politica e la strategia economica delle porte aperte sono per la prima volta definite dalla Terza Sessione Plenaria dell'11° Comitato Centrale del Partito nel 1978.

La fortissima crescita delle esportazioni che ne segue costituisce per diversi anni un vero e proprio motore per la crescita economica e per la dinamica della produttività del paese. I forti investimenti dall'estero assieme alla accresciuta disponibilità di capitale umano (dal costo relativamente basso), consentono alla Cina di espandere notevolmente la produzione – realizzando forti economie di scala e di scopo e muovendosi verso settori tecnologicamente più avanzati (Sun e Heshmati , 2010) – e di accrescere la presenza sui mercati mondiali. Il perdurante squilibrio fra esportazioni e importazioni determina continui surplus di bilancia commerciale (mediamente pari al 5% del Pil, ma che in alcuni anni sfiorano il 10%) (FIG. 3)) e si accompagna a una eccessiva dipendenza da prodotti *made in China* che nel tempo diventa sempre meno tollerata[4]. La moderata flessibilità del tasso di cambio decisa a partire dal 2005 cambia solo marginalmente la situazione.

FIG.3 Cina: bilancia commerciale (per aree di destinazione) (2000 – 2022) (percentuale del PIL)



[4] Il "China shock" diventa assolutamente chiaro durante la pandemia quando intere filiere produttive arrestano la loro produzione in quanto dipendenti dalla produzione di beni intermedi e semi-lavorati importati dalla Cina. Inoltre, sebbene il "China shock" non sia stata l'unica causa (e forse neppure la principale) a determinare il calo della produzione e della occupazione manifatturiera nei paesi occidentali, è indubbio che sia stato politicamente utilizzato per offrire una narrativa della globalizzazione – e del ruolo della Cina in essa – che ha suscitato reazioni negative nei confronti di questo paese.

Il cambio "quasi fisso" consente di mantenere ampi avanzi nelle partite correnti e nel saldo di bilancia dei pagamenti. All'inizio del 2015 la Banca Centrale cinese dispone di oltre 4.000 miliardi di dollari USA in riserve ufficiali, uno stock in eccesso rispetto a qualsiasi indicatore di adeguatezza che suscita non poche preoccupazioni a causa dei possibili condizionamenti che può produrre[5]. E' così che nel corso del 2018, l'amministrazione Trump, invertendo un approccio decennale a favore della liberalizzazione commerciale, arriva ad imporre una serie di dazi (di entità compresa fra il 10% e il 50%) sulle importazioni di beni *made in China* (oltre che su beni importati da UE, Canada e altri partner commerciali) per un valore di circa 283 miliardi di dollari. In risposta, vengono introdotti dazi (dal valore medio pari al 16%) su circa 121 miliardi di dollari di esportazioni americane. Prende l'avvio una vera e propria guerra commerciale – ma anche tecnologica – che costituisce il primo episodio di protezionismo su larga scala dai tempi della Grande Depressione degli anni '30. Nascono non pochi interrogativi sul futuro del commercio internazionale. Gli interrogativi crescono con le successive decisioni dell'amministrazione Biden. Non solo vengono confermate le misure imposte da Trump, ma vengono anche introdotti generosi sussidi – attraverso l'"Inflation Reduction Act" (IRA) e il "CHIPS and Science Act" – volti a rafforzare la produzione nazionale USA soprattutto nei settori *high tech* e quelli coinvolti nella transizione ecologica.

Il tema della sicurezza nazionale entra così prepotentemente nel dibattito sulle relazioni commerciali tra Cina e USA, sommandosi ai tradizionali cavalli di battaglia rappresentati dalla difesa della manifattura e dei suoi posti di lavoro[6]. Nel marzo 2022 Janet Yellen (Segretario al Tesoro USA) arriva ad auspicare la realizzazione del *friend-shoring,* secondo cui le catene di produzione globale del valore verrebbero gestite all'interno di una filiera corta tra paesi amici. Uno scenario che se realizzato non potrebbe che accelerare le recenti tendenze verso una "grande riallocazione" delle catene di approvvigionamento (*supply chain*) degli USA (e non solo) dalla Cina verso i paesi a basso costo del lavoro quali il Vietnam e paesi vicini e/o amici (*nearshoring/friendshoring*) quali il Messico[7].

In questo "nuovo mondo" è evidente che la Cina, quale maggior esportatore, è il paese destinato a pagare il prezzo più alto. Non a caso a fronte dei problemi geo-politici con l'Occidente – che ancora oggi costituisce la principale area di destinazione del proprio export – la Cina sta tentando di stringere una serie di alleanze strategiche con numerosi paesi non allineati (o addirittura ostili ai paesi occidentali) che servirebbero a sviluppare il braccio esterno del progetto di *dual circulation*[8]. E'

[5] Parte di questa enorme disponibilità di riserve ufficiali viene usata per finanziare le attività di Fondi di Investimento Sovrani (come CIC, China Investment Corporation) che investono anche in società del mondo occidentale che appartengono a settori considerati strategici e/o sensibili.

[6] È improbabile che questa direzione di marcia possa mutare nel prossimo futuro, dato il sostegno *bipartisan* che le politiche protezioniste adottate hanno presso il Congresso americano. Questo nonostante un'abbondante letteratura economica abbia mostrato come nel breve termine i dazi imposti dagli Stati Uniti abbiano prodotto aumenti sostanziali dei prezzi dei beni intermedi e finali importati oltre a significativi cambiamenti nella catena di approvvigionamento e riduzioni della disponibilità di varietà importate. In altri termini, la gran parte dell'onere dei dazi sembra essere ricaduta sui consumatori nazionali. Ovviamente la stessa conclusione risulta verificata per i dazi imposti dalla Cina sui beni importati dagli altri paesi (Amiti, Redding, e Weinstein, 2019).

[7] Basti ricordare che la quota delle importazioni USA dalla Cina è già passata dal picco del 21,6% nel 2017 al 16,5% nel 2022.

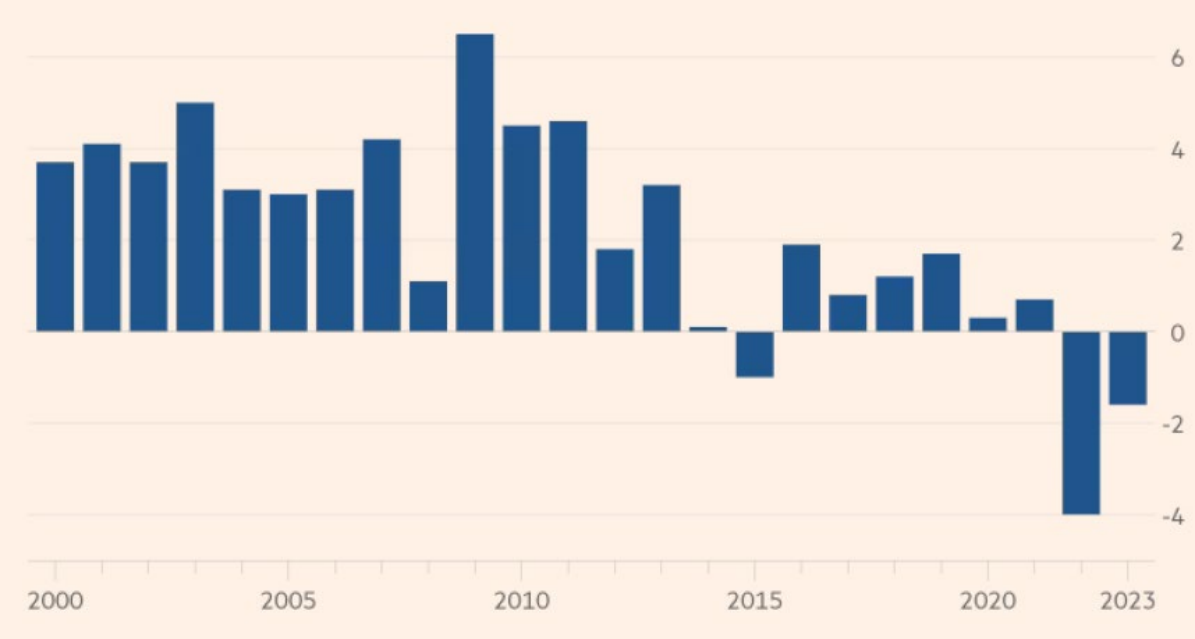
[8] Con questo termine il governo cinese ha individuato una nuova strategia di crescita basata sullo sviluppo

da leggersi in tal senso il varo della *Belt and Road Initiative*; piuttosto che l'ampliamento del numero di paesi aderenti ai BRICs; oltre che l'instaurazione di rapporti privilegiati con nazioni quali Russia e Iran. L'obiettivo essendo la riduzione del grado di esposizione a una serie di shock esterni, che metterebbero a rischio la crescita del paese.

3. La bolla immobiliare

Tutte le analisi sull'economia cinese concordano su un punto. Il settore immobiliare ha raggiunto una rilevanza decisamente unica. Contribuisce (considerando anche i servizi correlati) alla formazione del Pil per una quota superiore al 25% (maggiore persino di quella raggiunta in Irlanda e in Spagna prima dello scoppio della crisi finanziaria globale) arrivando in alcuni anni a contribuire a buona parte della crescita del PIL (FIG. 4).

FIG. 4 - Cina: contributo del settore immobiliare allargato alla crescita del PIL (2000 – 2023) (valori percentuali)



La ricchezza investita in proprietà immobiliari vale oltre 3,5 volte il PIL, il doppio di quanto osservato in molti altri paesi[9]; il risultato di un risparmio sistematicamente investito per quasi ¾ in attività immobiliari (anche per via della mancanza di valide alternative di investimento). Il rapporto tra prezzi degli immobili e reddito famigliare è arrivato a sorpassare la soglia di 40 in diverse città, come Pechino, Shanghai e Shenzen (quando – va ricordato – analogo indicatore è attorno a 20 a

della circolazione interna (per lo più funzione della crescita dei consumi) contestuale a quello della circolazione esterna (dipendente da esportazioni verso paesi che non dovrebbero essere in grado di produrre shock avversi per Cina).

[9] Ad esempio lo stesso indicatore vale 1,6 volte il PIL negli Usa e 2,1 volte in Giappone.

Londra e 10 a New York!). La superficie abitativa pro-capite è ormai simile a quella di Francia e Germania (Rogoff, 2021), anche se la Cina rimane un'economia a medio reddito ove il reddito pro-capite (espresso in Dollari PPP) è pari al 40% di quello francese e al 33% di quello tedesco. In poche parole, "*Real estate is always important in any economy. But in China, it is far more important*" (Pettis, 2022). Queste dimensioni – raggiunte in poco meno di 30 anni– pongono due questioni: Come è potuto accadere? Con quali conseguenze?

3.1 Lo sviluppo dell'immobiliare e la nascita della bolla

Una prima fase di deciso sviluppo immobiliare si manifesta a cavallo della metà degli anni '90 (IMF 2018), in conseguenza del lancio del *Housing Provident Fund*, concepito per sostenere le famiglie nella formazione di risparmio da utilizzare come anticipo nell'acquisto delle abitazioni. In alcune città, i prezzi degli immobili crescono impetuosamente e generano una prima bolla che tuttavia quando scoppia non comporta effetti rilevanti, per due motivi: la dimensione locale del fenomeno, circoscritto a poche città; la forte regolazione imposta al settore bancario, relativamente poco esposto sul fronte degli *assets* immobiliari.

E' con la fine degli anni '90, che prende l'avvio una nuova fase di deciso sviluppo immobiliare, sostenuto dall'entrata in campo di agenzie pubbliche e *State Owned Enterprises* (SOEs). La crescita dei prezzi delle case è decisamente più intensa ed estesa sul territorio nazionale. Un fenomeno che spinge le autorità di Pechino a intervenire più volte (tra il 2005 e il 2008) - facendo ricorso a strumenti di controllo quali limitazioni alla vendita di terreni o all'acquisto di abitazioni - nel tentativo di raffreddare un mercato quasi fuori controllo.

In effetti il mercato immobiliare reagisce alle misure restrittive arrivando a registrare in molte città un declino dei prezzi degli immobili. Nel 2008, con lo scoppio della crisi finanziaria globale vengono varati diversi pacchetti di stimoli all'economia che fanno ripartire il mercato immobiliare. Dal 2008 vengono costruite 127 milioni di unità immobiliari urbane collocate sul mercato anche grazie al crescente coinvolgimento delle famiglie. Il tasso di proprietà immobiliare tocca l'80%, con molte famiglie che diventano proprietarie di numerose abitazioni! Al tempo stesso il mercato degli immobili inizia ad essere caratterizzato da andamenti sempre più differenziati tra le diverse tipologie di inurbazioni (città Tier 1, Tier 2, Tier 3 e Tier 4, in base alla dimensione) previste dall'ordinamento cinese. A partire dal 2013, le differenze diventano la regola. A fronte di aumenti di prezzo consistenti e persistenti nelle città Tier 1 e 2[10] – in cui i prezzi crescono tra il 40 e l'80% nel periodo 2015-2020 – si osservano eccessi di offerta nelle città Tier 3 e 4 associati a continue cadute del livello dei prezzi (20% negli ultimi due anni) e alla generazione di vere e proprie città fantasma (*ghost towns*). Secondo recenti stime il 20-25% dello stock di abitazioni, soprattutto in alcune città Tier 3 e 4, non è occupato; la superficie di abitazioni invendute è stimata tra i 648 milioni e 3 miliardi di metri quadrati (che potrebbero ospitare sino a 30 milioni famiglie cinesi)[11]. Con il trascorrere del tempo, le differenze tra le diverse città persistono, così come rimane forte la presenza dell'operatore pubblico che continua a giocare un ruolo cruciale

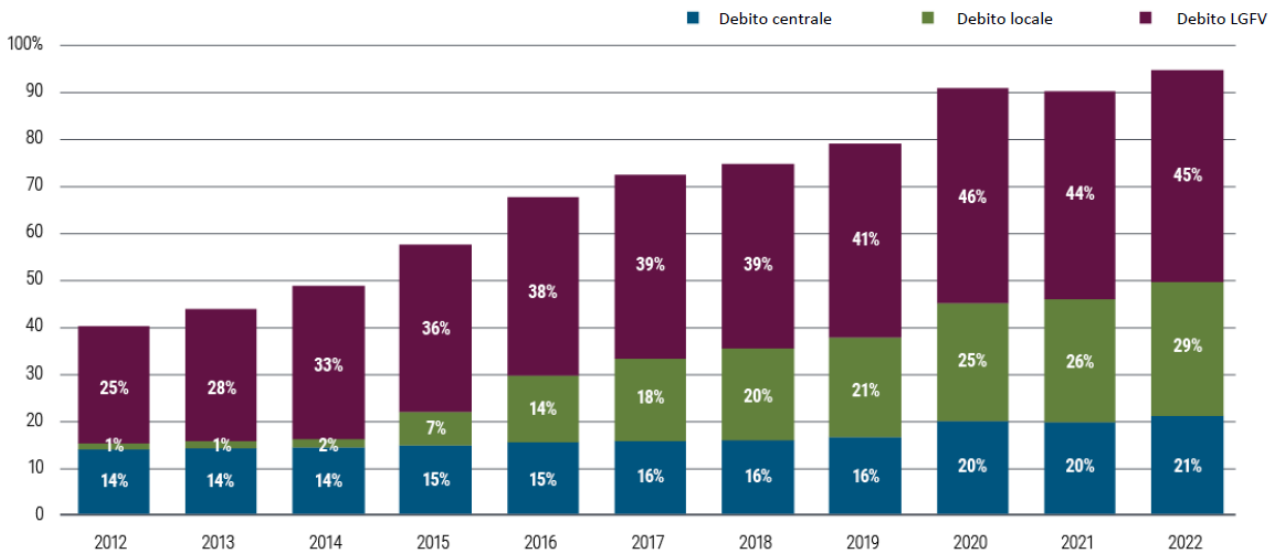
[10] L'aumento dei prezzi nelle città Tier 1 e 2 è anche dovuto alla minor offerta di terreni edificabili da parte delle agenzie pubbliche locali.

[11] Il valore inferiore del range è dovuto al China's National Statical Office; quello più alto a Rhodium Group.

sia sul mercato immobiliare che su quello del credito, erogato a condizioni di favore sia agli sviluppatori immobiliari che alle famiglie/imprese acquirenti gli immobili.

Perché l'immobiliare è diventato l'oggetto di attenzioni così notevoli da parte delle autorità di governo? La risposta è (relativamente) chiara (Pettis, 2022). La chiave di volta è lo schema di incentivazione disegnato per i responsabili delle unità di governo locale. La progressione di carriera dei *top officials* delle province dipende sostanzialmente dal soddisfacimento di un target di crescita – definito dalle autorità centrali - del Pil della circoscrizione locale. Eventuali divari tra il target e la crescita effettiva – riconducibile alle decisioni del settore privato (ciò che nel gergo della burocrazia cinese è definita *high quality growth*) – vengono colmati da interventi decisi dagli amministratori locali. Negli ultimi 15 anni, i target di crescita sono raggiunti mediante un sistematico sostegno fornito alla generazione di infrastrutture e immobili. Favorendo lo sviluppo del settore immobiliare, si sostiene – anche per via delle notevoli interdipendenze esistenti tra immobiliare e altre attività gestite a livello locale – la crescita della circoscrizione di riferimento, sostenendo la progressione di carriera e le retribuzioni dei manager pubblici di più alto livello. Si capisce quindi il motivo per cui le unità di governo locale abbiano favorito in ogni modo la crescita dell'immobiliare, arrivando a indebitarsi sia direttamente che attraverso le operazioni svolte dai *Local Government Financing Vehicles* (LGFVs), veicoli di investimento il cui debito è arrivato a superare gli 8.000 mld. di dollari, pari al 45% del PIL (FIG.5).

FIG. 5 - Cina: titoli del debito pubblico (centrale e locale) e debito LGFV (2012 – 2022) (percentuale del PIL)



La presenza di questo schema di incentivazione ha dato l'avvio a una vera e propria escalation del mercato immobiliare, sostenuta da una corsa al debito e da prezzi in continua ascesa. Peraltro il mercato immobiliare in crescita beneficiava le autorità di governo locale anche attraverso gli

introiti generati dalla vendita dei terreni edificabili[12]; un flusso di risorse che consentiva alle stesse autorità di finanziare altri progetti di investimento utili a sostenere la crescita locale.

3.2 Le conseguenze della fine della bolla

Una bolla prima o poi scoppia. E anche la bolla immobiliare in Cina è scoppiata. A partire dal 2020 le transazioni sul mercato immobiliare sono calate vistosamente, in conseguenza di una decisa stretta impartita dalle autorità di Pechino preoccupate dall'eccessivo debito unito ai prezzi insostenibili per molte famiglie. A settembre 2023, il tasso di variazione tendenziale delle vendite di nuove abitazioni è stato pari al -20% (a luglio lo stesso indicatore aveva raggiunto -33%). I prezzi dopo aver raggiunto il plateau alla fine del 2021 iniziano una lenta, continua flessione, anche se con tendenze molto diverse tra città e città (FIG. 6).

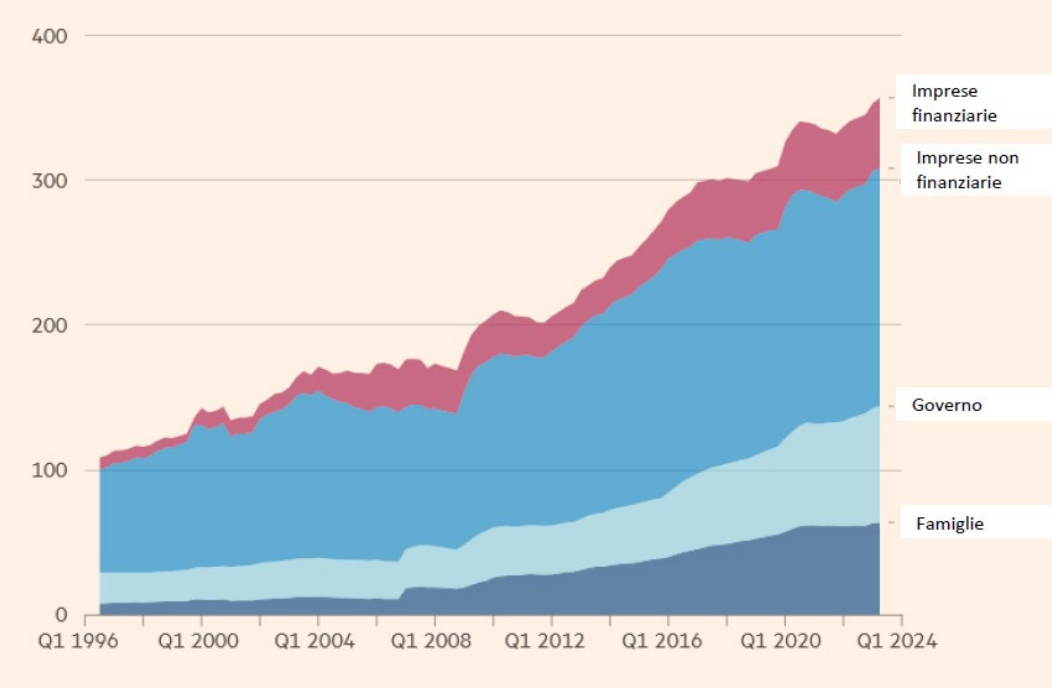
FIG. 6 - Cina: indice dei prezzi delle abitazioni (100 maggiori città (2016-2023)
(tassi variazione percentuale)

In occasione del consueto incontro autunnale FMI-Banca Mondiale dello scorso mese di Ottobre, il Fondo Monetario Internazionale ha espresso la sua preoccupazione per le conseguenze dello scoppio della bolla. I timori non riguardano solo l'evoluzione dell'economia reale, che secondo le prime stime di Rogoff e Yang (2021) potrebbe conoscere una caduta compresa tra i 5 e 10 punti percentuali (in risposta a una contrazione del 20% dell'attività del comparto immobiliare), dovuta alla minor domanda privata e della spesa pubblica locale. Le preoccupazioni più grandi vertono sul

[12] L'offerta di terreni edificabili è pienamente controllata dal governo locale che stabilisce il prezzo e il tempo della vendita, oltre che il terreno posto sul mercato.

rischio di instabilità finanziaria, che potrebbe operare ben più velocemente sfruttando numerosi canali di trasmissione. Dopotutto la bolla è stata costruita sul debito, cresciuto vistosamente negli ultimi anni (FIG. 7). Il rischio di rivivere una situazione simile a quella post-Lehman è cospicuo, anche per via di un altro punto di contatto tra i due episodi: la caduta del livello generale dei prezzi che crea i presupposti per una vera e propria *debt deflation*.

FIG. 7 - Cina: debito lordo per settore (percentuale del PIL)



L'accumulazione di debito da parte delle società immobiliari è proseguita senza interruzioni sino al 2020 quando il governo di Pechino, nel tentativo di ridurre una vera e propria corsa all'indebitamento, introduce tre limiti per gli sviluppatori immobiliari per avviare una fase di *soft deleveraging*. L'imposizione delle cosiddette *three red lines* – definite in termini di rapporto debito/attivi; debito/equity e cash/debito a breve – provoca una reazione immediata. Il ricorso all'indebitamento da parte dei maggiori *real estate developers* (in primis Evergrande, che non soddisfa nessuno dei tre limiti) si interrompe. La mancanza di debito addizionale costringe molti di loro a liquidare, spesso a condizioni sfavorevoli, parte dei loro attivi. Il risultato è l'assunzione di perdite che comportano un ulteriore deterioramento della già fragile condizione debitoria (peraltro gravata anche dall'uso di pratiche commerciali che prevedono la vendita sulla carta degli immobili a

fronte di incasso immediato del corrispettivo in cash[13]). Per convincere i creditori a cessare di erogare prestiti a grandi prenditori come Evergrande, responsabili di progetti di sviluppo immobiliare improduttivi, il governo annuncia che il *bail- out* (implicito) non è più un'opzione. La fase di crescita "fittizia" (crescita fondata sul debito, nel gergo dello stesso Primo Ministro Xi Jinping,) ha termine. L'eliminazione del *moral hazard* dal mercato del credito scatena una sorta di effetto contagio. A cascata, prendono l'avvio molteplici operazioni di liquidazioni anticipate da parte dei prestatori che avevano concesso credito confidando nel rispetto delle garanzie implicite fornite dal governo. Il risultato è devastante. Anche perché il mutato scenario spinge un numero sempre più consistente di potenziali acquirenti di immobili e di fornitori di materiale di costruzione a concedere sempre meno liquidità ai *real estate developers*. Le minori entrate unite ai maggiori costi (operativi e di finanziamento) provocano l'accentuazione delle perdite: il *financial distress* cresce e si diffonde.

Evergrande, il *real estate developer* più indebitato al mondo (con passività finanziarie pari al 3% del Pil cinese!) entra tecnicamente in default già nel 2021 (dopo aver mancato il pagamento di cedole su prestiti obbligazionari emessi sul mercato internazionale)[14]. Nel mese di agosto di quest'anno chiede al Tribunale di New York l'applicazione del Chapter 15 – per poter dare l'avvio alle procedure di ristrutturazione del proprio debito estero, in regime di protezione dai creditori. Più recentemente, la crisi coinvolge un altro colosso dell'immobiliare cinese: Country Garden. Benchè più piccola di Evergrande, Country Garden ha raggiunto una dimensione (e debiti) di tutto rispetto grazie a un'attività edilizia concentrata nelle città Tier-2 e 3. Diversamente da Evergrande, i maggiori creditori di Country Garden non sono le banche o gli obbligazionisti, ma i cittadini-clienti che hanno anticipato cifre considerevoli (pari alla metà delle passività di Country Garden) per l'acquisto sulla carta di appartamenti, che negli ultimi anni non sono mai stati (o quasi) consegnati. Da qui lo sciopero dei mutui (*mortgage boycott*), con migliaia di famiglie che hanno sospeso il pagamento delle rate. Uno scenario che, nel caso di approfondimento della crisi, potrebbe estendersi a molte altre città (delle oltre 300) in cui Country Garden ha un cantiere aperto. Tuttavia, i problemi non si limitano ai due giganti. Negli ultimi 2 anni e mezzo sono più di 50 gli sviluppatori immobiliari che hanno dichiarato *default* sul principale e/o hanno sospeso il pagamento degli interessi sul debito.

Alla luce di questi elementi si comprende da dove nasca la preoccupazione per la stabilità finanziaria, messa seriamente a rischio da diversi fattori.

Il primo è costituito dal debito degli LGFVs. Quasi un terzo di questi veicoli - costituiti dai governi locali con l'esplicito obiettivo di sviluppare infrastrutture e immobili – sono incapaci di generare risorse sufficienti a ripagare gli interessi sul proprio debito, costituito per il 20% da bonds e per il rimanente 80% da prestiti bancari. Una ristrutturazione del debito degli LGFVs avrebbe quindi ripercussioni importanti sulle banche (i prestiti ai LGFV pesano per il 25% dei *corporate loans* del sistema bancario cinese), che verrebbero immediatamente gravate da una quantità rilevante di NPLs. Anche le banche che agiscono nelle provincie più ricche si troverebbero di fronte a un probabile *capital shortfall* che avrebbe

[13] Negli ultimi tempi a tale pratica si è aggiunto il finanziamento erogato da *shadow banks*, il cui funding è cresciuto esponenzialmente grazie alla emissione di WMPs (Wealth Management Products) con elevato profilo di rischio.

[14] Al momento del fallimento Evergrande era coinvolta in 800 progetti di sviluppo immobiliare non terminati.

inevitabilmente l'effetto di provocare un credit crunch, con inevitabili effetti a cascata.

A ciò va aggiunto il ruolo giocato dalle famiglie che si trovano colpite dalla crisi su due fronti. Da un lato, registrano perdite sugli asset immobiliari acquistati, che spesso non sono mai stati consegnati loro. Dall'altro, possono soffrire perdite sui loro depositi bancari, qualora la loro banca depositaria fallisse in conseguenza del fallimento degli LFGVs.

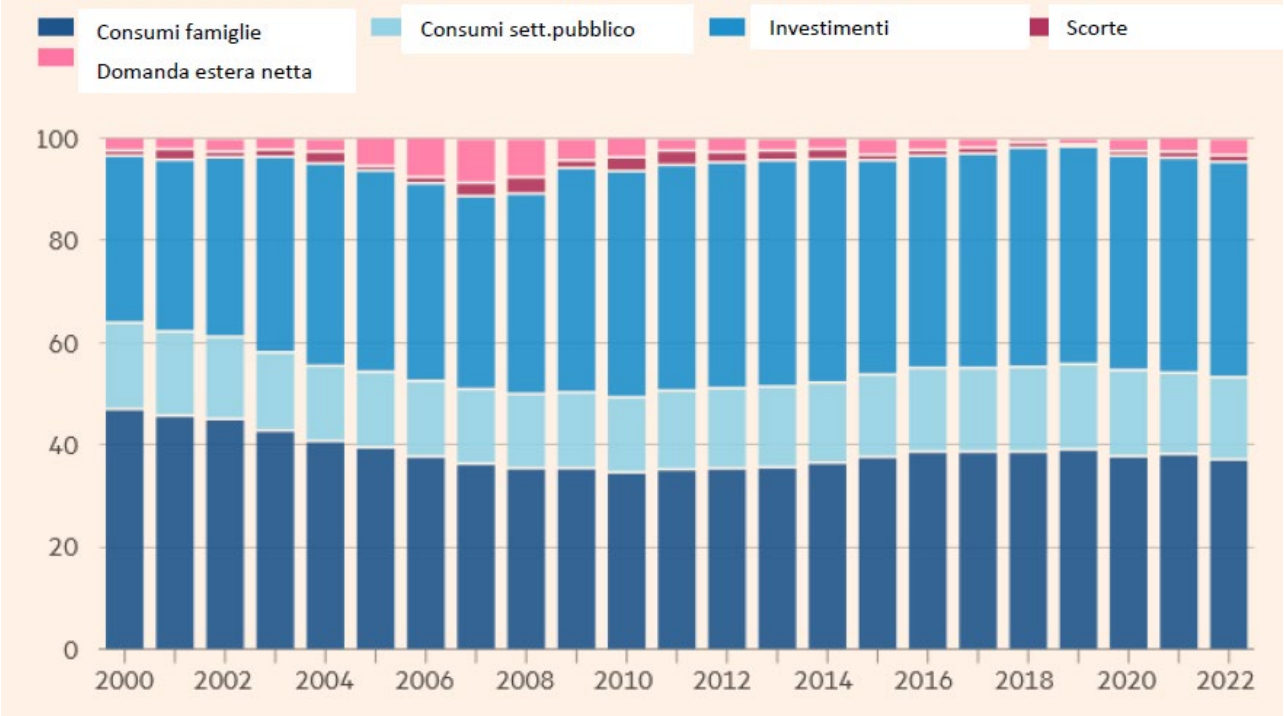
Inoltre, non va dimenticato che una crisi metterebbe a rischio la sostenibilità delle finanze pubbliche locali, colpite dai minori introiti dovuti alle minori cessioni di terreni edificabili oltre che dal mancato rimborso dei prestiti concessi. Al momento – notizia dello scorso mese da Agosto – il governo di Pechino ha consentito di collocare sul mercato 140 miliardi di Dollari di *special financing bonds* con l'obiettivo di aiutare 12 regioni a ripagare il proprio debito. La notizia rileva in quanto il merito di credito degli LGFVs è stato sempre considerato funzione della sostenibilità delle finanze pubbliche locali di riferimento[15]. La decisione di aiutare le provincie va quindi letta con sollievo misto a preoccupazione. Sancisce il riconoscimento di una nuova fase della crisi inaugurata all'inizio del 2023 con la ristrutturazione del debito di un LGFV della provincia di Guizhou, del valore di oltre 2 miliardi di Dollari che coinvolge una ventina di banche (locali e nazionali). Ciò significa che dopo aver dichiarato la fine del *implicit bail-out*, Pechino ha riconosciuto le difficoltà di alcuni governi locali e si è decisa a intervenire in loro aiuto. Al tempo stesso, per ampliare lo spazio di manovra degli operatori dell'immobiliare ha iniziato a considerare la possibilità di sospendere l'operatività delle *three red lines*. Anche se l'effetto sarebbe minimo in quanto la domanda dell'immobiliare è diminuita a tal punto da annullare qualsiasi incentivo a fare altro debito (Garcia Herrero, 2023).

4. Sottoconsumo

La bolla immobiliare non può essere analizzata senza considerare altri due aspetti, tra loro complementari. Il primo riguarda il perdurante stato di sottoconsumo. La straordinaria crescita cinese è avvenuta creando le condizioni per una attività di investimento che è andata ben oltre i livelli considerati normali, a scapito del tenore dei consumi. Non è quindi sbagliato affermare che *overinvestment* e *underconsumption* siano due facce della stessa medaglia (FIG. 8). Le risorse veicolate a condizioni vantaggiose al settore *corporate* (privato e/o pubblico) per sostenere gli investimenti sono state *de facto* "sottratte" alle famiglie che hanno mantenuto i consumi su livelli di gran lunga inferiori a quelli normalmente esistenti in qualsiasi altro sistema economico.

[15] In quanto i progetti finanziati attraverso LGFVs non hanno mai generato risorse utili a ripagarne interamente il debito.

FIG. 8 – Cina: composizione della domanda (percentuale del PIL)



In una prima, lunga fase il settore *corporate* ha beneficiato di circostanze particolarmente positive. La redditività degli investimenti era garantita dalla realizzazione di progetti dalla elevata produttività marginale del capitale e da condizioni decisamente favorevoli sul fronte del costo dei fattori di produzione: il sistema bancario erogava prestiti alle imprese in ragione di tassi di interesse reali per lungo tempo negativi; mentre la manodopera era disponibile, in quantità quasi illimitata (anche grazie a un continuo flusso migratorio dalle campagne verso le città), in ragione di salari decisamente bassi[16]. Contemporaneamente, le famiglie soffrivano gli effetti una condizione di duplice repressione: la *wage repression* manteneva su bassi livelli i loro redditi; mentre la *financial repression* faceva in modo che ai bassi tassi di interesse pagati dalle imprese per i prestiti corrispondessero bassi tassi di interesse (negativi in termini reali) corrisposti sui loro depositi bancari.

Il combinato disposto delle due forme repressione consentiva di incentivare gli investimenti (produttivi) e di comprimere i consumi (incentivando i risparmi[17]), favorendo una crescita chiaramente squilibrata. Non casualmente già nel 2007 l'allora Premier Wen Jiabao definiva il modello di crescita perseguito sino a quel momento come *unbalanced* (oltre che *unstable uncoordinated* e *unsustainable)*. Da qui la necessità di un ribilanciamento, che richiedeva la riallocazione di risorse dal processo di

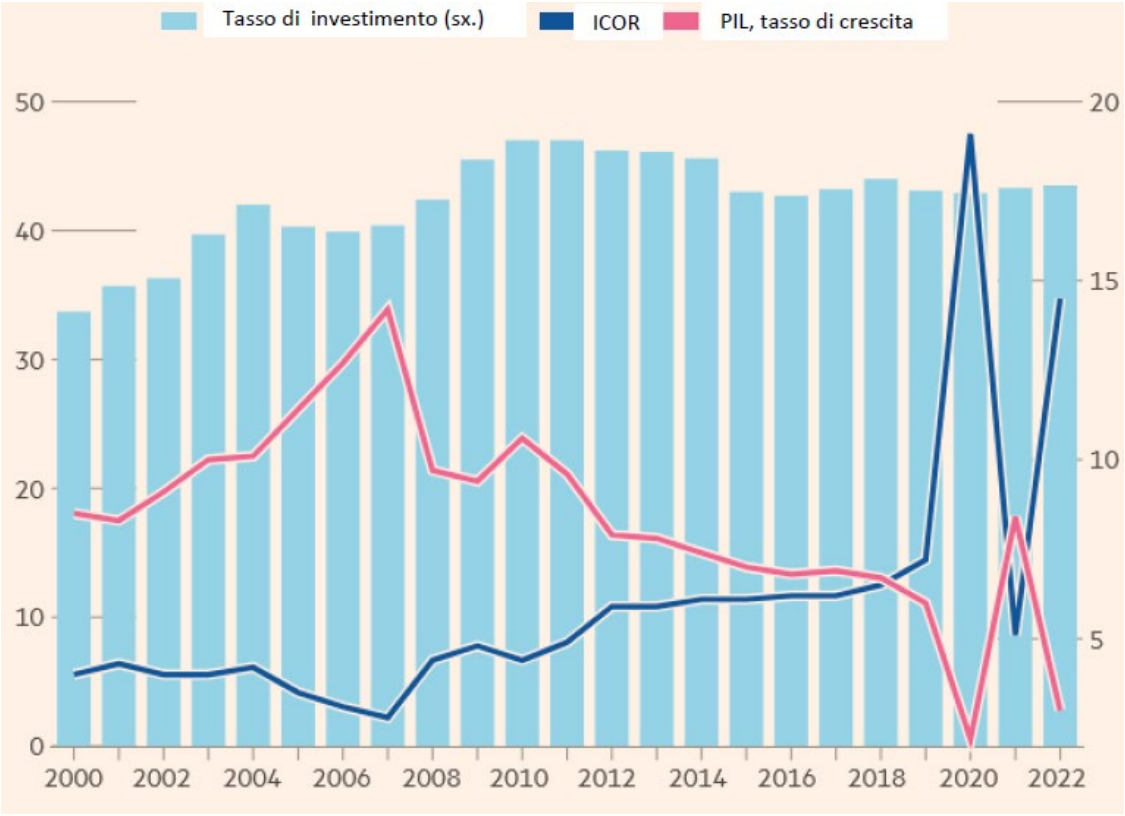
[16] Inoltre anche il costo dell'energia era mantenuto su bassi livelli in virtù di sussidi disposti dal governo (Lardy, 2007)

[17] I risparmi raggiungono livelli straordinariamente elevati per qualsiasi metrica.

accumulazione di capitale verso l'occupazione retribuita con salari più alti e dagli investimenti verso i consumi, che avrebbero dovuto assumere la funzione di nuovo motore della crescita[18].

In realtà il passaggio di testimone non è mai avvenuto. Quando gli investimenti entrano in una fase contraddistinta da una minor produttività marginale del capitale, anziché favorire lo sviluppo dei consumi si sostiene ancora il processo di accumulazione di capitale, incentivando operazioni su infrastrutture (i treni ad alta velocità ne sono un esempio) e proprietà immobiliari di cui abbiamo parlato in precedenza. Il prezzo pagato è costituito da crescenti inefficienze: l'*Incremental Capital Output Ratio* (ICOR) – pari al rapporto tra investimenti e variazione del prodotto, il reciproco della produttività marginale del capitale – nel giro di pochi anni passa da 4 a più di 10! (FIG. 9) Si investe sempre di più senza ottenere una corrispondente crescita del Pil che inizia così a decelerare vistosamente (FIG.10).

FIG. 9 - Cina: crescita, tasso di investimento e ICOR



[18] La stessa soluzione veniva nuovamente invocata nel 2012 da Hu Jintao predecessore di Xi nel ruolo di Premier.

FIG.10 - Cina: tassi di crescita del Pil (valori percentuali)

Dietro l'*impasse* nel processo di ribilanciamento si nasconde (Liu, Oi e Zhang, 2022) il *grand bargain* tra governo centrale e autorità locali che – dopo la riforma del 1994[19] – restituisce a queste ultime ampi spazi di autonomia. Ad esempio diventa possibile creare nuovi veicoli finanziari (senza subire particolari controlli) in grado di raccogliere ed erogare risorse a sostegno di *local state-led growth*: la famigerate LGFVs. La crescita sbilanciata richiede quindi come soluzione non solo la redistribuzione di risorse dal settore *corporate* a quello delle famiglie, realizzando una crescita salariale ben superiore a quanto osservato negli ultimi anni; ma anche una redistribuzione dalle unità di governo locale a quella centrale. In ultima analisi, sia la gestione del problema del debito (e della connessa bolla immobiliare) che quella del ribilanciamento della domanda (a vantaggio dei consumi) richiedono un nuovo *power sharing* tra Pechino e autorità locali (Pettis, 2022; 2023). Considerando il forte orientamento centralista perseguito da Xi Jinping è facile prevedere che Pechino cercherà di riportare sotto il suo diretto controllo le unità di governo locale. Limitandone la capacità di assumere debito (direttamente o attraverso i famigerati LGFV) diventerà possibile limitare l'entità dei trasferimenti/sussidi/finanziamenti erogati dai governi locali a vantaggio delle *business elite* locali. Con il risultato di spezzare l'anello di congiunzione tra politica ed economia locale[20], indebolendo la posizione delle autorità locali nei confronti di

[19] La riforma del 1994 aveva ricentralizzato buona parte dei poteri in materia fiscale, sottraendo molti poteri alle autorità locali.

[20] In caso di istituzioni estrattive, la crescita produce risultati che beneficiano poche *constituencies*. Queste ultime assumono via via un crescente potere economico, utilizzato per esercitare pressione sui responsabili del potere politico al fine di mantenere in vita un assetto che garantisca rendite a entrambe le parti.

Pechino. In questa prospettiva va letta la decisione dello scorso Marzo di istituire la *Central Financial Commission*, una nuova Autorità – che risponderà direttamente ai vertici del Partito Comunista Cinese– responsabile per la supervisione e il controllo del sistema finanziario cinese.

5. TFP e tecnologia. Un altro elemento controverso

La crescita sbilanciata verso gli investimenti non solo ha depresso i consumi e favorito la nascita della bolla immobiliare. Ha contributo anche a una straordinaria accumulazione di capitale che tuttavia (come già sottolineato in precedenza) presenta aspetti controversi. Basti considerare che a fronte di un rapporto capitale prodotto, K/Y, che ha raggiunto un livello pari a 1,5 volte quello osservato negli USA, il valore del capitale installato per lavoratore, K/L, è risultato pari solo al 28% di quello rilevato negli USA. Come è possibile?

A prima vista questi dati sembrano inconciliabili. In realtà, ricordando che

$$\frac{K}{Y} = \frac{K}{L}\frac{L}{Y}$$

è immediato notare come l'elevato rapporto capitale prodotto possa coesistere con un basso valore del capitale per addetto qualora la produttività del lavoro (il reciproco di L/Y) sia molto bassa.

Per comprendere quest'ultimo punto è utile ricordare che – secondo il tradizionale approccio della crescita basato sulla funzione di produzione aggregata – vale la relazione

$$\frac{Y}{L} = A\left(\frac{K}{L}\right)^{\alpha}\left(\frac{H}{L}\right)^{1-\alpha}$$

che esprime il legame tra produttività del lavoro per addetto, Y/L, la produttività fattoriale totale (PFT), colta dall'indice A che fornisce una misura estesa del grado di efficienza con cui un sistema economico utilizza i fattori produttivi (lavoro e capitale); e l'intensità (per lavoratore) di capitale fisico, K/L, e di capitale umano, H/L.[21] Quando l'accumulazione di capitale umano è modesta e la produttività fattoriale totale è bassa, la produttività del lavoro per addetto non può che essere bassa. Una condizione esistente nella Cina di oggi.

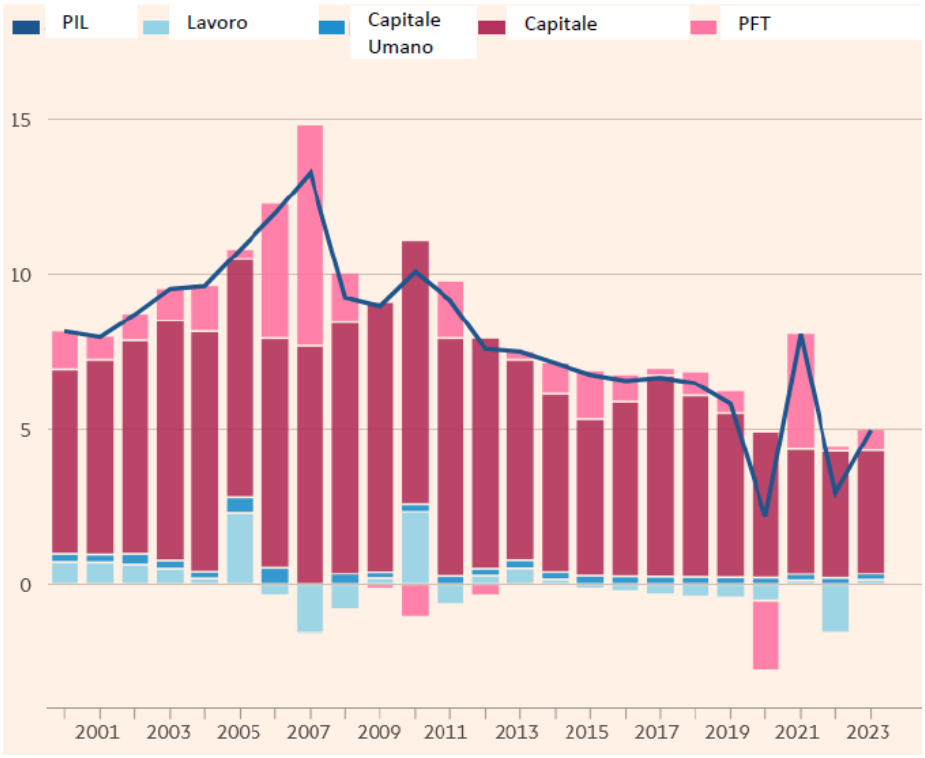
In effetti nonostante i poderosi investimenti in formazione ed educazione scolastica realizzati nel corso degli ultimi decenni, la Cina non va oltre la 44esima posizione nelle classifiche predisposte dalla World Bank relative agli indicatori di capitale umano. Meno del 20% della forza lavoro cinese ha conseguito un titolo di studio a livello universitario (mentre nei paesi OECD lo stesso indicatore assume valori compresi tra il 30 e il 40%).

Ma è soprattutto l'analisi della PFT a destare le maggiori preoccupazioni[22]. Dopo aver registrato una buona crescita per più di vent'anni, la sua dinamica è andata progressivamente rallentando dopo la Crisi Finanziaria Globale. Le ultime stime parlano di un contributo fornito dalla PFT alla crescita della produttività che nel periodo 2009-2022 è stato dello 0,5% in media d'anno, un quarto circa del risultato registrato tra il 2000 e il 2008 (FIG. 11), che ha portato il livello della PFT a valori prossimi al 50 % della PFT nell'area OECD**.**

[21] Il parametro α (1- α) coglie invece la quota percentuale di reddito retribuita al fattore produttivo capitale fisico (capitale umano).

[22] La crescita della PFT è normalmente ricondotta al tasso di progresso tecnologico generato dalla capacità innovativa a livello di imprese/settori; e alla capacità di riallocare risorse dalle unità (imprese/settori) meno produttive verso quelle più produttive. Una volta esaurito lo sforzo di riallocazione settoriale, non rimane che l'innovazione come unico motore della crescita della PFT.

FIG. 11 – Crescita in Cina: contributo fornito dai fattori di produzione (valori percentuali)



Dietro tale tendenza si nasconde un minor contributo fornito dalle nuove imprese che entrano sul mercato, sia perché si riduce il numero di nuove imprese entranti sia perché quelle che entrano sono meno dinamiche che in passato; inoltre vi è un rallentamento della crescita della produttività delle imprese già esistenti che in certe circostanze assumono la connotazione di vere e proprie "zombie companies": imprese che sarebbero dovute fallire ma che in realtà rimangono sul mercato drenando risorse produttive a scapito di altre società. Infine, il rallentamento della dinamica della PFT avviene contestualmente al raggiungimento di una sorta di limite invalicabile al processo di riallocazione delle risorse dal settore *corporate* pubblico verso quello privato. La complessa trasformazione del settore pubblico cinese (Hsieh e Song, 2015) sembra essersi fermata in corrispondenza di un pavimento al di sotto del quale il peso delle SOEs (State – Owned Enterprises) – che controllano ancora un terzo dei *corporate assets*, contribuendo a un quarto dei ricavi complessivi delle imprese cinesi– non scende più. Un altro segnale (abbastanza) inequivocabile del fatto che il rallentamento della crescita della PFT abbia un legame anche con la perdurante importanza delle SOEs, ancora oggi caratterizzate da un importante divario di produttività con le imprese private.

Dal momento che la PFT si configura come il più importante fattore di crescita nel lungo periodo si comprende lo sforzo del Governo di Pechino per creare le condizioni favorevoli a una ripresa del suo sviluppo, che non può che essere trainato dall'innovazione. Tuttavia, pur essendo la Cina tra i leader globali nello sviluppo di tecnologie d'avanguardia – applicate all'e-commerce, all'intelligenza artificiale, al fintech, alle energie

rinnovabili oltre che alle auto elettriche e ai treni veloci – ha iniziato a diffondersi un certo scetticismo sulla effettiva capacità cinese di proseguire stabilmente lungo un sentiero di crescita *innovation-led*. Gli indicatori di innovazione sono infatti caratterizzati da luci e ombre. Da un punto di vista meramente quantitativo la spesa in R&D (in quota del Pil) è superiore al 2% del GDP e prossima ai livelli medi OECD. In modo simile anche l'output della R&D è andato crescendo: la Cina oggi vanta il più elevato numero di brevetti (registrati domesticamente) al mondo. Ma quando si considerano alcuni aspetti qualitativi dell'attività innovativa le conclusioni sono radicalmente diverse. Secondo l'OECD, il numero di brevetti registrati presso i tre più importanti uffici di brevettazione mondiale (la cosiddetta *triadic patent*) è la metà di quelli USA e un terzo di quelli giapponesi.

Una statistica che proverebbe come ampia parte dei brevetti cinesi sia di bassa qualità. Inoltre, la quota di ricercatori impiegati rispetto al totale di forza lavoro occupata è decisamente inferiore a quella di paesi più orientati verso l'innovazione: basti pensare che mentre in Corea del Sud 18 lavoratori (ogni 1.000 occupati) sono ricercatori impegnati in R&D, in Cina ve ne sono solo 2 su 1.000. Relativamente alla ricerca di base condotta all'interno del sistema universitario le informazioni disponibili sono ugualmente poco confortanti. Il numero di citazioni ottenute da papers prodotti da ricercatori affiliati a strutture universitarie cinesi rimane inferiore al valore medio globale, a riprova del relativamente modesto impatto della ricerca cinese sulla comunità scientifica. Inoltre, preoccupa la tendenza seguita dai ricercatori cinesi più giovani, che una volta assunti riorientano la loro agenda di ricerca verso quella dei responsabili delle strutture in cui sono impiegati (Acemoglu, 2022). Un allineamento (ex-post) che è il riflesso di un atteggiamento opportunistico volto a compiacere i *top researcher* per ottenere più facilmente finanziamenti e progressioni di carriera, ma che non necessariamente garantisce buoni risultati sul fronte dell'innovazione.

Come uscire da questa *impasse*? Per favorire lo sviluppo di innovazione "*made in China*" (*home-grown innovation*) che garantisca una condizione di auto-sufficienza tecnologica è stato lanciato – ormai diversi anni fa – il programma *Made in China 2025*. Obiettivo dichiarato dall'Amministrazione di Xi Jingpin è quello di trasformare la Cina in una potenza tecnologica in grado di competere con gli USA nella corsa verso la leadership tecnologica globale e capace di rivoluzionare il proprio comparto manifatturiero, ancora incentrato su numerose produzioni a basso valore aggiunto. Obiettivi che oggi appaiono ancora distanti, anche perchè la Cina ha ancora necessità di importare una certa mole di tecnologia di frontiera dall'estero. Un punto di debolezza che non sarà semplice risolvere nel breve-medio periodo e che espone la Cina al rischio di provvedimenti commerciali di natura restrittiva. Come i divieti all'export di semiconduttori avanzati e dei macchinari necessari per produrli imposti dall'Amministrazione Biden nell'Ottobre 2022.

6. Conclusioni

Il rallentamento della crescita che sta contraddistinguendo la Cina da alcuni anni sembra ormai avere una connotazione permanente, al punto da avere spinto un autorevole commentatore come Adam Posen (2023) a considerare la Cina come affetta da un caso di "long-COVID economico". Non casualmente diversi analisti hanno individuato delle preoccupanti analogie con il Giappone della fine degli anni '80. Dopo tutto, molti ingredienti della crisi che aveva allora investito il paese del Sol Levante sono oggi presenti in Cina. Un andamento demografico negativo, un elevato debito, una bolla

(immobiliare) scoppiata e un livello dei prezzi in calo (Roach, 2023). A prescindere dalla valutazione di quanto la Cina sia vicina a una sorta di *japanification* (Goldman Sachs, 2023), pare indiscutibile che l'ascesa del Regno di Mezzo – apparentemente inarrestabile sino a qualche anno fa – sia oggi frenata da diversi ostacoli.

Tra questi spicca anche il nodo politico rappresentato dalla leadership di Xi Jinping (Zongyang, 2023). Anziché creare le condizioni per una maggiore iniziativa privata e un maggiore spazio per i consumi, da quando ha assunto il potere Xi Jinping ha impresso una direzione diametralmente opposta. Ha favorito lo sviluppo di progetti pubblici (*Belt and Road Initiative* e *Made in China 2025*); e instaurato un ambiente in cui le SOEs sono tornate a godere di condizioni favorevoli rispetto alle imprese private. In poche parole, Xi Jinping ha profondamente modificato le priorità di governo. L'obiettivo principale non è più il perseguimento della crescita economica (nel rispetto del contratto implicito "*no politics, no problem*" (Posen, 2023); quanto il mantenimento di un elevato potere nelle mani di una ristretta *elite* politica, esercitato per assumere un controllo sempre più stringente su ampia parte della società cinese. Tale scelta – avvenuta ben prima dello scoppio della pandemia e della Zero-Covid policy – si è andata a inserire in uno scenario internazionale in cui i rapporti con gli USA sono stati sempre più caratterizzati da un conflitto latente che ha contribuito ad aumentare sensibilmente l'incertezza, fronteggiata sia dalle imprese che dalle famiglie. La stessa prospettiva di un conflitto con Taiwan ha portato molte famiglie cinesi ad aumentare i loro già elevati risparmi precauzionali nella previsione di uno scenario di guerra! Alimentando una situazione in cui la domanda interna privata stenta sempre di più a crescere.

Come si esce da questa *impasse*? In ambito economico, sono auspicabili diverse, profonde riforme strutturali. Dall'abbattimento delle barriere all'entrata, a una serie di provvedimenti legislativi che definiscano una volta per tutte in modo chiaro il rispetto dei diritti di proprietà. Dall'aumento della spesa pubblica destinata ai servizi sociali (soprattutto in sanità e istruzione) alla revisione del sistema *hokou*, al fine di tutelare maggiormente i migranti nella fruizione (all'interno delle città in cui vivono) di fondamentali servizi sociali (come sanità e istruzione).

Ma tutto ciò non basta senza una chiara riforma del sistema politico e del suo tenace controllo del sistema economico. Fintanto che l'intrusione dello stato nella sfera economica non verrà ridotta, il long-COVID economico continuerà a colpire. Gli investimenti privati e i consumi di beni durevoli saranno meno reattivi anche a fronte di importanti stimoli pubblici. E i consumi- che dovrebbero crescere per facilitare la transizione verso un modello di sviluppo basato sulla "circolazione domestica" rimarranno inevitabilmente modesti (Pettis, 2021b). Si può quindi concludere che il maggior nemico delle Cina sia oggi rappresentato dalla cristallizzazione del suo attuale sistema di potere. In assenza di una profonda revisione del sistema di *governance* la crescita è destinata a rallentare, con possibili effetti negativi sulle prospettive per i più giovani (il cui tasso di disoccupazione ha già raggiunto livelli preoccupanti anche nelle fasce di lavoratori con istruzione elevata). A quel punto si aprirebbe lo scenario più negativo. Al peggioramento del *market sentiment* di imprenditori e risparmiatori si accompagnerebbe un deciso, permanente aumento della disoccupazione giovanile. Le conseguenze sugli equilibri socio-politici sarebbero di non poco conto.

Riferimenti bibliografici

Acemoglu, D. (2022), China's Economy Is Rotting from the Head, Project Syndacate; 28 Ottobre

Acemoglu, D. e Johnson, S., (2023), America's Real China Problem, Project Syndacate, 6 Novembre.

Amiti, M., Redding,S., e Weinstein, D., (2019), The Impact of the 2018 Trade War on U.S. Prices and Welfare, NBER Working Paper No. 25672 Marzo.

Cerdeiro, D. e Ruane, C., (2022), China's Declining Business Dynamism, IMF Working Paper No. 2022/032.

Economist (2023), How bad could China's property crisis get?, 16 Agosto.

Fuxian, Y., (2023), The Long Reach of China's Demographic Destiny, Project Syndacate, 7 Luglio.

Garcia Herrero, A. (2023), The boom, bust and future of China's Real Estate Sector, 18 Gennaio, Bruegel

Goldman Sachs (2023), Is China's Economy Facing Japanification?, 5 Ottobre.

Hsieh, C. e Song, Z. (2015), Grasp the Large, Let Go of the Small: The Transformation of the State Sector in China, NBER W.P. 21006

IMF, (2023), IMF Article IV Consultation – China, Press release, Ottobre

Ito, T. (2023) China's Self-Inflicted Economic Wounds, Project Syndacate 21 Novembre.

Koss, R., e Shi, X. (2018), Stabilizing China's Housing Market, IMF, WP/18/89.

Lardy, N. (2007), Rebalancing Economic Growth, in The China Balance Sheet in 2007 and Beyond, Peterson Institute for International Economics

Lardy, N. (2023), How serious is China's Economic Slowdown? Peterson Institute for International Economics, 17 Agosto

Levitz, E. (2023), China's Economic Model Is in Crisis (and Xi Knows It), Foreign Interest, 24 Gennaio

Liu, A., Oi, J., e Zhang, Y., (2022), China's local Government Debt: the Grand Bargain, The China Journal

Pettis, M. (2021a), What Does Evergrande Meltdown Mean for China?, Carnegie Endowment for International Peace, 20 Settembre

Pettis, M. (2021b), Will China's Common Prosperity Upgrade Dual Circulation? Carnegie Endowment for International Peace, 15 Ottobre

Pettis M. (2022), China's Overextended Real Estate Sector Is a Systemic Problem, Carnegie Endowment for International Peace,24 Agosto

Pettis M. (2023), Foreign Affairs, September/October

Posen, M.(2023) The End of Cina's Economic Miracle, Foreign Affairs, September/October

Prasad, E. (2023), Has China's Growth Gone from Miracle to Malady? Brookings Paper on Economic Activity, March.

Roach, S. (2023), Can China Reverse Its Economic Slump?, Paul Tsai China Center, Yale Law School

Rogoff, K. (2022), China's Diminishing Returns, Project Syndacate, 31 Ottobre.

Rogoff, K. (2023),The Debt Supercycle Comes to China, Project Syndacate, 17 Agosto.

Rogoff, K., Yang, C.,(2021), Has China's Housing Production Peaked?, China and the World Economy.

Rogoff, K., Yang, C.,(2022), A Tale of Tier 3 Cities, IMF WP 22/196

Sandbu, M,. (2023), Debt Overhang Economics with Chinese Characteristics, Financial Times, 17 Agosto

Sun, P., e Heshmati, A., (2010), International Trade and its Effects on Economic Growth in China, IZA Discussion Paper No. 5151

Wang, T,. (2023), A Spending Injection Alone Is Not a Cure for China's Ailing Economy, Financial Times, 21 Giugno

Wolf, M., (2021), The economic threats from China's real estate bubble, Financial Times, 5 Ottobre

Wolf, M., (2023a), We Shouldn't Call "Peak China" Just Yet, Financial Times, 18 Settembre.

Wolf, M., (2023b), How China Can Avoid the Japan Trap, Financial Times, 26 Settembre

Wolf, M., (2023c), Politics poses the biggest threat to economic growth in China, Financial Times, 24 Ottobre.

World Bank (2019), Innovative China, Washington.