



Università Cattolica del S. Cuore

LABORATORIO DI ANALISI MONETARIA

OSSERVATORIO MONETARIO

n. 1/2010

Autori del presente rapporto sono: Giacomo Vaciago (Introduzione), Domenico Delli Gatti e Fedele De Novellis (cap. 1), Angelo Baglioni, Andrea Monticini e Giovanni Verga (cap. 2), Maria Luisa Di Battista, Laura Nieri e Arturo Patarnello (cap. 3), Mario Anolli e Elena Beccalli (cap. 4).

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

Il rapporto è stato redatto sulla base delle informazioni disponibili al 23 febbraio 2010.

Laboratorio di Analisi Monetaria:

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

Associazione per lo Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa:

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

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



Comitato Scientifico del Laboratorio di Analisi Monetaria:

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

INDICE

SINTESI	pag. I
INTRODUZIONE – SERVONO NUOVE REGOLE, MA QUALI?	pag. 1
1 – IL QUADRO MACROECONOMICO	pag. 3
1. La ripresa è iniziata ...	3
2. ... ma la tenuta dell'espansione è a rischio	4
3. Quale ripresa? Quanta inflazione?	10
4. USA: fuori dal tunnel a gran velocità?	12
5. La ripresa in Europa: il difficile passaggio dalle speranze alla realtà	14
6. Il caso Grecia	15
7. Se l'Europa arranca ... l'Italia retrocede	16
8. Questa crisi e le altre	17
9. Recessioni a confronto: una quantificazione	18
10. Le recessioni del passato	22
2 – MONETA E CREDITO	27
1. Moneta, credito al settore privato e finanziamento del debito pubblico	27
2. Tassi di interesse e trasmissione della politica monetaria	30
3. Le informazioni ricavabili dall'indagine sul credito bancario nell'area Euro	33
3 – GLI EFFETTI DELLA CRISI SULL'OFFERTA DI CREDITO DA PARTE DELLE BANCHE	42
1. Le tendenze nel mercato del credito bancario italiano nel corso della crisi	42
2. Obiettivi e struttura del lavoro	45
3. L'offerta di credito dei gruppi bancari di maggiori, medie e piccole dimensioni	46
4. Politiche creditizie e condizioni operative dei gruppi bancari	49
5. Le performances dei gruppi bancari più dinamici	54
6. Conclusioni	55
4 – LA PERCEZIONE DEL RISCHIO DELLE BANCHE DA PARTE DEGLI ANALISTI FINANZIARI	57
1. Rassegna della letteratura	58
2. Dati	59
3. Metodologia	60
4. Risultati	61
5. Conclusioni e implicazioni di <i>policy</i>	63

SINTESI

Questo numero di Osservatorio Monetario è incentrato sull'analisi delle implicazioni della crisi finanziaria globale per l'industria bancaria e per la conduzione delle politica monetaria. Questa sezione segue un aggiornamento congiunturale, focalizzato sull'esame dell'andamento più recente del ciclo economico all'interno delle principali economie industrializzate.

Il primo capitolo analizza l'andamento della congiuntura internazionale che continua ad essere condizionata dall'evoluzione della crisi finanziaria globale, scoppiata ormai più di due anni orsono.

La fase ciclica attraversata dalle principali economie industrializzate è entrata in una fase di miglioramento. Dai dati relativi all'attività produttiva emerge che nel complesso dei paesi industrializzati il punto di svolta inferiore del ciclo – e quindi l'inizio della ripresa – si è verificato tra il secondo e il terzo trimestre del 2009. Tuttavia la ripresa si sta rivelando ancora debole e relativamente fragile, soprattutto all'interno della regione europea. Sulla fragilità e sull'intensità della ripresa pesa il rischio di un cambiamento prematuro in senso restrittivo dell'impostazione di politica monetaria e fiscale. Qualora gli stimoli impartiti dalla politica economica ai sistemi in crisi venissero ritirati prima della ricostituzione di un'adequata domanda espressa dal settore privato, si correrebbe il rischio di un nuovo arretramento dell'attività produttiva che – nonostante la ripresa più recente – rimane su livelli ancora decisamente inferiori a quelli toccati nei mesi precedenti lo scoppio della crisi.

Dopo aver esaminato le principali caratteristiche della crisi economico-finanziaria che sta

colpendo la Grecia (e le sue possibili ripercussioni sul resto del sistema europeo) il capitolo termina con un'analisi comparata tra l'ultima fase recessiva attraversata dal sistema economico italiano e quelle precedenti. La conclusione cui si perviene è che la recessione appena conclusa sia differente da quelle precedenti non solo per lunghezza e intensità, ma anche per via della origine (estera) e delle possibili implicazioni (negative) sul tasso di sviluppo potenziale di lungo periodo.

Il secondo capitolo analizza l'evoluzione della moneta e del credito bancario nell'area euro, a partire dall'entrata in vigore dell'unione monetaria, e focalizzandosi sulla gestione della recente crisi finanziaria. Durante la crisi, alla caduta del moltiplicatore monetario (rapporto tra M3 e base monetaria) si è accompagnato un forte rallentamento dei prestiti bancari al settore privato. Le banche hanno irrigidito i criteri per la concessione di prestiti, e le imprese hanno ridotto la domanda di finanziamenti per investimenti, come tipicamente avviene nelle fasi recessive del ciclo economico. Il rallentamento dei prestiti ha riguardato sia le imprese sia le famiglie. L'immissione di liquidità da parte della BCE, a partire dall'ottobre 2008, si è riflessa in una accelerazione della componente più liquida della moneta: M1. Questa crescita della liquidità bancaria ha trovato contropartita nel finanziamento del settore pubblico da parte delle banche. Una analisi econometrica rivela che la risposta dei tassi d'interesse bancari alle variazioni dei tassi di politica monetaria è soddisfacente, per quanto riguarda le condizioni praticate alle imprese. Più ridotta è la risposta dei tassi praticati alle famiglie sui mutui immobiliari. Utilizzando i dati della Bank Lending Survey effettuata dalla BCE, si



dimostra che il debole andamento dei prestiti bancari nella zona euro è da attribuire principalmente alla debolezza della domanda. L'evoluzione dei prestiti erogati dalle banche tende ad adeguarsi alla domanda, anche se durante la crisi finanziaria le erogazioni hanno risentito delle condizioni di maggiore rischiosità e di scarsa liquidità del mercato monetario.

Il terzo capitolo analizza l'andamento dell'offerta di credito bancario nel corso della crisi che ha colpito le economie mondiali a partire dal 2007. Dopo aver riportato le principali tendenze riscontrate a livello aggregato in Europa e in Italia, l'analisi si focalizza sul sistema bancario italiano e si propone di verificare se rispetto alle tendenze emerse a livello aggregato le politiche creditizie praticate dai singoli gruppi bancari assumono connotati differenti. A questo fine vengono rielaborati e analizzati i dati di bilancio e delle relazioni semestrali dei primi 31 gruppi bancari italiani.

L'analisi empirica si articola in due parti. La prima, basata sulla scomposizione del campione in classi dimensionali, evidenzia principalmente un diverso comportamento da parte dei gruppi di maggiori dimensioni, soprattutto in termini di minori volumi di credito offerto. Nella seconda parte dell'analisi il campione viene suddiviso in 3 sottocampioni (terzili) costruiti in funzione del livello del tasso di crescita dei prestiti registrato dai singoli gruppi nel periodo giugno 2008-giugno 2009, e cioè nella fase più critica della crisi. I risultati dell'analisi per terzili suggerisce che i gruppi per i quali si rileva una più sostenuta crescita dei crediti offerti alla clientela si distinguono per una situazione patrimoniale e finanziaria più solida e per una maggiore concentrazione su aree di business dell'intermediazione creditizia tradizionale. Per

questi gruppi l'attuazione di politiche creditizie più dinamiche ha consentito di conseguire un aumento della redditività seppure in una fase congiunturale sfavorevole e di mantenere un adeguato equilibrio patrimoniale e finanziario, nonostante il sensibile incremento della rischiosità del portafoglio.

Il quarto capitolo è dedicato alla verifica della capacità degli analisti finanziari di percepire il rischio assunto dalle banche (quotate) e alla misurazione di come la crisi finanziaria abbia influenzato tale capacità. Ci si potrebbe infatti attendere che professionisti specializzati nello studio delle caratteristiche reddituali e finanziarie delle società quotate siano i soggetti in migliore posizione sia per stimare il rischio affrontato dagli emittenti dei titoli sui quali forniscono consigli di investimento/disinvestimento sia per percepirne con anticipo rispetto al resto della comunità finanziaria la variazione della rischiosità.

La metodologia empirica proposta si basa su una misura di accuratezza delle previsioni degli utili da parte degli analisti finanziari in relazione a misure di performance (utili e rischio) derivate dall'osservazione di dati finanziari rilevanti su un campione di banche quotate europee componenti l'indice Stoxx 600 Banks nel periodo gennaio 2000 - marzo 2009.

I primi risultati indicano che gli analisti sono soggetti ad errori di previsione e che tali errori non sono costanti nel tempo ma tendono a crescere durante le fasi di tensione del mercato. Ancora, l'aumento del rischio delle banche durante le fasi di crisi non è tempestivamente previsto dagli analisti né incorporato con rapidità. Al contrario, durante la crisi, la dispersione negli errori di previsione aumenta fortemente e si riscontra un aumento della correlazione tra errore di previsione e rischio

(ovvero all'aumentare del rischio affrontato dalle banche aumenta anche l'errore di previsione degli analisti). I risultati del lavoro consentono di escludere che gli analisti siano in grado, anche in fasi di crisi, di prevedere correttamente quanto meno una misura contabile di rischio affrontato dalle banche.

Se si escludono ragioni di scarsa capacità sistematica dell'intera comunità degli analisti finanziari o distorsione degli incentivi ai quali rispondono, i risultati dell'indagine possono essere interpretati come indicativi di una ancora insufficiente idoneità dei dati contabili e di mercato a fornire adeguate e tempestive stime del rischio affrontato dagli emittenti bancari quotati. Da questo consegue ulteriormente l'importanza di perseguire una maggiore incisività e consapevolezza da parte del mercato nell'attuazione delle indicazioni del terzo pilastro di Basilea 2.



SERVONO NUOVE REGOLE, MA QUALI? ♦

La crisi finanziaria ed economica che ha avuto inizio nell'agosto 2007 sarà superata quando saranno stati recuperati i livelli di reddito e di ricchezza che erano già stati raggiunti, ma anche quando le regole che hanno condotto a quella crisi saranno state opportunamente riformate. Fino a quel giorno, il sistema è ancora vulnerabile, come già abbiamo potuto verificare prima con la crisi di Dubai e poi con quella della Grecia, e quindi anche la ripresa economica resta debole: lo stato delle aspettative non è tornato normale, anche perché il futuro è ancora molto incerto.

Avendo trascorso più di due anni a decidere misure di emergenza – con politiche monetarie e di bilancio molto espansive, e con i tanti salvataggi realizzati – adesso dovrebbe essere giunto il momento di avviare la stagione delle riforme. Mentre Governi e Banche Centrali disegnano un sentiero di ritorno alla normalità (anche detto di “uscita dall'emergenza”) che verrà attuato a partire dal 2010, il legislatore dovrà riformare le regole che definiscono l'attività finanziaria.

Solo di recente (Conferenza Stampa del Presidente Obama del 21 gennaio 2010) è diventata ufficiale una proposta di “separatezza” tra le diverse attività finanziarie che in precedenza era solo sostenuta da molti economisti accademici (da Buitier a De Grauwe) oltre che da un grande ex-banchiere centrale come Paul Volcker (che è consigliere speciale del Presidente USA), che aveva diretto per conto del “gruppo dei Trenta” un Gruppo di lavoro (di cui era vicepresidente Tommaso Padoa Schioppa) i cui risultati furono pubblicati nel Gennaio 2009 come *Financial Reform, a Framework for Financial Stability*.

La proposta Obama (meglio chiarita e motivata nel rapporto del “Gruppo dei 30” prima ricordato)

ha buone probabilità di essere accettata non solo a Washington, ma anche a Berlino (e Francoforte) e a Tokio. Resta da capire se e quanto lo farà anche Londra (dove comunque si è in attesa di sapere anche chi guiderà il prossimo governo).

E' chiaro che per essere utile una decisione di questo tipo deve essere davvero globale cioè applicata nei confronti di tutte le aziende di credito ovunque esse abbiano attività e sede. Oltre a questa condizione, una seconda caratteristica che deve avere la riforma proposta è quella di essere coerente con i “modelli” di vigilanza e di *enforcement* tipici dei diversi sistemi finanziari. Ciò vale sia per le istituzioni coinvolte (saranno ancora soprattutto le Banche Centrali, nonostante il loro carisma esca indebolito dal protrarsi della crisi?) sia per le caratteristiche dei divieti di cui si parla: ad esempio le violazioni saranno perseguite come reati oppure vi saranno disincentivi nella forma di maggiori requisiti di capitale? Queste questioni e molti altri simili problemi devono ancora essere esaminati e decisi. Quindi, il molto generale consenso finora incontrato dalla proposta Obama – Volcker richiede un paziente lavoro di definizione di norme e di procedure che finora non s'è visto. E richiede anche che il resto della “squadra” del Presidente – da Geithner a Summers a Bernanke – rimasta un po' in ombra nell'uscita presidenziale del 21 gennaio scorso sia messa in grado di manifestare pieno consenso o qualche distinguo.

Ma il problema vero è un altro. Davvero la proposta Obama – Volcker basta a rendere più robusto e quindi più stabile il sistema finanziario globale? Queste proposte di “separatezza” (le banche non possono possedere *hedge funds* e fondi di *private equity* e hanno vincoli alle loro operazioni in titoli) oggi ben si inseriscono nel proposito di ridurre la dimensione di quei conglomerati che poi diventano *too big to fail* e devono quindi essere salvati. Se le attività di cui

♦ A cura di Giacomo Vaciago.



sopra le svolge una banca commerciale con depositi assicurati e che non può fallire, è chiaro che la dimensione di quella banca sarà molto minore dopo lo scorporo deciso dalla proposta Obama-Volcker. Sarà perciò minore il rischio sistemico? Nessuno l'ha ancora dimostrato. Sarà perciò maggiore l'avversione al rischio? Anche questo non è a priori certo.

In altre parole, c'è molto buon senso in quanto Volcker e Obama hanno detto (il Presidente approfitta dell'opportunità che in un anno economico ancora complicato gli viene dal considerare i banchieri i soli colpevoli dei guai in cui il mondo si trova....), ma forse una posizione più meditata e un confronto più aperto sarebbe stato utile. Dei tanti (troppi) rapporti sulla crisi e sulle sue cause quello del "Gruppo dei Trenta" (che ha più d'un anno) è stato discusso pochissimo e meriterebbe invece almeno un dibattito serio, lontano dagli interessi sia dei banchieri che non vogliono perdere ricchi utili sia delle Autorità che hanno un gran bisogno di rifarsi una verginità.

1. IL QUADRO MACROECONOMICO ♦

1. La ripresa è iniziata ...

Il quadro macroeconomico mondiale si caratterizza in questa fase per la fuoriuscita dalla Grande Recessione del 2008-2009 e l'avvio della ripresa. In generale, dai dati relativi all'attività produttiva emerge che nel complesso dei paesi industrializzati il punto di svolta inferiore del ciclo – e quindi l'inizio della ripresa – si è verificato tra il secondo e il terzo trimestre del 2009. Nel quarto trimestre del 2009 il segno positivo è tornato ad accompagnare il tasso di variazione congiunturale (il tendenziale è ancora molto spesso negativo) quasi ovunque (fa eccezione l'Italia).

Nella TAB. 1 presentiamo il tasso di crescita congiunturale (non annualizzato) del PIL nei principali paesi industrializzati nel corso del 2009.

TAB. 1: Tassi di crescita congiunturale (valori percentuali) del PIL nei principali paesi industrializzati

	I-09	II-09	III-09	IV-09
USA	-1.6	-0.2	0.6	1.4
Giappone	-3.1	0.7	0.3	1.1
UK	-2.5	-0.7	-0.2	0.1
Euro A.	-2.5	-0.1	0.4	0.1
Francia	-1.4	0.3	0.2	0.6
Germania	-3.5	0.4	0.7	0.0
Italia	-2.7	-0.5	0.6	-0.2

Fonte: Eurostat

Esso mette in luce il progressivo rischiararsi del panorama congiunturale sia in USA che in Europa, Gran Bretagna e Giappone nel corso del 2009. La recessione è stata più profonda in

Europa che negli USA (si osservi in particolare la colonna relativa al I-09) e gli USA si sono avviati su un sentiero di fuoriuscita dalla recessione prima e più rapidamente degli altri paesi industrializzati. Il dato del IV-09 è particolarmente incoraggiante: la velocità di corsa del PIL americano, misurata dal tasso di crescita congiunturale annualizzato, è del 5.7%. Tuttavia sussistono parecchie perplessità sulla sostenibilità di un ritmo di espansione di questo genere, come vedremo tra breve.

Peraltro, la dinamica congiunturale in Europa è talmente fiacca che la ripresa rischia di arenarsi. Nel IV-09, smentendo previsioni di consenso che si sono rivelate eccessivamente ottimistiche, la Germania si è fermata, l'Italia è arretrata, la Gran Bretagna ha fatto solo un piccolo passo in avanti. Soltanto la Francia ha sperimentato un tasso di crescita che – coi tempi che corrono – può essere considerato soddisfacente.

La parte avanzata del mondo quindi è “in mezzo al guado”. Per dichiarare definitivamente conclusa la recessione, consiglieremmo di attendere almeno qualche altro trimestre. Inoltre, la ripresa dell'attività produttiva non si è ancora riverberata sul tasso di disoccupazione, che rimane attorno alle due cifre in parecchi paesi a cominciare dagli USA.

Le previsioni attualmente disponibili danno per il 2010 un tasso di crescita positivo, sebbene di modesta entità (al di sotto del 2%) con l'unica eccezione degli USA, che potrebbero crescere ad un tasso prossimo al 3%.

D'altro canto finora si è verificato uno scarto, soprattutto in Europa, tra la dinamica dell'attività produttiva effettiva e l'andamento dello stato di fiducia di famiglie e imprese, che segnala attese in miglioramento e che induce a sperare per il prossimo futuro. Nella TAB. 2 riportiamo le stime per il 2009 e le previsioni per

♦ A cura di Domenico Delli Gatti e Fedele De Novellis.

il 2010 mettendole a confronto con il dato storico del 2007-2008.

TAB. 2: PIL: tassi di crescita (valori percentuali medi annui)

	2007	2008	2009	2010
USA	2.1	0.4	-2.5	2.9
Giappone	2.3	-1.2	-5.4	1.3
UK	2.6	0.5	-4.7	1.5
Eurozona	2.7	0.5	-4.0	1.3
Francia	2.3	0.3	-2.2	1.4
Germania	2.5	1.3	-5.0	1.8
Italia	1.5	-1.0	-4.8	0.9

Fonte: contabilità nazionale per il dato storico e previsioni di consenso per il 2009 e 2010.

Cosa succede negli emergenti? Il tasso di crescita tendenziale del PIL nei principali paesi emergenti – i cosiddetti BRIC – nella seconda parte del 2009 ha seguito percorsi divergenti. Cina e India continuano a crescere ad un ritmo sostenuto: la Cina ha sperimentato una crescita vicina al 9 % nel III-09 e vicina all'11 % nel IV-09 mentre l'India cresce al ritmo dell'8% (nel III-09, il dato del IV-09 non è disponibile). Brasile e Russia, invece, sono in fase di contrazione. La recessione in Russia è particolarmente rilevante (circa -9% tendenziale nel III-09). Tutto considerato, comunque, possiamo affermare che gli emergenti stanno continuando a dare un contributo positivo alla crescita del PIL mondiale. Mediamente le economie dei paesi emergenti sono cresciute ad un tasso del 2% nel corso del 2009 mentre i paesi industrializzati nel loro complesso hanno messo a segno una contrazione di quasi 4 punti percentuali. Il PIL mondiale quindi è diminuito di quasi l'1% (a fronte di una crescita ancora nel 2008 di oltre il 3%).

Con la convergenza tra paesi industrializzati ed emergenti lungo un sentiero di espansione, è

lecito attendersi una ripresa del PIL mondiale a un tasso paragonabile se non superiore a quello del 2008. Il commercio mondiale che è crollato di oltre l'11% nel 2009 dovrebbe aumentare del 7% nel 2010.

2. ... ma la tenuta dell'espansione è a rischio

Il quadro macroeconomico internazionale, quindi, considerato sotto il profilo della crescita, dalla seconda metà del 2009 è tornato in territorio positivo. Occorre però interrogarsi sulla intensità e sulla durata della ripresa in corso. Anticipando i risultati della riflessione che segue, possiamo affermare che i rischi di un'interruzione della ripresa o addirittura di un ulteriore arretramento ciclico non sono trascurabili. Il primo e più importante è il rischio di un cambiamento prematuro in senso restrittivo dell'impostazione di politica fiscale e/o monetaria. Sullo sfondo si profila un interrogativo relativo al potenziale inflazionistico della ripresa, che potrebbe ovviamente influenzare l'impostazione delle politiche monetaria e fiscale e accelerare un'inversione di tendenza in senso restrittivo. Tratteremo di seguito questi tre temi.

Il rischio di una correzione fiscale prematura

Il primo rischio è quello di una correzione fiscale prematura.

Quasi ovunque, nei paesi industrializzati, la flessione del PIL nel corso della recessione si può ricondurre ad una contrazione di dimensione eccezionale degli investimenti, sia delle imprese (macchinari e attrezzature) sia delle famiglie (investimento residenziale); sia in beni capitali, sia – e in alcune circostanze soprattutto – in scorte.

La contrazione di questa componente privata della domanda è stata compensata - anche se

solo parzialmente - dalla domanda aggiuntiva proveniente dal settore pubblico, ossia alla spesa pubblica in senso stretto.

Inoltre la dinamica dei consumi privati, pur generalmente negativa, non è risultata drammatica; in alcuni paesi, anzi – ad esempio Francia e Germania – i consumi sono addirittura aumentati, sebbene ad un tasso modestissimo sia nel 2008 che nel 2009. La flessione moderata (o la tenuta) dei consumi è attribuibile, almeno in parte, al sostegno del reddito disponibile proveniente dai trasferimenti del settore pubblico.

L'incremento rilevante della spesa pubblica e dei trasferimenti (in parte a famiglie e imprese, in parte al sistema finanziario soprattutto negli USA, Regno Unito e Germania) a fronte della contrazione del gettito tributario dovuta alla recessione ha ampliato a dismisura i deficit pubblici (e di conseguenza l'accumulazione del debito pubblico).

Da questa interpretazione delle fonti della “decrecita” nel corso della recessione, discende la conclusione secondo la quale deve esistere una *correlazione negativa* tra la *dimensione del deficit pubblico* (e l'accumulazione di debito) e la *dimensione della contrazione del PIL* subita da un paese: quanto più alto il deficit, tanto minore la contrazione.

Questa ci sembra l'interpretazione al momento maggioritaria tra gli economisti (e tra i commentatori di fatti economici). Per onestà intellettuale va ricordato che un segmento autorevole della professione ritiene che l'ampliamento del deficit per sostenere la spesa pubblica – ossia le politiche keynesiane di *deficit spending* – abbia un impatto limitato o addirittura nullo sull'attività produttiva, essenzialmente per due motivi.¹

¹ Il dibattito tra keynesiani (Krugman, Stiglitz, Delong, Roubini) e anti-keynesiani (Cochrane,

In primo luogo si afferma che la spesa privata, soprattutto per investimenti, viene indirettamente colpita (e quindi penalizzata) dall'aumento della spesa pubblica per via dell'aumento dei tassi di interesse che all'incremento della spesa pubblica generalmente si accompagna (effetto di *spiazzamento*).

In secondo luogo si ritiene che un alleggerimento degli oneri tributari a fini di stimolo fiscale nel periodo corrente (oggi) viene interpretato dai contribuenti come la fonte di un aumento degli oneri tributari in futuro (domani) ossia quando il deficit creato oggi sarà ritenuto insostenibile e darà quindi luogo ad una manovra di “aggiustamento” ossia di correzione fiscale. Pertanto le famiglie accrescono oggi il risparmio (piuttosto che il consumo) al fine di predisporre le risorse per far fronte all'accresciuto peso delle imposte domani (effetto di equivalenza ricardiana²).

Quanto sono stati rilevanti questi fattori di inibizione dell'effetto della politica fiscale nel corso della grande recessione? Osserviamo in primo luogo che la condizione affinché si manifesti l'effetto di spiazzamento è l'aumento del tasso di interesse che penalizza le componenti di spesa sensibili al tasso stesso – in primo luogo gli investimenti. Nel corso della crisi e della recessione questo rischio è stato ridotto dalla politica monetaria estremamente

Becker, Lucas, Prescott) sulla politica fiscale dell'amministrazione Obama – riconducibile a C. Romer e Summers e di impostazione sostanzialmente keynesiana – è stato particolarmente acceso sui media statunitensi.

² Sebbene entrato prepotentemente nella letteratura sulla efficacia della politica fiscale solo negli anni settanta del secolo scorso (a partire da un famoso articolo di Robert Barro sul contributo dei titoli di Stato alla ricchezza netta di chi li possiede), l'effetto di equivalenza risale a un'intuizione di David Ricardo, da cui l'aggettivo.

espansiva adottata sia dalla Fed che dalla BCE e dalla Bank of England. Siamo di fatto ancora in presenza di ZIRP (Zero Interest Rate Policy) negli USA e non troppo distanti da questo *benchmark* negli altri paesi citati. Tale politica si è tuttavia accompagnata ad una scarsa disponibilità di credito erogato al settore privato da parte dell'industria bancaria (si veda su tale tema il cap. 2). Se dunque una contrazione degli investimenti c'è stata – e che ci sia stata è evidente ed è stato sottolineato precedentemente – essa non è certo riconducibile unicamente all'effetto di spiazzamento ma semmai anche al crollo generalizzato del clima di fiducia delle imprese a seguito della crisi finanziaria globale e dell'incipiente recessione.

Quanto al secondo effetto, quello di equivalenza ricardiana, è vero che negli USA il pacchetto di stimolo fiscale di Obama si è accompagnato ad un aumento della propensione al risparmio delle famiglie (da zero al 5% del reddito disponibile). Possiamo interpretare questo repentino cambiamento delle abitudini di risparmio delle famiglie come un effetto della percezione di maggiori imposte future dovute al pacchetto stesso? Abbiamo qualche dubbio a questo proposito. Si tratta piuttosto dell'effetto di un aumento del risparmio *precauzionale*, dovuto anch'esso al crollo della fiducia dei consumatori, oltre che alla necessità di effettuare il cosiddetto *deleveraging* utile per ridurre il peso di un debito – contratto dalle famiglie stesse – decisamente eccessivo.

Tutto sommato, quindi, ci sentiamo di sottoscrivere l'opinione di consenso e ritenere quindi che la politica massiccia di *deficit spending* abbia giocato un ruolo rilevante – forse essenziale – nel predisporre una rete di sicurezza intesa a frenare la caduta dell'attività produttiva nel corso della recessione.

Abbiamo anche qualche indicazione quantitativa a conforto di questa tesi.

Se osserviamo la perdita di output cumulata subito dai principali paesi nel corso della recessione, ossia la riduzione complessiva di PIL reale registrata tra il punto di svolta superiore del ciclo – collocabile generalmente nella seconda metà del 2008 – e quello inferiore - che si è registrato nella seconda metà del 2009³ - notiamo che ci sono essenzialmente tre gruppi di paesi che possiamo indicare come “meno nove”, “meno sei” e “meno tre”.

I paesi del gruppo “meno nove” hanno subito una contrazione cumulata del PIL reale approssimativamente del 9%. Del tutto analogamente si definisce l'appartenenza di un paese agli altri due gruppi.

Nel gruppo “meno nove” si trova, ad esempio, l'Irlanda, oltre ad alcuni tra i maggiori paesi asiatici (Taiwan e Singapore). Il Giappone fa sostanzialmente parte di questo gruppo avendo subito una contrazione non troppo distante dal 9%.

Nel gruppo “meno sei” si trovano l'Italia, la Germania e il Regno Unito. La Spagna ha subito una contrazione tra il 4 e il 5% e quindi si trova a metà strada tra questo gruppo e il gruppo successivo.

Al gruppo “meno tre” appartengono USA, Francia, Portogallo e Grecia.

E' interessante notare come a quest'ultimo gruppo, quello che ha subito la contrazione meno vistosa del PIL, appartengano paesi che hanno avuto un'espansione del deficit (e un incremento del debito) molto marcata nel corso della recessione.

Quelli statunitense e francese sono casi da manuale di politica fiscale anticiclica, in cui il

³ Facciamo riferimento alla quantificazione presentata e discussa in *Congiuntura ref. Previsioni*, gennaio 2010.

deficit si amplia non solo a causa dell'attivazione spontanea degli stabilizzatori automatici ma anche per effetto di provvedimenti discrezionali intesi a soppiantare la contrazione della domanda privata con domanda pubblica.

Nel caso greco, non siamo invece di fronte ad una scelta consapevole e trasparente dei poteri pubblici. La dimensione eccezionale del deficit pubblico (oltre il 12% del PIL) è infatti emersa solo con l'esplosione della crisi a livello sociale e politico e con il cambiamento di maggioranza governativa. Il nuovo governo di Georges Papandreu ha "portato alla luce" il deficit effettivo, fino ad allora nascosto nelle pieghe di valutazioni statistiche – oltre che di manovre di finanza creativa – che nella più benevola delle ipotesi possono essere definite "approssimative". Sebbene passiva ed occulta, la politica fiscale è stata di fatto decisamente espansiva in Grecia.

Anche Portogallo e Spagna hanno ampliato in modo straordinario i rispettivi deficit e hanno subito contrazioni relativamente limitate del PIL. L'esperienza di questi paesi quindi in un certo senso corrobora la relazione decrescente tra deficit pubblico e contrazione del PIL da cui abbiamo preso le mosse.

Altrettanto può dirsi, *a contrario*, per Italia e Germania, paesi che hanno adottato una politica fiscale più cauta, meno aggressiva – hanno quindi generato deficit più contenuti – ma allo stesso tempo hanno subito contrazioni del PIL reale più rilevanti.

A smentire la correlazione, possiamo citare il caso del Regno Unito e soprattutto dell'Irlanda. Nella versione corrente dell'acronimo PIGS che indica i paesi fiscalmente lassisti la lettera "T" rappresenta infatti l'Irlanda (gli altri paesi sono il Portogallo, la Grecia e la Spagna).⁴ L'Irlanda

infatti è un paese che ha adottato una politica fiscale estremamente espansiva e ha nello stesso tempo subito una contrazione eccezionale dell'attività produttiva. Occorre peraltro osservare che sia nel caso irlandese che in quello britannico, una fetta assolutamente rilevante delle risorse pubbliche impiegate per fronteggiare la crisi è stata destinata al sistema bancario, piuttosto che a famiglie e imprese. Il salvataggio delle banche a carico del bilancio pubblico ha motivazioni "sistemiche" piuttosto che di stabilizzazione del ciclo ed è quindi ragionevole aspettarsi che l'impatto anticiclico dei trasferimenti alle banche – che pure deve esserci dal momento che in definitiva vengono salvati e sussidiati posti di lavoro – sia limitato.

Ricordiamo infine, che il tasso di crescita del PIL in Cina ha toccato nuovamente i livelli precedenti la grande recessione anche per effetto di una politica fiscale estremamente espansiva. Nel caso cinese, l'ampliamento del deficit pubblico non ha limitato i danni, ossia contenuto la contrazione del PIL, come avvenuto per i paesi industrializzati, ma ha più semplicemente evitato una decelerazione del ritmo di crescita.

Se condividiamo questa diagnosi, un cambiamento di impostazione della politica fiscale, da espansiva a neutra o addirittura a restrittiva, potrebbe avere effetti macro economicamente rilevanti, attenuando la dinamica già fiacca della ripresa.

Siamo quindi in presenza di un *trade off* – di estrema rilevanza ai fini della determinazione dei destini della ripresa – *tra il sostegno della ripresa e il riequilibrio della finanza pubblica*.

In generale notiamo che si sta già manifestando la tendenza dei *policy maker* a invertire –

⁴ Ricordiamo che l'acronimo comparve sui media negli anni 90 nel corso del dibattito sui paesi

intenzionati a far parte dell'Unione Monetaria Europea. Nella versione originaria, la "T" rappresentava l'Italia. Il sinonimo edulcorato di PIGS infatti era "Club Med".

sebbene gradualmente – il segno della politica fiscale per rientrare dello squilibrio del bilancio pubblico (e tendenzialmente ridurre il rapporto tra debito e PIL). Tale tendenza è perfettamente comprensibile e – su un orizzonte temporale esteso – inevitabile. Ci chiediamo però se un’inversione prematura non sia troppo costosa in termini di arresto della ripresa o addirittura di arretramento ciclico.

Nel 1937, primo anno del secondo mandato presidenziale, Franklin Delano Roosevelt impresso una svolta restrittiva al bilancio pubblico, in una fase in cui l’economia americana dava già segnali di arretramento rispetto ai timidi progressi del primo mandato. Il ministro del Tesoro Henry Morgenthau – uno dei *budget balancers* in sintonia con il Presidente – sostenne in un famoso discorso all’*American Academy of Political Science* nel novembre 1937 che “i problemi che affrontiamo oggi sono essenzialmente differenti da quelli che affrontammo quattro anni fa...Vogliamo che il mondo degli affari si espanda...Crediamo che uno dei mezzi più importanti per raggiungere questo fine è di continuare ad avanzare verso il pareggio del bilancio federale”.⁵ Fu un errore che costò agli USA alcuni anni di depressione in più: una lezione dell’esperienza storica che occorre tener presente per non ripetere gli errori del passato.

Il rischio di una correzione monetaria prematura

Il secondo rischio è quello di una correzione monetaria prematura. L’insieme dei paesi industrializzati, a cominciare dagli USA, vive ancora in un contesto caratterizzato da tassi di intervento delle autorità monetarie prossimi a

zero e da un’enorme riserva di liquidità sostanzialmente trattenuta presso le banche. Nel pieno della Crisi Finanziaria Globale del 2007-2008 e successivamente della Grande Recessione del 2008-2009, le autorità monetarie hanno cercato di assicurare i mercati in relazione alla loro volontà di invertire il segno della dinamica dei tassi e di riassorbire la liquidità in eccesso non appena le condizioni congiunturali lo avessero permesso.

In una fase di ripresa ciclica come l’attuale si fanno insistenti le voci di coloro che vorrebbero vedere già le banche centrali impegnate su questo fronte. Per il momento le autorità nicchiano. Bernanke riconosce l’esistenza del problema – del resto non l’ha mai negato perché sarebbe stato semplicemente sciocco farlo – e si impegna a cambiare tono alla politica monetaria ma si guarda bene dall’attuare a breve questa svolta. Lo stesso può dirsi della BCE e della Bank of England. Solo in alcuni paesi e non certo nel cuore del mondo industrializzato, è cominciata l’inversione dei tassi (Australia e Norvegia). E’ pur vero che al momento di andare in stampa (terza decade di febbraio) è giunta la notizia della decisione della Fed di alzare di 25 punti base il tasso di sconto. Tuttavia, non va dimenticato che il tasso di *policy* attualmente rilevante è quello sui Fed Funds, che rimane fermo allo 0,25%. Ne consegue che la misura decisa da Bernanke può essere considerata frutto di un’operazione strettamente tecnica volta a riportare il differenziale tra tasso di sconto e tasso sui Fed Funds sul livello abituale di 50 bps e a segnalare la “minor disponibilità” da parte della Fed a concedere prestiti di ultima istanza a istituzioni eventualmente in difficoltà.

D’altro canto gli operatori dei mercati finanziari scontano già una svolta restrittiva dei tassi a breve nell’immediato futuro, come testimonia

⁵ Citato da Amity Shlaes, *The Forgotten Man. A New History of the Great Depression*, New York, Harper, 2007, pp. 341-2.

l'inclinazione positiva della curva dei rendimenti e il segno positivo dello *yield spread*, che è tornato attorno ai 4 punti percentuali (ossia attorno al livello raggiunto prima della recessione).

Siamo quindi in presenza di un *trade off* di estrema importanza *tra il sostegno della ripresa e il riassorbimento della liquidità*.

Siamo quindi già in presenza di una tendenza delle banche centrali a considerare possibile l'inversione di segno della politica monetaria. Come nel caso della politica fiscale tale tendenza è perfettamente comprensibile e – su un orizzonte temporale non brevissimo – auspicabile e perfino inevitabile. Ci chiediamo però anche in questo caso se un'inversione prematura non sia troppo costosa in termini di arresto della ripresa.

Nel breve periodo sarebbe auspicabile tutt'al più una *stance* neutrale sia della politica fiscale che di quella monetaria.

Le due politiche sono ovviamente legate. Se non ci fosse la svolta restrittiva che viene talvolta prefigurata per entrambe, sul fronte di tassi l'impostazione neutrale o moderatamente espansiva della politica fiscale potrebbe creare una tendenza all'aumento che l'impostazione accomodante della politica monetaria potrebbe contribuire a prevenire.

Se la svolta restrittiva ci fosse, la nuova impostazione della politica fiscale potrebbe attenuare la tendenza all'aumento dei tassi che questa volta proverrebbe dalla politica monetaria.

Il potenziale inflazionistico

La fattibilità di un' impostazione attendista e neutrale sia della politica fiscale che di quella monetaria dipende crucialmente dal potenziale inflazionistico di questa impostazione. Nel pieno della Grande Recessione, il potenziale

inflazionistico di politiche espansive era pressoché nullo, si enfatizzava anzi la presenza di un rischio deflazionistico. Nel corso del 2009 lo scenario è cambiato, in particolare con riferimento agli USA, come si può notare dalla TAB. 3 che mette a confronto il dato più recente relativo al tasso di crescita tendenziale dei prezzi al consumo (generalmente dicembre 2009) – riportato nella prima colonna – e quello registrato un anno addietro nello stesso mese.

TAB. 3 Tassi di inflazione tendenziale nei principali paesi industrializzati ed emergenti

	Dicembre 09	Un anno fa
Stati Uniti	2.7	0.1
Giappone	-1.9	1.0
UK	2.9	3.1
Area Euro	0.9	1.6
Francia	0.9	1.0
Germania	0.8*	0.9
Italia	1.1	2.2
Spagna	0.8	1.4
Brasile	4.3	5.9
Russia	8.8	13.3
India	13.3**	10.6
Cina	1.9	1.2

Nota: un asterisco indica che il dato è riferito a gennaio 2010; due asterischi indicano che il dato è riferito a novembre 2009.

Negli USA, a fine 2009 l'inflazione era praticamente nulla mentre nell'area Euro si attestava all'1.6%. Un anno dopo e a ripresa avviata il tasso di inflazione negli USA è risalito fino a sfiorare il 3% mentre in Europa ha subito una limatura e si attesta al di sotto dell'1%. Nei BRIC il panorama è variegato: a fronte di un'attenuazione della dinamica inflazionistica in Brasile e Russia, si nota un'accelerazione in India e Cina.

Il potenziale inflazionistico dello scenario congiunturale attuale, quindi, è sicuramente maggiore che alcuni trimestri addietro e costituisce una minaccia ad una impostazione attendista di politica economica, soprattutto per quanto riguarda la formazione di aspettative inflazionistiche che potrebbero provocare un deciso rialzo dei tassi a lungo termine.

Quali elementi di novità hanno modificato il quadro e come si stanno evolvendo? Il primo e più importante è la dinamica dei prezzi delle materie prime. Il prezzo del petrolio, che era crollato da circa 150 dollari a barile nell'agosto del 2008 a circa 40 dollari a fine anno, è risalito fino a toccare gli 80 dollari a barile a fine 2009. In qualche misura questa è una buona notizia, perché segnala la ripresa della domanda di materie prime a fini produttivi.

D'altro canto, non si può escludere, che una componente speculativa – dovuta alle strategie di diversificazione di portafoglio di investitori istituzionali e al massiccio ricorso ad operazione di *carry trade* che sfruttano il basso costo del denaro – contribuisca a spiegare questa dinamica. Non casualmente, a nostro avviso, l'impennata dei prezzi delle materie prime è avvenuta in parallelo al boom dei mercati azionari. Se la ripresa si confermerà, non dovrebbero verificarsi cambiamenti significativi di tendenza nei prossimi trimestri.

Sino a poche settimane fa, l'apprezzamento dell'euro rispetto al dollaro ha mitigato l'impatto dell'aumento del prezzo in dollari delle materie prime sui bilanci delle imprese europee e quindi la traslazione dell'incremento dei prezzi delle materie prime sui prezzi dei beni prodotti. Una prosecuzione di questa tendenza all'apprezzamento sarebbe stata – sotto il profilo del potenziale inflazionistico – auspicabile perché avrebbe consentito di attenuare l'impatto sui prezzi della crescita delle

quotazioni in dollari delle materie prime. In effetti la dinamica inflazionistica in Europa è stata molto diversa e decisamente meno allarmante di quella sperimentata negli USA.

Il deprezzamento del dollaro, tuttavia – come mostrato dai dati recenti - non sembra costituire una tendenza destinata a durare nel medio periodo. Ci sono anzi segnali di inversione di questa tendenza legati allo *spillover* della crisi fiscale della Grecia sulla percezione di solidità istituzionale dell'Unione Monetaria Europea.

Ovviamente, uno scenario in cui il prezzo delle materie prime in dollari aumenta e l'euro si indebolisce rispetto al dollaro è pessimo dal punto di vista dell'impatto inflazionistico per l'area dell'Euro.

3. Quale ripresa? Quanta inflazione?

Data la lentezza della ripresa attuale, è assodato che l'output gap, ossia la differenza tra il reddito corrente e il reddito potenziale *così come valutato prima della crisi* è tuttora ampiamente negativo. Ne dovremmo dedurre che da questo punto di vista non ci dovrebbero essere minacce di recrudescenza inflazionistica.

Da più parti⁶ si sostiene tuttavia che la stessa dimensione e il tasso di crescita del PIL potenziale potrebbero essere stati modificati dalla crisi finanziaria e dalla recessione.

In effetti, è ben noto che la “tendenza di fondo” o *trend* che serve a individuare – sulla base di un a priori teorico – il PIL potenziale non è definito univocamente e comunque non è dato una volta per tutte. Il trend può infatti cambiare e talvolta può cambiare in modo continuo. Ad esempio, per i paesi europei come Italia, Francia e Germania, il trend del PIL misurato da una curva interpolante esponenziale è molto più ripido –

⁶ Rimandiamo a *Congiuntura ref. Previsioni*, gennaio 2010 per un approfondimento su questo tema.

individua cioè un tasso di crescita medio annuo molto più alto – nel periodo che va dalla fine della seconda guerra mondiale al primo shock petrolifero (*Golden Age of Growth*) che nel periodo che va dal primo shock petrolifero alla fine degli anni 90. In altri termini, il primo shock petrolifero segna una cesura nella linea di fondo della crescita di un paese.⁷ E se fosse successo qualcosa del genere anche con la Grande Recessione innescata dalla Crisi Finanziaria Globale? Se invero la linea della tendenza di fondo – come si evince da alcune stime preliminari del tasso di crescita potenziale in alcuni paesi europei fornite dalla Commissione Europea – si fosse abbassata?

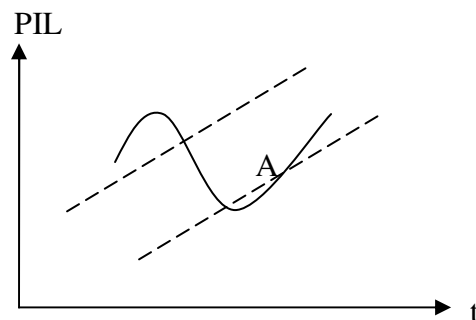
L'evidenza empirica disponibile ci consente in effetti di affermare che il grado di utilizzo della capacità produttiva è sceso dall'80% pre-crisi all'attuale 70% e sembra che molte imprese stiano cominciando a percepire questo elemento come permanente e strutturale ossia come "normale".

Le conseguenze di questo abbassamento della linea di tendenza sarebbero rilevanti.

Il grafico di FIG. 1 mostra una rappresentazione stilizzata dell'andamento della produzione industriale nei paesi industrializzati (linea continua) nel corso del 2008 e del 2009 e due possibili linee di tendenza (rette tratteggiate): quella superiore rappresenta il trend determinato sulla base della serie storica che si interrompe poco prima della crisi. Quella inferiore è il trend

che incorpora la contrazione produttiva determinata dalla crisi.

FIG. 1: Ciclo e tendenze di fondo



Rispetto al trend precedente la crisi, la risalita faticosa in atto non comporta un riassorbimento dell'output gap, che rimane largamente negativo. Per chiudere il gap con il livello produttivo potenziale pre-crisi occorrerebbe una "lunga marcia" ma nel frattempo l'output gap rimarrebbe negativo e non ci sarebbero ripercussioni sul tasso di inflazione.

Tuttavia, se la linea di fondo si è abbassata e le imprese ritengono di aver raggiunto la piena capacità produttiva al 70% piuttosto che all'80% allora il quadro muta in senso decisamente inflazionistico.

Prendiamo ad esempio un punto come A. Rispetto al trend pre-crisi, in A il PIL effettivo è ben al di sotto del PIL potenziale. Rispetto al trend post-crisi, viceversa, in A il PIL effettivo è al livello del PIL potenziale. Un aumento della domanda in questa condizione (ossia in corrispondenza di A) potrebbe innescare dinamiche inflazionistiche, ossia le imprese potrebbero scaricare sui prezzi piuttosto che sulle quantità gli incrementi di domanda. In questo scenario, sul quale non si hanno peraltro certezze, il potenziale inflazionistico della ripresa attuale sarebbe molto maggiore.

Vediamo ora in dettaglio la congiuntura negli USA, nell'area Euro e in Italia.

⁷ In realtà, l'idea stessa di un trend esponenziale, ossia di un tasso di crescita *costante* del PIL nel lungo periodo, è controversa. In effetti, le procedure statistiche correnti per il filtraggio dei dati al fine di derivare la tendenza di fondo (Hodrick-Prescott, Baxter-King) si basano implicitamente sul rigetto implicito di questa idea. La tendenza di fondo generata da questi filtri ha essa stessa un andamento in qualche misura oscillante e quindi caratterizzata da tassi di crescita variabili di periodo in periodo.

4. USA: fuori dal tunnel a gran velocità?

Secondo il NBER la recessione negli USA è iniziata alla fine del 2007. Essa si è manifestata nei dati di contabilità nazionale, tuttavia, solo nel I-08, trimestre nel quale il tasso di variazione percentuale congiunturale annualizzata (c.a.) del PIL è risultato pari a -0.7% .

Dopo una temporanea risalita nel II-08, la recessione ha colpito duramente nel III-08 e nel IV-08 (-2.7% e -5.4% rispettivamente) ma il trimestre peggiore in assoluto è stato il I-09, con una contrazione di oltre il 6% . I trimestri successivi segnalano un progressivo allentamento della morsa della recessione e il IV-09 è eccezionale per la dimensione della ripresa. Nella TAB. 4 riportiamo i tassi di crescita congiunturali annualizzati delle principali componenti della domanda aggregata nel corso del 2009.

TAB. 4: USA: tassi di crescita congiunturali annualizzati (valori percentuali)

	I-09	II-09	III-09	IV-09
PIL	-6.4	-0.7	2.2	5.7
Consumo	0.6	-0.9	2.8	2.0
Investimenti	-50.5	-23.7	5.0	39.3
Spesa pub.	-2.6	6.7	2.6	-0.2
Esportazioni	-29.9	-4.1	17.8	18.1
Importazioni	-36.4	-14.7	21.3	10.5

Quali sono le fonti della crescita nel IV-09?

Dalla TAB. 4 emerge una impressionante inversione di marcia degli investimenti lordi nella seconda parte del 2009. In particolare nel IV-09 essi aumentano di circa il 40% su base c.a. Si osserva inoltre nello stesso arco di tempo un'inversione significativa delle esportazioni – che registrano incrementi dell'ordine del 18% in ciascuno dei due trimestri finali del 2009. Anche le importazioni subiscono un rimbalzo, un

effetto non risulta sorprendente in una fase di espansione.

Per formarci un'idea più precisa delle fonti della ripresa occorre calcolare i contributi alla crescita del PIL provenienti dalle diverse componenti della domanda aggregata. Notiamo così che nel IV-09 3.8 punti percentuali sui 5.7 di crescita del PIL provengono dagli investimenti lordi, ma di questi ben 3.4 punti percentuali provengono dall'*accumulazione di scorte*, sono cioè investimenti in capitale non circolante (materie prime, semilavorati, prodotti finiti).

Senza il contributo alla crescita della ricostituzione dei magazzini, il tasso di crescita c.a. nel IV-09 sarebbe stato dello stesso ordine di grandezza del III-09.

Quanto possiamo fare affidamento su questo dato? Ricordiamo in primo luogo che quella relativa al IV-09 è la prima stima del PIL, quella formulata dagli uffici statistici americani con l'insieme informativo a disposizione più limitato. Ad essa ne seguiranno altre due, e l'esperienza ci dice che le revisioni del dato sono talvolta significative man mano che si accrescono e si affinano le informazioni disponibili.

Ricordiamo in secondo luogo che la voce relativa all'accumulazione delle scorte è probabilmente quella meno affidabile. Spesso in questa voce, che si determina residualmente, si annidano errori di misurazione e “discrepanze statistiche”.

Supponiamo tuttavia che il dato catturi almeno approssimativamente una tendenza effettiva. Come va giudicata? Ricordiamo che la variazione delle scorte rappresenta una quota molto piccola del PIL ma la sua volatilità è altissima e può essere determinante nella spiegazione della dinamica del PIL stesso.

Una interpretazione in un certo senso ovvia del dato si basa sulla congettura che le imprese

abbiano ricominciato a stoccare merci (presumibilmente materie prime e semilavorati) in previsione di una ripresa della domanda. L'accumulazione di scorte sarebbe quindi preventiva e come tale andrebbe salutata come un elemento positivo del quadro congiunturale. In condizioni espansive, infatti, l'investimento in scorte si può interpretare in buona sostanza come l'effetto di un accumulo *desiderato* di merci.

Nei trimestri futuri, se le aspettative degli operatori dovessero essere corroborate dai dati, dovremmo assistere ad una ripresa piuttosto vivace della domanda finale.

In effetti, la spesa in beni di consumo sembra aver già contribuito in modo rilevante (1.4 punti percentuali) alla crescita del PIL nel IV-09. Consumi e investimenti in scorte fanno quasi 5 punti di crescita del PIL sui 5.7 complessivi. Tuttavia buona parte della dinamica positiva dei consumi dipende da programmi di incentivazione dei consumi stessi (come il piano *cash for clunkers*) che riducono in prospettiva la possibilità di una robusta ripresa. D'altro canto, il contributo alla crescita delle scorte è dovuto a una minor decumulazione delle stesse rispetto al recente passato. Un altro dato che getta qualche ombra sull'effettiva possibilità di una ripresa solida nel tempo.

Il resto della crescita proviene dalle esportazioni nette – il cui contributo alla dinamica del Pil è stato di mezzo punto percentuale – a segnalare che la crescita delle esportazioni ha più che compensato quella delle importazioni.

Vale la pena infine di segnalare un sintomo importante di inversione di tendenza: nel III-09 e nel IV-09 gli investimenti residenziali contribuiscono alla crescita del PIL. Erano due anni abbondanti che tale componente di spesa segnalava contrazioni trimestre dopo trimestre. Il prezzo delle case secondo l'indice Case-

Shiller risulta infine in crescita nel novembre 2009, il sesto incremento mensile consecutivo.

Se la dinamica dell'attività produttiva si può considerare moderatamente incoraggiante, rimangono negativi i segnali provenienti dal mercato del lavoro. Il tasso di disoccupazione, infatti, si aggira attorno al 10% e non dà segni di cedimento. In un certo senso si tratta di un fenomeno atteso. Il tasso di disoccupazione, infatti, subisce un'inversione ciclica generalmente dopo che essa è avvenuta per il PIL. Prima di vedere i segni della ripresa sul tasso di disoccupazione, quindi, occorrerà che passino ancora alcuni trimestri.

Sul fronte della politica economica, si è già detto della incertezza riguardante la politica monetaria dovuta al predisporre della Fed a riassorbire l'"eccesso di liquidità" in circolazione.

Quanto alla politica fiscale, il *Congressional Budget Office* stima un rapporto deficit/PIL dell'ordine del 10% nel 2009, dopo un 2008 che ha registrato il 13%. Con deficit di questo ordine di grandezza, non stupisce il rapporto debito/PIL stia salendo vertiginosamente. L'incognita ora riguarda le prospettive della politica fiscale. Negli USA si stanno diffondendo – e stanno rapidamente guadagnando ascolto nel Congresso – le critiche all'espansione eccessiva del settore pubblico e le richieste di abbassamento della pressione fiscale (pittorescamente rappresentate dai cosiddetti "tea party"). L'amministrazione Obama non può ignorare queste voci, che hanno già avuto, secondo molti, una ripercussione elettorale nella recente sconfitta dei democratici in Massachusetts. Una stretta fiscale decisa adesso, tuttavia, rischierebbe di rivelarsi disastrosa. Se e nella misura in cui l'ampliamento del deficit pubblico ha provveduto a sostenere la domanda finale, chiudere repentinamente il gap tra uscite ed entrate del settore pubblico potrebbe uccidere la

ripresa “nella culla”. Solo chi crede fortemente nella ultra-razionalità degli individui può trarre la conclusione che una stretta fiscale oggi non avrebbe effetti sui consumi perché indurrebbe una riduzione della propensione al risparmio alimentata dalle aspettative di minori tasse future.

5. La ripresa in Europa: il difficile passaggio dalle speranze alla realtà

La recessione ha colpito in modo generalizzato l'Europa, dalla Gran Bretagna alla Germania, dalla Spagna all'Italia. Solo nello scorcio finale del 2009 si notano i segni di una modesta ripresa, più rilevante nel terzo che nel quarto trimestre. Niente di paragonabile, tuttavia, alla ripresa degli USA nello stesso periodo.

Fuori dell'UME, il paese che sta subendo i contraccolpi più gravi della crisi sul piano dell'attività produttiva è il Regno Unito. Ma anche qui, nel IV-09, si è manifestata una timida ripresa.

L'Eurozona è segnata dal paradosso di indicatori di fiducia, sia delle famiglie che delle imprese, in miglioramento che non si traducono immediatamente in espansione dell'attività produttiva. Lo dimostra in modo chiaro l'andamento della produzione industriale: la perdita di produzione industriale dal picco del I-08 al minimo del II-09 è valutabile in circa il 20%. La risalita negli ultimi due trimestri del 2009 è di poco più del 2%.

Nella TAB. 5 riportiamo i tassi di crescita congiunturale (non annualizzati) delle principali componenti della domanda aggregata nel corso del 2009.

Come si è detto precedentemente, la recessione nella prima parte del 2009 è determinata essenzialmente dalla contrazione degli investimenti, sia in capitale fisico sia in scorte.

All'inizio della ripresa le imprese si presentano con i magazzini vuoti e quindi in condizione di cominciare a produrre per ricostituire gli stock. L'inizio di un nuovo ciclo delle scorte è quindi la principale speranza per il consolidamento della ripresa nell'area Euro.

TAB. 5 Eurozona: tassi di crescita congiunturale (valori percentuali) delle principali componenti della domanda

	I-09	II-09	III-09	IV-09
PIL	-2.4	-0.2	0.4	0.1
Consumi	-0.5	0.0	-0.2	nd
Investimenti	-4.9	-1.7	-0.4	nd
Spesa pub.	0.6	0.6	0.5	nd
Esportazioni	-8.7	-1.3	2.9	nd
Importazioni	-7.4	-2.9	2.6	nd
Var.scorte	-0.7	-0.6	0.3	nd

Nota: per la variazione delle scorte si riporta il contributo alla crescita del PIL.

Il dato del terzo trimestre, il primo della ripresa, è significativo a questo proposito: l'accumulazione di scorte spiega 3 dei 4 decimi di punto di crescita del PIL. D'altro canto nei due trimestri precedenti il de stoccaggio era avvenuto a ritmi mai prima sperimentati nella storia macroeconomica della zona Euro.

E' ovvio che l'investimento in scorte non può costituire una componente stabile della espansione, una volta che la fuoriuscita dalla recessione si è conclusa. Data la fiacchezza congiunturale nell'Eurozona, tuttavia, è difficile immaginare che l'espansione possa camminare sulle gambe della domanda privata interna, che rimane molto debole. Si osservi che sia i consumi che gli investimenti hanno dato un contributo negativo alla crescita del PIL nel III-09.

Esportazioni nette e spesa pubblica continueranno a essere le componenti più vivaci

della domanda nel corso dell'espansione. L'effetto della ripresa sul tasso di disoccupazione si manifesterà con ritardo. Il tasso di disoccupazione, che era sotto l'8% nella media del 2008 è salito sopra il 9% nel 2009 e toccherà con ogni probabilità il 10% nel 2010.

Lo scenario inflazionistico per l'area nel suo complesso, come già detto, non è preoccupante. Il tasso di inflazione risalirà nel corso del 2010 ma raggiungerà livelli meno preoccupanti che negli USA.

Lo scenario descritto finora è di ripresa fragile. A questo scenario, che potremmo definire *baseline*, si è recentemente sovrapposta la deflagrazione del "caso Grecia" che aggiunge un elemento di incertezza al quadro.

6. Il caso Grecia

Il caso è scoppiato quando, a seguito dell'insediamento del nuovo governo Papandreou, il monitoraggio dei conti pubblici ha fatto emergere una quota di deficit precedentemente non dichiarato di proporzioni allarmanti. Il rapporto deficit/Pil del 2008 – che la Commissione Europea aveva già innalzato nel gennaio 2009 dal 2.5% stimato dal governo greco al 3.4% - è stato stimato nell'autunno del 2009 pari al 7.7%. Ancora più impressionante l'emersione del deficit per il 2009, dal 3.7% di gennaio 2009 (contro il 2% stimato dal governo greco) al 12.7%.

Si ricorda che nell'aprile del 2009 era stata notificata alla Grecia l'apertura di una procedura per deficit eccessivo ed erano state fatte delle raccomandazioni dalla Commissione al governo greco che, *ex post*, sono risultate sostanzialmente disattese.

E' la seconda volta in meno di 10 anni che la Grecia rende pubbliche statistiche fuorvianti sui

suoi conti pubblici. In occasione dell'ammissione all'Unione Monetaria (la Grecia diventò membro nel 2002), infatti, il governo presentò dati sulle condizioni della finanza pubblica in Grecia che si rivelarono *ex post* decisamente ottimistici.

L'agenzia di rating Fitch ha pertanto declassato il debito pubblico greco e i mercati finanziari hanno reagito con un incremento rilevante del premio per il rischio sovrano. Lo *spread* tra i tassi sui titoli di Stato greci e quelli tedeschi è salito a oltre tre punti percentuali in gennaio.

L'Eurozona si è quindi trovata in una condizione – una sorta di *worst case scenario* – che i padri fondatori hanno sempre considerato estremamente rischiosa: quella di un paese appartenente all'Unione Monetaria in condizioni fiscali così disastrose da richiedere un "salvataggio" agli altri membri dell'Unione stessa. Il trattato di Maastricht contiene infatti una clausola *no-bail out* che vieta il salvataggio di un paese.

L'adesione al Patto di Stabilità e Crescita, imposta ai paesi membri dal Trattato di Amsterdam mirava appunto a evitare questo scenario imponendo un vincolo al lassismo fiscale dei singoli stati membri e ponendo un freno quindi al *free riding* fiscale. Il deficit sommerso della Grecia, quale che ne sia la causa – una crisi economica e sociale di proporzioni eccezionali o una forma di "rilassatezza dei costumi" a livello politico e, per così dire, statistico – ha fatto tornare prepotentemente alla ribalta il problema che si riteneva di aver risolto alla radice.

La Commissione ha chiesto una manovra di correzione fiscale al nuovo governo greco, che Papandreu ha pianificato su un orizzonte di 4 anni con l'obiettivo di riportare il deficit al 3% del PIL nel 2013. Inoltre il vertice dei capi di governo dell'Unione Europea – guidato dall'asse

franco-tedesco tra Sarkozy e Merkel – ha dichiarato in febbraio la volontà di intervenire a sostegno della Grecia ma non specificando né come né quando. I mercati finanziari hanno reagito con incredulità a questo annuncio: lo *spread* tra titoli greci e Bund tedeschi è, al momento di andare in stampa (terza decade di febbraio) superiore ai 6 punti percentuali.

La crisi fiscale della Grecia quindi è tutt'altro che rientrata. Essa costituisce una vera e propria spada di Damocle che incombe sui destini della ripresa in Europa. La correzione fiscale che servirebbe per rientrare dallo squilibrio di finanza pubblica, infatti, è tale che, in assenza di una forte ripresa che spinga sul denominatore del rapporto deficit/PIL, essa rischia di fallire per effetto di un avvistamento recessivo. Un eventuale intervento a sostegno della Grecia da parte dei partner europei, d'altro canto, sarebbe un evento eccezionale e di difficile realizzazione, oltre che foriero di conseguenze negative (dopotutto il *moral hazard* può essere praticato anche dai governi, oltre che da banche e imprese).

Lasciare che la Grecia “fallisca” e/o che esca dalla zona Euro (uno scenario peraltro per il quale non sono stati predisposti meccanismi istituzionali) è un'opzione difficilmente percorribile per gli altri partner dell'UME. Esso apre la strada a prospettive ancora più pericolose e disgreganti: dopo la Grecia, la sfiducia dei mercati finanziari si riverserebbe ovviamente sugli altri partner deboli come la Spagna e il Portogallo.

Per il momento l'effetto più rilevante del caso Grecia è l'inversione della tendenza all'apprezzamento dell'euro ma siamo solo alle prime battute di questo complesso e per ora non ancora scritto copione.

7. Se l'Europa arranca ... l'Italia retrocede

L'Italia è stabilmente inserita nel contesto macroeconomico dell'Eurozona. Il ciclo italiano, quindi, è sincronizzato con quello europeo e in particolare con quello tedesco e francese. Se l'Europa fa fatica a ripartire, quindi, è lecito attendersi che altrettanto accada al nostro paese. In verità, dopo un terzo trimestre del 2009 soddisfacente – l'uscita dalla recessione è infatti databile dal II-09 – la congiuntura in Italia ha conosciuto una battuta d'arresto nel IV-09. L'Italia è l'unico paese grande dell'Eurozona ad avere un segno meno davanti al tasso di crescita congiunturale nel trimestre finale del 2009. Il tasso di contrazione del PIL medio annuo del 2009 è stato prossimo al 5%. L'effetto di trascinamento sul 2010, nonostante la ripresa in corso, è pari a zero di modo che alcuni istituti di previsione sono già pronti a limare la previsione di crescita per il 2010 di qualche decimale. Ricordiamo peraltro che la previsione di consenso per il 2010 è un modestissimo 0.9%. Nella TAB. 6 riportiamo i tassi di crescita congiunturale (non annualizzati) delle principali componenti della domanda aggregata nel corso del 2009.

TAB. 6: Italia: tassi di crescita congiunturali (valori percentuali) delle principali componenti della domanda

	I-09	II-09	III-09	IV-09
PIL	-2.7	-0.5	0.6	-0.2
Consumo	-1.2	0.1	0.4	nd
Investimento	-4.9	-3.1	0.3	nd
Spesa pub.	0.2	1.2	-0.2	nd
Esportazioni	-11.7	-2.5	2.5	nd
Importazioni	-8.8	-2.5	1.5	nd
Var. scorte	-0.4	-0.3	0.1	nd

Nota: per la variazione delle scorte si riporta il contributo alla crescita del PIL.

Come nel caso dell'Eurozona, la recessione è trainata dalla contrazione degli investimenti, sia in capitale fisico sia in scorte. Nel caso italiano inoltre si segnala il contributo negativo (alla crescita del PIL) proveniente dalla domanda estera netta, soprattutto nel I-09. La ripresa nel III-09 è dovuta sia alla modesta ripresa degli investimenti e alla ricostituzione del magazzino, sia al cambiamento in positivo del segno del contributo delle esportazioni nette.

Il settore industriale è quello più colpito dalla crisi. Esso soffre di una cronica mancanza di domanda sia interna che estera. La capacità produttiva è quindi largamente in eccesso. Il processo di espulsione di manodopera è frenato dal ricorso massiccio alla cassa integrazione sia ordinaria sia e soprattutto straordinaria.

Le famiglie si trovano tra l'incudine dell'aumento della disoccupazione (il tasso di disoccupazione ha recentemente superato l'8%) e il martello di un'inflazione che potrebbe risalire colpendone il potere d'acquisto.

8. Questa crisi e le altre

In questo paragrafo forniamo un quadro comparato della recessione attuale rispetto a quelle del recente passato sperimentate dal nostro Paese. Il confronto fra l'esperienza dell'economia italiana nel corso dell'ultima crisi e i più importanti episodi di recessione degli ultimi decenni può apparire per molti versi improprio, nel senso che la contrazione del prodotto che abbiamo osservato nel corso dell'ultimo episodio ciclico è talmente intensa da restituire ad esso caratteri di unicità rispetto alle altre fasi congiunturali avverse.

Proprio l'eccezionale dimensione quantitativa della crisi ci porterebbe a privilegiare una contestualizzazione della fase più recente che sottolinei come essa sia da ricondurre ai

cambiamenti strutturali o di fondo del periodo storico che stiamo attraversando, connessi all'interazione fra le forze della globalizzazione, la diffusione delle nuove tecnologie dell'informazione, l'innovazione finanziaria.

D'altro canto, è forte la tentazione di collegare la fase recessiva attuale ad elementi caratteristici e ricorrenti degli episodi di crisi, se non altro per l'abitudine a ricondurre i diversi episodi ciclici a schemi logici e classi di modelli con cui si ha familiarità, almeno in assenza di categorie analitiche più appropriate per l'interpretazione della fase attuale.

In realtà, ci sembra di poter riconciliare l'apparente contraddizione fra questi due approcci, provando a esplicitare le caratteristiche di ciascuna recessione e riconducendone l'intensità alla natura della crisi stessa. Possiamo quindi avanzare l'idea per cui le crisi economiche hanno alla loro base un comune denominatore, sebbene l'interazione di questo con altri fattori specifici di ciascun periodo storico determini le peculiarità di ciascun episodio ciclico.

In particolare, l'aspetto che viene messo in luce nella breve rassegna proposta nel seguito è che fra i diversi elementi di differenziazione della crisi attuale rispetto ai precedenti episodi di carattere recessivo vi sia la *dominanza della dimensione internazionale*. Non che in fasi storiche precedenti non contassero elementi legati alle condizioni economiche esterne all'economia italiana. Tuttavia in passato l'aspetto idiosincratico risultava evidentemente prevalente nel qualificare le caratteristiche. Nella crisi attuale, invece, le tendenze esterne sono risultate largamente determinanti rispetto all'evoluzione del quadro macroeconomico interno.

Ciò non di meno, i problemi interni ritornano: la crisi internazionale si è venuta a sovrapporre in

Italia a un andamento molto debole dell'economia già in atto prima della crisi, ha cioè aggravato un problema relativo al nostro tasso di crescita *potenziale* che era evidente ben prima del 2008.

Il nostro apparato industriale, inoltre, si è rivelato ancora una volta particolarmente fragile rispetto alle avversità della congiuntura internazionale.

Infine, l'elevato livello dello stock di debito pubblico che abbiamo accumulato in passato ha influenzato, in maniera più o meno diretta, il percorso dell'economia italiana durante la crisi, se non altro condizionando le scelte di politica economica.

In quel che segue, il confronto fra la crisi corrente e le altre maggiori crisi degli ultimi decenni è proposto sviluppando dapprima la semplice dimensione quantitativa dei fenomeni, ovvero descrivendo le diverse crisi sulla base di alcune variabili utili per un confronto. Successivamente, si proporrà un rapido excursus volto a sottolineare i principali tratti peculiari di ciascuna recessione. Infine, alla luce delle esperienze del passato, si guarda alla crisi attuale cercando di trarre le fila sugli elementi peculiari della crisi italiana, con riferimento all'eredità che essa trasmette ai prossimi anni.

9. Recessioni a confronto: una quantificazione

La cronologia ciclica dell'economia italiana elaborata dall'Isae e riportata nella TAB. 7 evidenzia dai primi anni settanta ad oggi ben otto fasi di inversione del ciclo, comprendendo anche quella in corso.

La durata degli episodi recessivi va dai 3 trimestri della recessione del 1977 ai 12 attribuiti alla recessione dei primi anni ottanta. La lunghezza temporale di questa fase non ne fa però l'episodio recessivo più intenso. In

assoluto, prima dell'ultima crisi, la contrazione più marcata del prodotto fu osservata nel '74-'75; anche nel '77 la recessione fu di una certa intensità. Se l'intensità delle recessioni prodottesi dopo i due shock petroliferi fu significativa, in entrambe le circostanze la fase di uscita dalla crisi risultò però abbastanza veloce, portando ad un rapido recupero delle perdite di output subite. Considerando nel complesso durata, intensità e recupero nei trimestri successivi, è abbastanza condivisa la tesi per cui in passato il passaggio congiunturale più difficile per l'economia italiana sia stato – prima della crisi attuale - quello del 1992-93.

TAB. 7: Le recessioni dell'economia italiana

DATAZIONE CICLICA ITALIANA NELLA CRONOLOGIA ISAE ISCO						
	Punti di svolta			durata in mesi		ciclo completo
	minimo iniziale	massimo	minimo finale	espansione	contrazione	
1	mag-45	set-47	mar-48	28	6	34
2	mar-48	ago-51	mag-52	37	13	50
3	mag-52	set-57	ago-58	64	11	75
4	ago-58	ott-63	gen-65	62	15	77
5	gen-65	ott-70	ott-71	69	12	81
6	ott-71	mar-74	mag-75	29	14	43
7	mag-75	feb-77	dic-77	21	10	31
8	dic-77	mar-80	mar-83	27	36	63
9	mar-83	mar-92	lug-93	108	16	124
10	lug-93	nov-95	nov-96	28	12	40
11	nov-96	dic-00	mag-03	49	29	78
12	mag-03	ago-07		51		

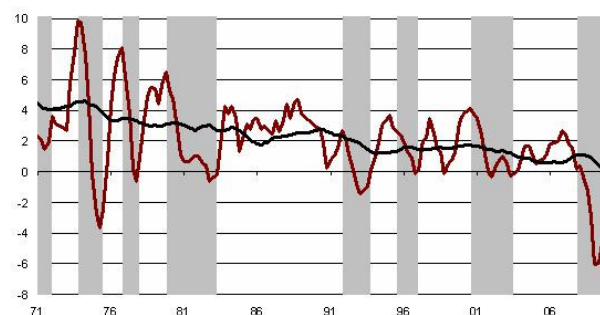
fonte: Isae

Al momento la datazione dell'avvio della recessione in corso non è definitiva: il punto di massimo del livello del Pil si colloca nel primo trimestre del 2008, ma diversi indicatori suggerirebbero di posizionare il massimo ciclico intorno alla metà del 2007. Il termine della recessione potrebbe essere invece collocato nei mesi centrali del 2009. Quella attuale risulterebbe quindi una recessione abbastanza lunga, oltre che parecchio intensa.

Le differenze in termini di intensità e durata degli episodi recessivi possono essere apprezzate attraverso il grafico di FIG. 2, che mostra il tasso di crescita del Pil italiano dagli anni settanta. Le aree evidenziate nel grafico rappresentano le fasi di recessione dell'economia secondo la datazione dei cicli dell'Isae.

Il semplice andamento del prodotto fornisce una dimensione approssimativa dei costi della recessione, anche se il tasso di crescita nelle diverse fasi storiche può riflettere non solo le caratteristiche dell'episodio congiunturale, ma anche la consistenza del trend della produzione sottostante l'evoluzione del ciclo. In presenza di un trend di crescita relativamente elevato, come quello dall'economia italiana nel secondo dopoguerra sino agli anni settanta, e in parte agli anni ottanta, è comprensibile che episodi recessivi anche di una certa gravità si traducano raramente in vere e proprie riduzioni del livello del Pil.

FIG. 2: Italia: tassi di variazione tendenziale del Pil



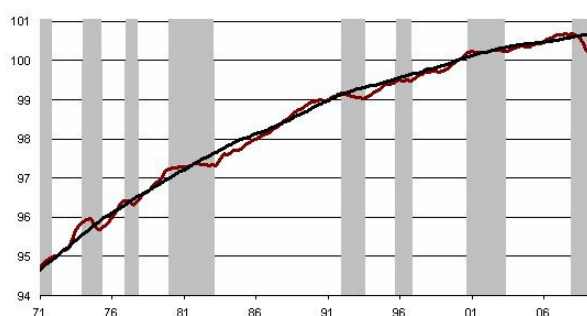
Le aree ombreggiate rappresentano le fasi di recessione sulla base della cronologia dei cicli individuata dall'Isae; elaborazioni Ref su dati Istat e Ocse.

Una misura alternativa, rappresentata dall'*output gap*, può costituire allora un riferimento per

valutare la gravità di una recessione⁸ sebbene anche tale misura fornisca soltanto una visione parziale delle conseguenze della crisi: alcuni episodi recessivi possono difatti comportare variazioni anche nell'andamento del prodotto potenziale.

Per rappresentare graficamente tale tipo di considerazioni possiamo confrontare l'andamento del prodotto con quello del potenziale; per quest'ultimo abbiamo utilizzato le stime proposte dall'Ocse (si veda la FIG. 3).

FIG. 3: Italia: Pil e Pil potenziale (livello)



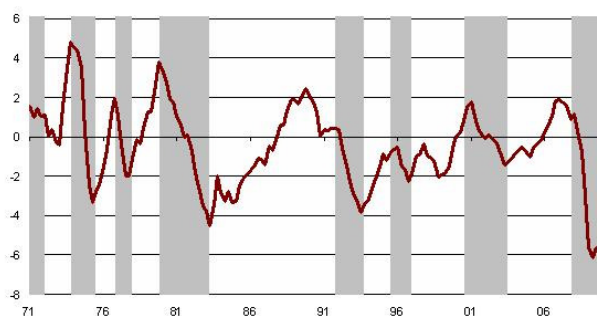
Livelli; variabili espresse in logaritmo e ribassate; le aree ombreggiate rappresentano le fasi di recessione sulla base della cronologia dei cicli individuata dall'Isae; elaborazioni Ref su dati Istat.

L'abbassamento del tasso di crescita del Pil potenziale dell'economia italiana è evidentemente un elemento importante della spiegazione della bassa performance dell'economia, tant'è che, ricorrendo a una rappresentazione del ciclo secondo la misura dell'*output gap*, la crisi attuale, pur restando la più grave degli ultimi quarant'anni, risulta molto

⁸ Come ricordato precedentemente, sono state proposte diverse nozioni e diverse misure della dinamica del PIL potenziale necessaria per quantificare l'*output gap*. Ne discendono indicazioni differenti e talvolta contrastanti per quanto riguarda la valutazione degli episodi di inversione del ciclo economico.

meno distante dai passaggi ciclici osservati in passato (si veda la FIG. 4).

FIG. 4: Italia: output gap

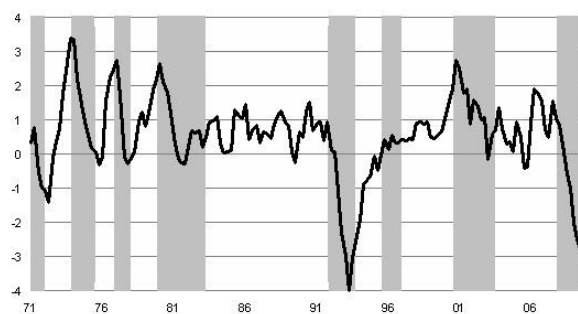


Scarti percentuali dal trend; le aree ombreggiate rappresentano le fasi di recessione sulla base della cronologia dei cicli individuata dall'Isae; elaborazioni Ref su dati Istat.

La medesima rappresentazione grafica può essere riproposta per illustrare l'andamento della domanda di lavoro. La variabile utilizzata è in questo caso il numero di unità di lavoro standard da contabilità nazionale, dal cui andamento si coglie come le oscillazioni del prodotto siano state in genere condivise dall'andamento della domanda di lavoro, sebbene con intensità e tempi ben diversi a seconda delle diverse fasi cicliche. Questo a segnalare come non vi sia un legame stabile fra le fluttuazioni dell'output e quelle dell'input di lavoro (si veda la FIG. 5).

In particolare, si osserva come di fatto in tutti i cicli degli ultimi quaranta anni non si sia mai verificata alcuna caduta occupazionale, ad eccezione della flessione del 1971 e, soprattutto, della recessione dei primi anni novanta, quando le unità di lavoro registrarono una pesante contrazione. All'anomala contrazione dei primi anni novanta, si contrappone, simmetricamente, l'espansione della domanda di lavoro osservata nel corso della recessione del 2001-2004.

FIG. 5: Italia: unità di lavoro (variazioni tendenziali)



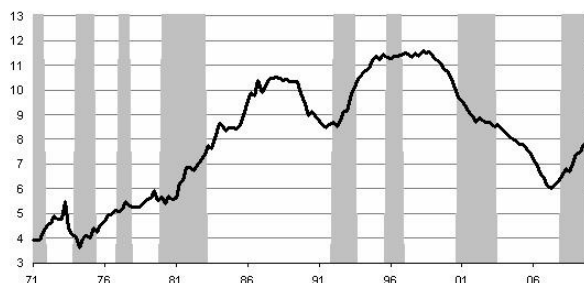
Le aree ombreggiate rappresentano le fasi di recessione sulla base della cronologia dei cicli individuata dall'Isae. Fonte: elaborazioni REF su dati Istat.

In generale, si può affermare che nell'esperienza italiana le recessioni si sono sempre tradotte in una decelerazione della domanda di lavoro, ma di solito senza vere e proprie contrazioni. La stessa fase di crescita della disoccupazione nel corso degli anni ottanta non è ascrivibile all'impatto diretto della recessione d'inizio decennio sui livelli dell'occupazione, ma piuttosto alla scarsa creazione occupazionale nel periodo successivo. La mancata caduta del tasso di disoccupazione nelle fasi di ripresa del ciclo accomunò l'esperienza anche di altre economie europee in quegli anni. Ad esso ci si riferisce con l'espressione "eurosclerosi".

A partire da tali considerazioni, si può anche illustrare l'andamento del tasso di disoccupazione italiano, sottolineandone per l'appunto la scarsa rispondenza al ciclo economico in presenza di tendenze di fondo dominate da fattori di natura strutturale (si veda la FIG. 6).

E' però possibile che proprio l'ampiezza di tali tendenze di fondo possa mascherare gli andamenti legati al ciclo economico.

FIG. 6: Italia: tasso di disoccupazione



Disoccupati in percentuale delle forze di lavoro; le aree ombreggiate rappresentano le fasi di recessione sulla base della cronologia dei cicli individuata dall'Isae. Fonte: elaborazioni REF su dati Ocse.

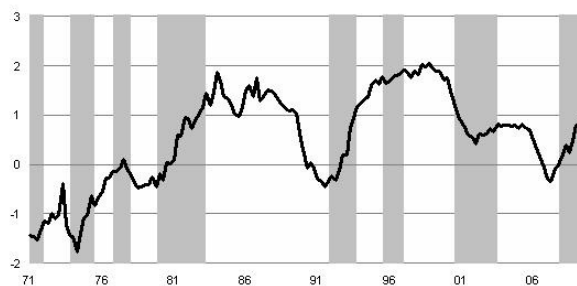
Al proposito, possiamo fare riferimento al concetto di NAIRU⁹ - ossia il tasso di disoccupazione compatibile con la stabilità del tasso di inflazione – utilizzandolo come una sorta di valore di equilibrio del tasso di disoccupazione, la cui distanza dal tasso effettivo risulterebbe nel breve riconducibile all'evoluzione congiunturale¹⁰. In tal modo, la distanza del tasso di disoccupazione effettivo rispetto al NAIRU può essere interpretata almeno in prima battuta alla stregua di una

⁹ Il NAIRU (Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment) è il tasso di disoccupazione compatibile con la stabilità del tasso d'inflazione, stimato a partire da un'equazione del salario.

¹⁰ Il problema che si pone in questo tipo di analisi è che il NAIRU non è una variabile direttamente osservabile e quindi la sua stima ex-post può essere soltanto approssimativa nelle fasi di cambiamento strutturale del mercato del lavoro che ne modificano il valore. Naturalmente, la stima del NAIRU per come è qui utilizzata si riflette anche sul valore della componente della disoccupazione legata al ciclo economico. In particolare, è sufficiente segnalare come, essendo il NAIRU stimato a partire dalle risposte salariali rispetto a variazioni della disoccupazione, la stima può essere inficiata dall'operare di fattori diversi, anche di carattere istituzionale, che intervengano semplicemente nel modificare i ritardi temporali con cui i salari reagiscono al mutamento del ciclo economico.

componente ciclica del tasso di disoccupazione stesso. In questo caso gli effetti delle recessioni sul tasso di disoccupazione sono più semplici da distinguere: si osserva come tanto la recessione dei primi anni ottanta, quanto quella dei primi anni novanta, abbiano innalzato il tasso di disoccupazione di circa due punti percentuali (si veda la FIG. 7).

FIG. 7: Italia: tasso di disoccupazione, differenze rispetto al Nairu



Differenze del tasso di disoccupazione rispetto al Nairu; le aree ombreggiate rappresentano le fasi di recessione sulla base della cronologia dei cicli individuata dall'Isae. Fonte: elaborazioni REF su dati Ocse.

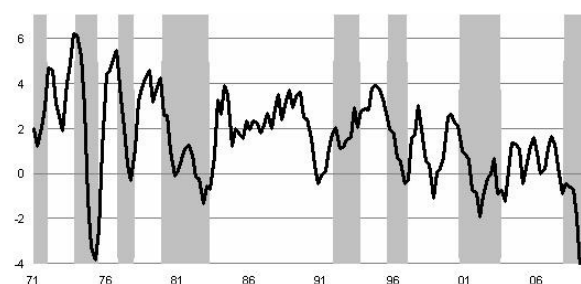
Tornando al tema dell'andamento dei livelli occupazionali nelle fasi di recessione dell'economia italiana, il costo occupazionale delle crisi è anche il riflesso della sovrapposizione dei diversi fattori che inducono le imprese a reagire più o meno immediatamente alla crisi. Fenomeni di *labour hoarding* tendono a contenere la caduta della domanda di lavoro. La rappresentazione più semplice del *labour hoarding* è costituita dalla pro-ciclicità nelle fluttuazioni della produttività del lavoro, qui di seguito misurata in termini di valore aggiunto per unità di lavoro. Tanto all'inizio degli anni ottanta che all'inizio degli anni Duemila, la produttività si è portata su tassi di segno negativo, e questo ha evidentemente attenuato

l'impatto della fase ciclica avversa sui livelli occupazionali, ma è proprio nel corso dell'ultima crisi che il comportamento ciclico della produttività è risultato più accentuato, evidenziando una caduta analoga a quella della recessione del '75, ma per un periodo più esteso. Naturalmente il confronto con il '75 è particolarmente stimolante da questo punto di vista, è noto difatti che il *labour hoarding* rappresenta un comportamento razionale da parte delle imprese nella misura in cui questo si attendono un rimbalzo rapido e intenso della produzione. Per questa ragione le imprese preferiscono sostenere per un certo periodo i costi legati al sottoutilizzo della manodopera impiegata piuttosto che ritrovarsi a sostenere quelli di *recruitment* nel corso della successiva fase di ripresa del ciclo economico. Nel '75 effettivamente la recessione fu seguita da un rapido rimbalzo del prodotto, che consentì poi di reinserire nel processo di produzione la manodopera in eccesso. Viceversa, nel corso della fase attuale l'opinione al momento accolta nella maggior parte degli scenari di previsione è che la ripresa sarà molto graduale. In assenza di un rimbalzo del prodotto, non vi è giustificazione per il *labour hoarding*, e per questa ragione si ritiene che nel 2010 l'economia italiana potrebbe essere ancora attraversata da una fase di caduta della domanda di lavoro (si veda la FIG. 8).

Dalla rassegna proposta ricaviamo una quantificazione dei costi dei principali episodi ciclici sulla base dell'andamento di un set di indicatori più importanti. Abbiamo notato come la semplice osservazione del tasso di crescita del Pil restituisca una rappresentazione della recessione più recente come un evento assolutamente unico nella storia economica italiana del dopoguerra. Altre misure dell'intensità della crisi rendono però l'episodio

ciclico attuale meno dissimile rispetto agli altri del recente passato. Tutte le misure ribadiscono comunque che quella recente è stata la recessione più grave.

FIG. 8: Italia: produttività del lavoro



Fonte: elaborazioni REF su dato Istat.

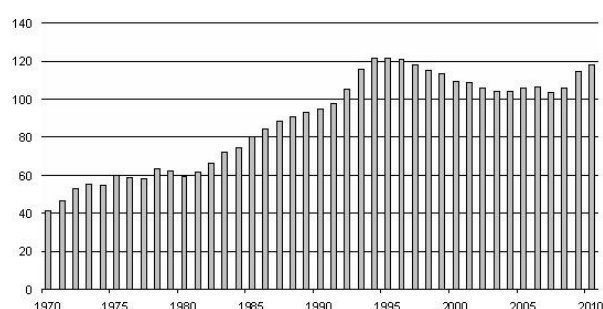
10. Le recessioni del passato

La dimensione della crisi recente ha sorpreso proprio per la sua intensità, del tutto inusuale, almeno nel confronto con le esperienze più recenti. Conta evidentemente la natura della crisi stessa, che ha evidenziato una reazione dell'economia rispetto a squilibri in parte diversi rispetto da quelli da cui derivavano le crisi del passato, oltre che il fatto che quella più recente è stata una recessione contestuale a tutta l'economia mondiale (e questo ha depotenziato quei meccanismi di stabilizzazione che solitamente si attivano quando la recessione colpisce soltanto un singolo paese). In effetti, già nell'esperienza del recente passato le crisi più gravi dell'economia italiana derivavano dalla sovrapposizione di squilibri interni con elementi di difficoltà dell'intera economia internazionale. Una sintesi dei tratti che caratterizzarono le diverse fasi di recessione dell'economia italiana nel passato può quindi aiutare a cogliere le peculiarità della fase più recente.

Già negli anni settanta la forte instabilità che caratterizzò l'economia italiana non rappresentò un tratto peculiare della nostra economia, essendo anche il riflesso delle tensioni internazionali indotte dagli shock petroliferi e dalla successiva fase restrittiva della politica monetaria internazionale nei primi anni ottanta. Ciascun paese però seguì un percorso parzialmente indipendente nell'affrontare le crisi di quegli anni, con conseguenze anche sullo sviluppo degli anni successivi. La risposta inflazionistica dell'economia italiana al primo shock petrolifero fu difatti maggiore di altri paesi, dove le autorità monetarie intervennero con maggiore tempestività nel contenere l'accelerazione dei prezzi; questo generò l'esigenza di riaggiustare la posizione competitiva dell'industria nazionale attraverso ripetuti episodi di svalutazione del tasso di cambio, che andarono ad alimentare a loro volta il processo inflazionistico. La risposta delle autorità monetarie italiane all'aumento dell'inflazione fu molto cauta; i tassi d'interesse seguirono a stento la dinamica dei prezzi, e in alcuni anni risultarono addirittura negativi in termini reali. In generale, si trattò di due episodi ciclici abbastanza intensi, ma seguiti da fasi di recupero altrettanto pronunciate e con costi occupazionali nel complesso contenuti. Le conseguenze sul piano sociale delle due recessioni furono limitate, visto anche il largo utilizzo delle risorse ottenute attraverso disavanzi pubblici di dimensione elevata e crescente a partire dai primi anni settanta, con interventi di varia natura, dal forte aumento del numero di dipendenti pubblici, all'allargamento dei benefici pensionistici. L'industria beneficiò poi degli effetti della svalutazioni, che permisero quindi di tenere i livelli occupazionali, pur in un contesto difficile dal punto di vista delle relazioni industriali. Le conseguenze delle

recessioni non derivarono quindi tanto dagli effetti di breve del ciclo, quanto dall'avvio della formazione di uno stock di debito che per alcuni anni fu compensato dagli elevati livelli dell'inflazione e negli anni a seguire intraprese una traiettoria crescente (si veda la FIG. 9).

FIG. 9: Italia: andamento del rapporto fra debito pubblico e Pil



Previsioni REF per il 2009 e il 2010.

Le fluttuazioni cicliche degli anni settanta, e la loro sovrapposizione con tassi d'inflazione elevati e instabili, contribuirono ad esacerbare i toni del dibattito politico interno anche perché la ripresa delle tensioni inflazionistiche aveva portato al centro dell'attenzione la questione degli aumenti salariali, e in particolare i meccanismi di indicizzazione attraverso la scala mobile. E' del 1975 l'accordo sul punto unico di contingenza, che costituiva uno schema di indicizzazione salariale estremamente favorevole ai lavoratori, creando le premesse per una maggiore persistenza dell'inflazione dopo gli aumenti generati da shock esterni.

Dinanzi all'instabilità di quel periodo, la politica economica nazionale cercò di ancorare i comportamenti interni ad un insieme di vincoli stabiliti in sede europea, con l'adesione dell'Italia al Sistema monetario europeo del 1979. E fu difatti dall'esterno che importammo le politiche disinflazionistiche alla base del

successivo passaggio recessivo dei primi anni ottanta. La recessione d'inizio anni ottanta riflette difatti il mutamento in direzione restrittiva della politica monetaria internazionale. La ripresa dell'inflazione dal 1979, dopo il secondo shock petrolifero del '78, aveva difatti generato in tutti i paesi industrializzati un mix di politiche economiche, monetarie e fiscali, di segno restrittivo. Alla luce dell'esperienza della forte instabilità che era seguita al primo shock petrolifero, in quasi tutti i paesi furono adottate misure volte a determinare un rientro rapido dell'inflazione. In Italia la reazione giunse però in ritardo, solamente dal 1981. Per l'Italia, che stava in quegli anni cercando di perseguire una politica del cambio vincolata dagli accordi del Sistema monetario europeo, ne derivò una "disinflazione importata" che diede l'avvio anche a cambiamenti nei comportamenti interni, sfociati dopo qualche anno nell'abolizione della scala mobile. La recessione dei primi anni ottanta è ricordata principalmente perché essa diede l'avvio ad una importante fase di ristrutturazione dell'apparato industriale. La recessione dei primi anni ottanta evidenziò la necessità di abbandonare lo schema di politica economica degli anni settanta, dando inizio alla fase di risanamento della finanza pubblica e al rientro dell'inflazione. Idealmente, dal punto di vista istituzionale, il passaggio fondamentale fu rappresentato dal "divorzio" fra la Banca d'Italia e il Tesoro. Il processo di accumulazione del debito pubblico continuò però anche con la ripresa degli anni ottanta tendendo ad autoalimentarsi in presenza di un elevato valore della spesa per interessi sul debito accumulato, anche perché la politica di cambio imponeva elevati tassi d'interesse reali, situazione opposta a quella del precedente decennio. Anche la discesa dell'inflazione fu poi molto più graduale rispetto ad altre economie, e

diede luogo ad alcuni episodi di riallineamento del cambio della lira all'intero del Sistema monetario europeo. La svolta dei primi anni ottanta non fu quindi sufficiente a invertire in maniera definitiva le tendenze innescate nel corso del decennio precedente, tant'è che gli stessi problemi si ripresentarono all'appuntamento con la recessione successiva.

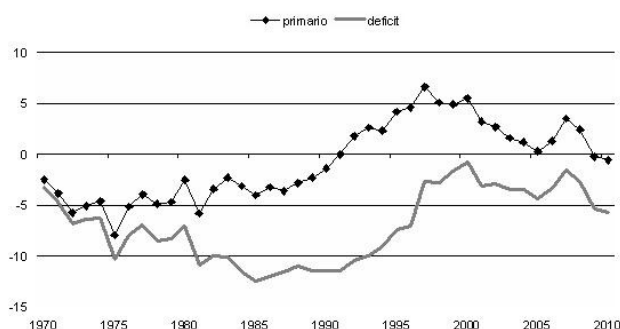
La recessione dei primi anni novanta trasse spunto anch'essa da un deterioramento del quadro internazionale. Un passaggio fondamentale fu rappresentato dalla svolta in chiave restrittiva della politica monetaria tedesca, che reagì alle tensioni inflazionistiche indotte dal boom post-unificazione. La risalita dei tassi d'interesse tedeschi sollecitò anche quelli italiani, ad essi legati in virtù della politica di cambio seguita all'epoca dall'Italia, all'intero del Sistema monetario europeo. L'aumento dei tassi rese insostenibile l'onere per il servizio del debito italiano, e la stretta monetaria internazionale provocò forti pressioni sul cambio, dando inizio ad una ampia svalutazione della lira.

La peculiarità di questa crisi è quindi che in essa un ruolo fondamentale fu giocato dalla dimensione del debito pubblico e dal materializzarsi di timori riguardo alla sua sostenibilità. L'Italia sfiorò difatti in quegli anni il *default* del debito. Le pressioni dei mercati imposero una correzione fiscale di dimensioni eccezionali e questo rese il *mix* di politica economica, su cui già gravava la risalita dei tassi d'interesse, ulteriormente restrittivo. Si verificò così un crollo della domanda interna compensato dalla contestuale accelerazione delle esportazioni, che trassero impulso dalla svalutazione del tasso di cambio.

In generale la situazione degli anni novanta evidenzia un forte squilibrio interno, caratterizzato da un valore del debito pubblico

elevato, sebbene in presenza di un tasso di risparmio delle famiglie italiane che all'epoca risultava parecchio elevato. La posizione finanziaria del settore privato non era affetta cioè da particolari problemi. Si può da un canto affermare che rispetto alle vicende di quegli anni la recessione internazionale fu lo spunto che diede l'avvio ad una fase di crisi che si fondava però su uno squilibrio interno. D'altra parte, il mutamento di regime che fu necessario attuare per affrontare la crisi non fu cosa da poco. Basti considerare che l'Italia, che intorno alla metà degli anni ottanta aveva un deficit pubblico pari al 12 per cento del Pil, e nel 1992 ancora superiore al 10 per cento realizzò un cambiamento di regime tale da raggiungere nel 1997 la soglia del 3 per cento necessaria per la qualificazione all'Unione monetaria. Nella sola fase di recessione dei primi anni novanta la dimensione della correzione realizzata può essere apprezzata ricordando che il saldo primario, in pareggio nel 1991, registrò un surplus del 4 per cento del Pil nel 1995 (si veda la FIG. 10).

FIG. 10: Italia: deficit pubblico e disavanzo primario (percentuali del Pil)



Previsioni REF per il 2009 e il 2010.

Le conseguenze della crisi per le famiglie furono quindi pesanti. Il *policy mix* restrittivo generò una caduta dei consumi di eccezionale portata,

nella media del 1993 la spesa delle famiglie registrò una contrazione pari al 3 per cento. Un altro aspetto della crisi dei primi anni novanta fu costituito dalla svalutazione del tasso di cambio e dalla contestuale adozione di misure di controllo delle aspettative d'inflazione, all'interno della cornice della politica dei redditi. Questo permise un ampio deprezzamento del tasso di cambio reale che mantenne la dinamica delle esportazioni su valori sostenuti. In conseguenza di ciò le imprese, almeno l'industria, poterono compensare il deficit di domanda interna attraverso un ciclo favorevole delle vendite sui mercati esteri; gli investimenti in macchinari recuperarono fra il 1994 e il 1995 le perdite del 1993.

Il passaggio congiunturale dei primi anni novanta costituì un momento di svolta per il paese, in quanto da esso ebbe inizio la politica di risanamento che avrebbe caratterizzato la politica economica italiana durante gli anni successivi, e che si sarebbe conclusa con l'ingresso dell'euro. Tra i passaggi più importanti si deve ricordare l'avvio nel 1992 della fase delle politiche dei redditi, con le quali si guidò il processo di rientro dell'economia italiana dall'inflazione. L'Italia completò poi negli anni successivi il percorso di convergenza, con l'adesione all'euro, e il rispetto dei limiti di Maastricht. Ci si era così dotati di un assetto che, in linea di principio avrebbe dovuto disinnescare i rischi di crisi della nostra economia. Le più gravi recessioni del passato erano difatti derivate dalla necessità di una inversione dell'orientamento della politica economica in risposta ad uno squilibrio interno. Era dunque ragionevole presumere che - una volta acquisite regole di bilancio tali da assecondare l'aggiustamento strutturale della finanza pubblica, e una volta importata la credibilità antinflazionistica che la nuova Banca centrale

europea aveva ereditato dalla Bundesbank - si sarebbe entrati in una fase di definitiva correzione degli squilibri macroeconomici, che avrebbe fatto da preludio ad una sostanziale stabilità dal punto di vista ciclico.

Le cose non sono però andate nella direzione desiderata, e non tanto per difetto delle politiche economiche interne (sebbene il completamento dell'aggiustamento della finanza pubblica abbia proceduto a rilento anche negli anni Duemila) ma soprattutto perché l'aumento del grado di integrazione, economica e finanziaria, iniziato sin dai primi anni novanta, ha accresciuto la convergenza dei cicli internazionali. Le ultime due recessioni, quella d'inizio decennio e soprattutto l'ultima, le abbiamo così completamente importate. In particolare, deve essere segnalato che, mentre in passato le recessioni venivano in qualche misura anche esacerbate dalla presenza di politiche economiche di segno restrittivo, le recessioni degli anni Duemila si sono prodotte in presenza di un mix di politiche economiche di carattere sostanzialmente espansivo.

La recessione dei primi anni Duemila ha rappresentato un momento di forte delusione in quanto (almeno dal punto di vista ideale) il completamento della fase di risanamento dei conti pubblici avrebbe dovuto essere seguito da una fase di aumento del nostro tasso di crescita. Viceversa, sono emerse difficoltà crescenti del sistema produttivo a sfruttare le potenzialità di sviluppo presentatesi con l'inversione del ciclo internazionale. Ciò che rende grave il ciclo dei primi anni Duemila non è quindi tanto l'intensità della sua caduta, ma piuttosto il fatto che ad esso non sia seguita una vera fase di ripresa. Fra i diversi fattori che hanno limitato la capacità di uscita dalla crisi ve ne è almeno uno su cui hanno insistito le analisi degli ultimi anni, rappresentato dalla somiglianza della

specializzazione dell'industria italiana rispetto a quella dei paesi emergenti asiatici, da cui sarebbe derivato uno spiazzamento delle nostre produzioni legato alle pressioni competitive derivanti dai guadagni di quote di mercato dei paesi asiatici. Gli anni Duemila sono stati quindi, per così dire, un periodo di costante e intensa ristrutturazione. Certo è che la recessione scoppiata nel 2008, pur essendo legata completamente a fattori di natura internazionale, ha colpito l'economia italiana in un momento molto difficile in quanto ha determinato una interruzione del processo di aggiustamento che sarebbe stato necessario per consentire alla nostra base produttiva di recuperare competitività.

Una seconda considerazione è legata al ruolo della politica di bilancio. Se le azioni messe in campo nell'ultimo ventennio erano riuscite a interrompere la traiettoria crescente del rapporto fra debito pubblico e Pil dell'Italia, restano comunque i problemi ereditati dalle politiche del passato, e soprattutto in relazione all'elevato valore assoluto di tale rapporto. Gli effetti della crisi sull'evoluzione spontanea delle poste di bilancio dell'economia italiana sono significativi, con un incremento tanto del deficit quanto del debito. In queste condizioni si può affermare che, pur essendo la crisi di carattere internazionale, essa non sfugge ad alcune peculiarità di carattere domestico che determineranno conseguenze serie negli anni a venire. In particolare, è evidente che la questione di come affrontare l'elevato debito pubblico italiano nei prossimi anni si pone in un'ottica ben diversa rispetto a prima della crisi.

2. MONETA E CREDITO ♦

Dopo il fallimento di Lehman Brothers e l'acuirsi della crisi finanziaria e economica nella zona-Euro la BCE ha iniziato una politica fortemente espansiva con riduzioni del Repo e massicce iniezioni di liquidità. Ne è derivata una significativa espansione della M1 e dell'acquisto di titoli pubblici da parte delle banche, che si è contrapposta a una decelerazione dell'aggregato ampio M3 e del credito al settore privato. Questa significativa flessione che ha contraddistinto l'evoluzione dei prestiti bancari nella seconda metà del 2009, avvenuta nonostante la diminuzione dei tassi bancari che si sono adeguati ai più bassi tassi ufficiali, è principalmente la conseguenza della bassa domanda di credito tipica delle fasi economiche recessive.

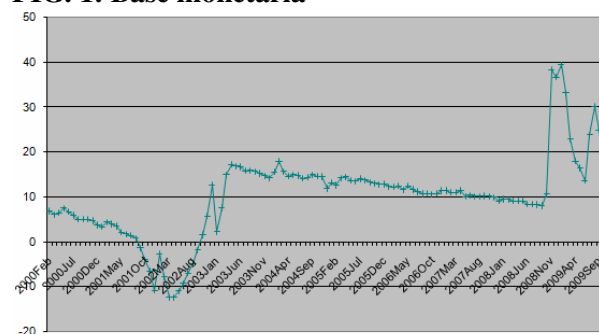
1. Moneta, credito al settore privato e finanziamento del debito pubblico

Evoluzione degli aggregati monetari

La crisi finanziaria esplosa nell'agosto del 2007 è stata affrontata per oltre un anno dalla BCE senza alterare significativamente il ritmo di creazione di base monetaria (composta da circolante e riserve bancarie presso la banca centrale). La FIG. 1 mostra come il tasso di crescita della base monetaria nell'area Euro sia stabile fino all'ottobre del 2008, anzi in leggera flessione. Da questa data – con l'aggravarsi della crisi anche in seguito al fallimento di Lehman Brothers – la gestione della liquidità è cambiata drasticamente: la creazione di base monetaria è stata massiccia; ciò è avvenuto contestualmente all'ampia riduzione dei tassi d'interesse ufficiali. In particolare, è cresciuta notevolmente l'immissione di liquidità tramite operazioni a medio-lungo

termine, anche grazie all'introduzione di operazioni con scadenza annuale. La liquidità immessa dalla BCE è stata in larga parte depositata dalle banche presso la banca centrale stessa, utilizzando la *marginal deposit facility*. Questo comportamento prudentiale delle banche si è andato attenuando nel corso del 2009, seppure non sia del tutto scomparso. Ciò ha consentito alla BCE di ridurre lo stock di base monetaria durante gli ultimi mesi dello scorso anno.

FIG. 1: Base monetaria



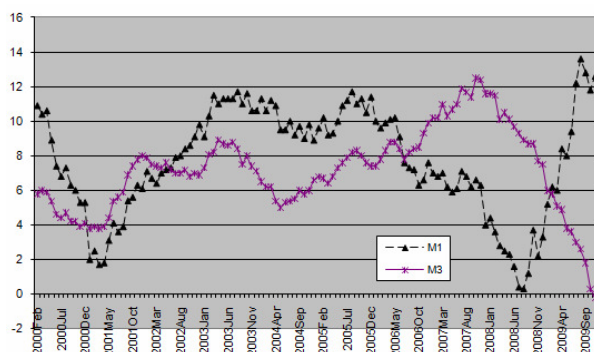
Per apprezzare l'impatto della gestione della liquidità da parte della BCE sull'evoluzione della moneta, abbiamo riportato nella FIG. 2 l'andamento di M1 e di M3. Come noto, M1 include solo il circolante e i depositi bancari a vista. M3 include, oltre a M1, altre passività bancarie (depositi e obbligazioni) con scadenza fino a due anni, nonché le quote di fondi comuni monetari e i pronti/termine con la clientela; M3 è anche l'aggregato di riferimento nella strategia di politica monetaria della BCE. Dalla figura emerge che le dinamiche dei due aggregati si sono mantenute coerenti tra di loro, tranne che nel periodo più recente. In particolare, a partire dall'ottobre del 2008 si assiste ad una vistosa accelerazione dell'aggregato più ristretto, mentre il contrario accade per l'aggregato più ampio. L'immissione di liquidità da parte della banca centrale non si è quindi tradotta in una crescita monetaria equivalente, se prendiamo come

♦ A cura di Angelo Baglioni, Andrea Monticini e Giovanni Verga.

riferimento M3; al contrario, essa ha avuto effetto solo sulla componente più liquida (M1).

Questa diversa evoluzione di M1 e di M3 è da ricondurre alla ricomposizione delle attività liquide detenute dal pubblico presso il sistema bancario. La reazione dei risparmiatori alla crisi finanziaria e di liquidità ha comportato un maggiore ricorso ai depositi a vista, a scapito di altri strumenti di raccolta bancaria. Ad ottobre 2009, i depositi a vista mostravano un tasso di crescita tendenziale del 12,9%, mentre i depositi a tempo (scadenza fino a due anni) mostravano una riduzione del 21,6%, i pronti/termine una diminuzione dell'11,8%, le obbligazioni bancarie un crollo del 49,2%.

FIG. 2: Moneta M1 e M3



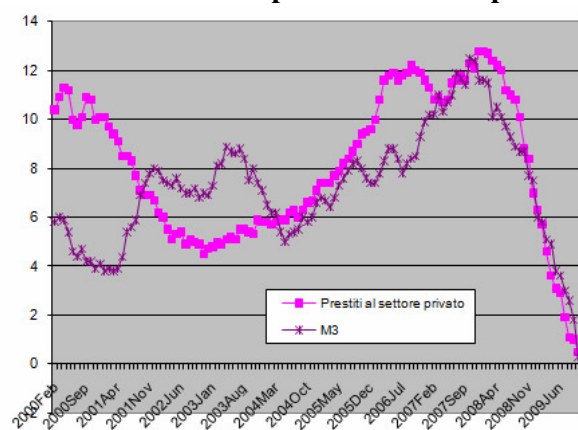
Moneta (M3) e prestiti al settore privato

Durante la recente crisi economica la trasmissione degli impulsi della politica monetaria al settore privato è stata deludente. Alla caduta del moltiplicatore monetario – misurato dal rapporto tra moneta M3 e base monetaria – si è accompagnato un forte rallentamento dei prestiti erogati dal sistema bancario al settore privato. La FIG. 3 mostra che, almeno nell'ultimo quinquennio, esiste una robusta relazione tra la dinamica della moneta nella sua definizione più ampia (M3) e quella dei prestiti bancari. E' altresì evidente il progressivo e vistoso rallentamento di

entrambi gli aggregati durante l'ultimo biennio, fino a raggiungere tassi di variazione prossimi allo zero alla fine del 2009.

Alla base del forte rallentamento nella dinamica dei prestiti bancari vi sono fattori sia di offerta che di domanda. Da un lato le banche sono divenute più prudenti nella concessione dei prestiti, percependo un aumento della rischiosità degli stessi. Per alcune banche può essere stato determinante anche il limite posto dai requisiti patrimoniali, in presenza di una erosione del patrimonio dovuta a perdite su crediti. D'altro lato la domanda di credito per investimenti è diminuita, come tipicamente accade durante una fase recessiva del ciclo economico. L'osservazione dei dati aggregati, relativi ai volumi scambiati sul mercato del credito, non consente di distinguere tra fattori di offerta e di domanda. Informazioni utili in questo senso possono essere tratte dall'indagine della banca centrale sul credito bancario (*Bank Lending Survey*).

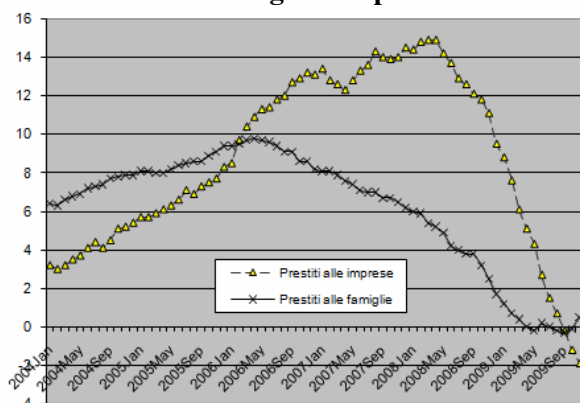
FIG. 3: Moneta M3 e prestiti al settore privato



La FIG. 4 mostra come il rallentamento degli scambi sul mercato del credito bancario nell'area euro abbia investito sia le imprese sia le famiglie. Il credito alle imprese aveva raggiunto tassi di crescita assai elevati (prossimi al 15%) prima della fase più acuta della crisi di liquidità (ottobre

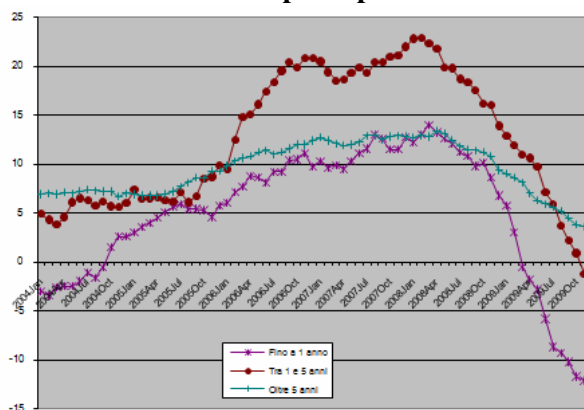
2008). I dati più recenti indicano invece una variazione negativa del volume dei prestiti al settore produttivo. Per quanto concerne le famiglie, il brusco rallentamento dei prestiti erogati ha investito sia il credito al consumo sia i mutui ipotecari.

FIG. 4: Prestiti a famiglie e imprese



La crisi di liquidità si è trasmessa dal sistema bancario al settore delle imprese, colpendo soprattutto i finanziamenti a vista e a breve termine (con scadenza fino a un anno). La FIG. 5 evidenzia come durante lo scorso anno questo tipo di finanziamenti sia andato progressivamente riducendosi, fino a raggiungere tassi di variazioni vicini al -12,0%.

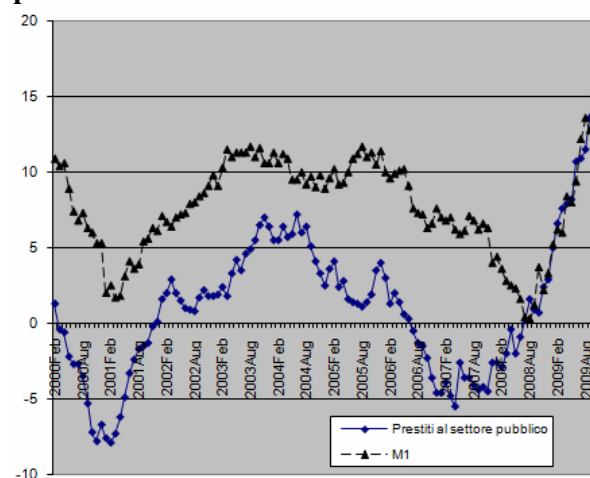
FIG. 5: Prestiti alle imprese per scadenza



Per loro natura, gli strumenti di finanziamento a medio e a lungo termine sono meno volatili; tuttavia anch'essi hanno subito un significativo rallentamento con l'avanzare della crisi economica.

Come si è visto finora, l'immissione di liquidità da parte della BCE, a partire dall'ottobre 2008, si è riflessa in una accelerazione della componente più liquida della moneta: M1. A ciò non ha corrisposto una analoga evoluzione della più ampia definizione di moneta (M3) e del credito al settore privato (famiglie e imprese). La crescita della liquidità ha trovato una contropartita nel finanziamento del settore pubblico da parte del sistema bancario. La FIG. 6 mostra come vi sia una relazione significativa tra l'evoluzione di M1 e quella del credito erogato dalle banche al settore pubblico, principalmente tramite l'acquisto di titoli; tale relazione sembra essere presente in tutto il decennio considerato, a partire dall'entrata in vigore dell'unione monetaria. Nella fase recente la relazione è ancora più marcata: i due aggregati mostrano tassi di crescita molto simili e in accelerazione.

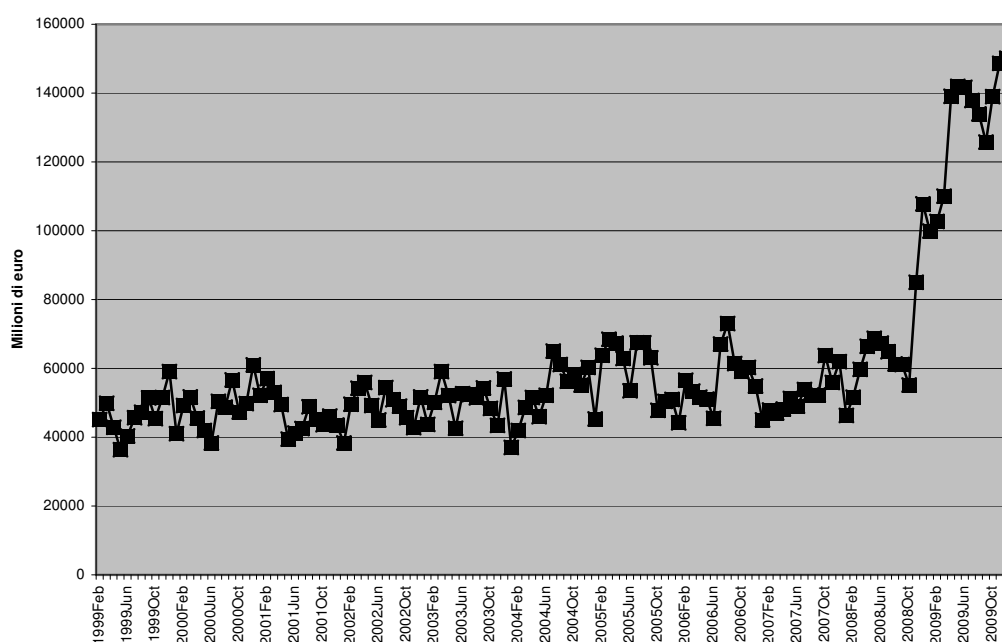
FIG. 6: Moneta M1 e prestiti al settore pubblico



La creazione di base monetaria, avvenuta a partire dall'ottobre 2008 nell'area euro, sembra in ultima analisi avere alimentato una sorta di finanziamento monetario del debito pubblico, seppure in via indiretta. Come noto, lo Statuto della BCE impedisce la forma tradizionale di monetizzazione del debito pubblico, quella *diretta*: essa consiste nell'acquisto di titoli pubblici da parte della banca centrale, pagati con base monetaria (passività a vista della banca centrale nei confronti del Tesoro). Possiamo descrivere il finanziamento monetario *indiretto* nel modo seguente: la banca centrale concede prestiti alle banche, creando base monetaria (le riserve bancarie, che sono passività a vista della banca centrale nei confronti delle banche). A loro

volta, le banche utilizzano queste riserve per acquistare titoli pubblici: nel momento in cui acquistano i titoli, le loro riserve presso la banca centrale vengono trasferite al Tesoro. Il risultato finale è che lo Stato emette debito che viene in ultima analisi finanziato con moneta: il bilancio consolidato del sistema bancario, compresa la banca centrale, mostra all'attivo i titoli pubblici e al passivo l'incremento di base monetaria a disposizione del Tesoro. La FIG. 7 mostra che i depositi delle Amministrazioni pubbliche centrali dell'area euro presso l'Eurosistema sono effettivamente aumentati in misura notevole a partire dal novembre del 2008, mentre erano stati relativamente stabili nel decennio precedente.

FIG. 7: Depositi delle amministrazioni centrali presso l'Eurosistema (base monetaria Tesoro)



2. Tassi di interesse e trasmissione della politica monetaria

Evoluzione della politica monetaria

Per comprendere l'impatto delle decisioni della BCE sul mercato dei tassi durante la crisi finanziaria è utile osservarne il comportamento attraverso lo studio degli interventi di politica

monetaria effettuati non solo nel periodo della crisi finanziaria ma a partire dal gennaio 2003.

Nella TAB. 1 sono sintetizzati gli interventi della BCE nel periodo Gennaio 2003 – 31 Dicembre 2009. Si osserva che la BCE si è riunita 85 volte, ossia una volta al mese nell'arco dei 7 anni considerati ad eccezione del 2008, dove si sono verificate 2 riunioni nel mese di Ottobre 2008. Gli interventi sui tassi di interesse sono stati effettuati in 18 riunioni, 8 delle quali concentrate nell'arco temporale di un anno (luglio 2008 – maggio 2009).

TAB. 1: Sintesi delle decisioni BCE nel periodo Gennaio 2003 – Dicembre 2009

BCE - Tasso di policy		
	N. riunioni	%
Non cambia:	67	78,8%
Cambia	18	21,2%
Variazione: +0,25	9	10,6%
-0,25	3	3,5%
-0,50	5	5,9%
-0,75	1	1,2%
Totale riunioni	85	100,0%

Nel 2003, in seguito alla recessione che aveva colpito l'economia dell'area euro nel 2001, la BCE ha abbassato per ben due volte i tassi di interesse: 25 punti base nel mese di Marzo e addirittura 50 punti base nel mese di Giugno, portando così i tassi ad un livello del 3%. Nel 2004 e per quasi tutto il 2005 la BCE non è intervenuta sui tassi di interesse, mentre alla fine del 2005 ha iniziato ad operare con una serie consecutiva di rialzi sempre di 25 punti base, intervenendo per ben otto volte fino al mese di Giugno 2007, quando i tassi hanno raggiunto il 5%. Lo scoppio della crisi finanziaria viene comunemente fatto risalire al 9 agosto 2007 quando la banca BNP Paribas ha congelato i

rimborsi di tre fondi di investimento; osservando il comportamento della BCE si nota che fino a Giugno 2008 non è stato effettuato alcun intervento di politica monetaria sui tassi. Si è dovuto attendere sino al mese di Luglio 2008 per un nuovo intervento della BCE che - un po' a sorpresa, data la situazione economica che già faceva intravedere una possibile fase recessiva - ha ulteriormente alzato i tassi di interesse di 25 punti base. Il comportamento della BCE in questo contesto ha suscitato non poche perplessità. Per valutare la scelta della BCE compiuta sui tassi nel Luglio 2008, è utile osservare il diverso comportamento della FED nello stesso periodo: da Agosto 2007 a Luglio 2008 la FED ha abbassato i tassi sui *federal funds* per ben due volte per complessivi 75 punti base.

Con il crack Lehman, la situazione economica dell'area euro si aggrava ulteriormente. La BCE si riunisce nuovamente il 2 Ottobre 2008 ma, contrariamente alle aspettative, decide di lasciare i tassi invariati. Insolitamente, considerando la prassi di una sola riunione al mese, la BCE si riunisce per una seconda volta nel mese di Ottobre a distanza di soli sei giorni. In questa riunione viene deciso di abbassare i tassi di 50 punti base. A partire da questa data e fino a Maggio 2009 la BCE ha abbassato altre sei volte i tassi per un totale di 275 punti base.¹

Nella FIG. 8 riportata di seguito si mostra l'andamento del tasso di rifinanziamento principale in seguito agli interventi di politica monetaria della BCE.

Una volta osservato il comportamento della BCE nelle decisioni di politica monetaria, risulta interessante analizzare l'impatto che questo ha avuto nei tassi di interesse che le banche praticano all'economia sia a medio che a lungo termine.

¹ La BCE ha diminuito i tassi in tutte le riunioni mensili, tranne Febbraio 2009.

FIG. 8: BCE Tasso di policy

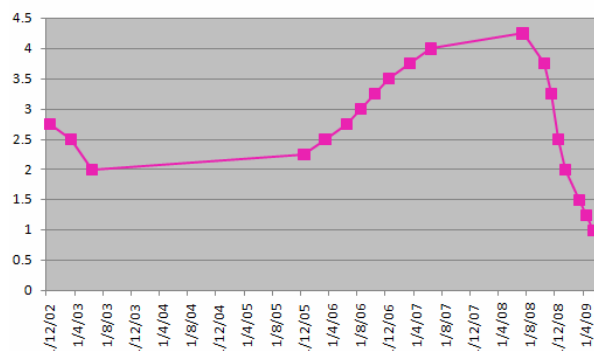
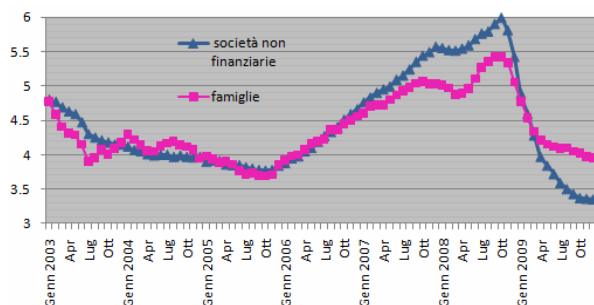


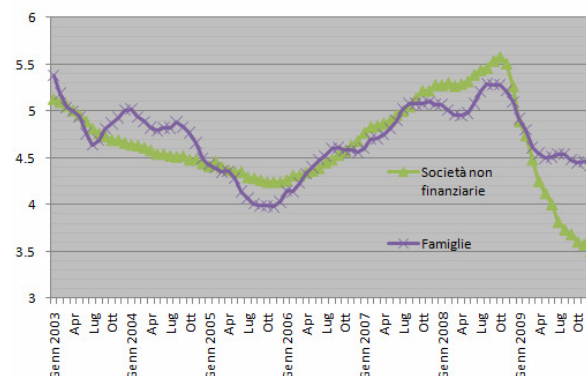
FIG. 9: Andamento dei tassi praticati dalle banche alle società non finanziarie e famiglie per l'acquisto di case. Scadenze 1-5 anniFonte BCE



In primo luogo si analizza la scadenza tra uno e cinque anni. Nella FIG. 9 sono riportati gli andamenti dei tassi applicati dalle banche dell'area euro a due differenti categorie di operatori economici: prestiti a società non finanziarie e prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni. Come si può osservare dalla figura, nel periodo compreso tra il 2003 ed il 2005 si è assistito ad una generale diminuzione dei tassi. Con il 2006 si interrompe la discesa e si evidenzia un generale aumento, in special modo per quelli relativi ai prestiti alle imprese che, nel periodo compreso tra il mese di Gennaio 2007 ed il mese di Ottobre 2008, sono più elevati di quelli praticati alle famiglie; si suppone che la crisi economica abbia indotto le banche a ritenere più rischiose le imprese delle famiglie e quindi a richiedere un più elevato premio per il rischio.

Nella FIG. 10 si osserva l'andamento dei medesimi tassi ma con scadenza compresa tra i cinque ed i dieci anni. L'andamento è molto simile a quello descritto in precedenza, in quanto anche in questo caso i tassi relativi ai prestiti alle imprese, nel periodo compreso tra il mese di Gennaio 2007 ed il mese di Ottobre 2008, sono più elevati di quelli praticati alle famiglie, anche se in misura meno marcata. Al contrario, con la fine del 2008, si è registrata una inversione di tendenza, in quanto i tassi praticati per i prestiti alle imprese risultano di gran lunga inferiori rispetto a quelli praticate alle famiglie.

FIG. 10: Andamento dei tassi praticati dalle banche alle società non finanziarie e famiglie per l'acquisto di case. (scadenza 5-10 anni)Fonte BCE



Diventa a questo punto possibile – dopo aver analizzato il comportamento della BCE nelle decisioni di politica monetaria e delle conseguenze sul mercato dei prestiti - stimare, attraverso un esercizio econometrico, l'impatto che le decisioni di *policy* della BCE hanno avuto sui suddetti tassi.

In particolare, sono state effettuate quattro distinte regressioni: nella prima la variabile dipendente è rappresentata dai tassi di interesse tra uno e cinque anni praticati alle imprese; nella seconda la variabile dipendente è rappresentata dai tassi di interesse praticati dalle banche alle famiglie per

prestiti tra uno e cinque anni; nella terza la variabile dipendente è rappresentata dai tassi di interesse praticati dalle banche alle imprese per prestiti tra cinque e dieci anni; nella quarta, la variabile dipendente è rappresentata dai tassi di interesse praticati dalle banche alle famiglie per prestiti tra cinque e dieci anni. La variabile indipendente, comune a tutte le regressioni, è la manovra sui tassi operata dalla BCE.

Si riportano nella TAB. 2 i risultati delle regressioni:

TAB. 2: Le risposte dei tassi di interesse praticati dalle banche a seguito delle decisioni di politica monetaria della BCE

	Tassi tra 1 e 5 anni		Tassi tra 5 e 10 anni	
	Reg 1	Reg 2	Reg 3	Reg 4
	Imprese	Famiglie	Imprese	Famiglie
Cost.	0	0	0	0
Risp. tassi	0,43***	0,327***	0,27***	0,22***
D.W.	1,61	1,38	1,42	1,54
Adj. R ²	0,44	0,36	0,34	0,31

(***) denota la significatività statistica della stima.

Fonte nostre elaborazioni su dati BCE.

Come si può osservare dalla TAB. 2, la costante non è significativa in nessuna regressione, mentre la risposta dei tassi di mercato è apprezzabile. Ad esempio, il coefficiente di risposta è pari 0,43 per i tassi di interesse praticati dalle banche alle imprese nel medio termine. Questo significa che un aumento dell'1% nei tassi di *policy* da parte della BCE si è tradotto in un aumento dei tassi sui prestiti alle imprese di 43 punti base. La risposta delle banche alle decisioni di politica monetaria della BCE è stata leggermente inferiore per il tasso sui prestiti praticati dalle banche alle famiglie per l'acquisto della casa. Infatti, in questo caso, un aumento dell'1% dei tassi operato dalla BCE si è tradotto in un aumento dei tassi alle famiglie di 33 punti base. In modo analogo

possono essere interpretati i risultati per le regressioni riguardanti i tassi a più lungo termine. Infine, merita sottolineare come la trasmissione degli impulsi di politica monetaria da parte della BCE sia maggiore per i tassi a più breve termine. Tutto ciò non deve sorprendere perché la struttura temporale dei tassi è tale per cui, più si allunga l'orizzonte temporale, più è determinata dalle aspettative di inflazione ed in misura via via minore dalle decisioni della banca centrale.

3. Le informazioni ricavabili dall'indagine sul credito bancario nell'area Euro

A partire dall'inizio del 2003, la Banca Centrale Europea effettua ogni 3 mesi un'indagine sulle condizioni del credito nella zona-Euro avvalendosi della collaborazione delle banche centrali nazionali. La più recente di queste indagini è apparsa sul numero di febbraio 2010 del *Bollettino Mensile*. Essa è stata condotta tra il 7 dicembre 2009 e l'8 gennaio 2010 dall'Eurosistema.

Queste indagini, che riguardano tutto un complesso di domande (si veda l'*Appendice* al presente capitolo), cui si aggiungono saltuariamente alcuni quesiti ad hoc su qualche particolare aspetto della situazione congiunturale, sono espressi in termini numerici mediante l'aggregazione delle risposte di un campione di istituti. Delle tre metodologie utilizzate per aggregare le singole risposte la nostra preferenza è andata alle serie composte secondo il cosiddetto criterio del *diffusion percent*, in cui le risposte qualitative (--, -, 0, +, ++) sono pesate con i valori -2, -1, 0, +1, +2. Un valore positivo dell'indice riportato nelle tabelle della BCE corrisponde *sempre* a un aumento di *restrizione* o ad un *peggioramento delle condizioni* se si riferisce alle banche: corrisponde invece a un *aumento* per

quanto riguarda la *domanda* di credito e le sue determinanti.

Uno dei vantaggi di queste *survey* è la possibilità di accedere ad informazioni non altrimenti disponibili nelle normali serie statistiche. Per esempio, per quanto riguarda il credito bancario, le serie tradizionali riportano l'ammontare effettivo senza distinguere tra domanda e offerta; l'indagine dà invece, seppure solo in termini qualitativi, informazioni sull'evoluzione della domanda da parte di imprese e famiglie. Lo stesso rilevante contenuto informativo si ha per molte altre serie economiche che entrano nell'indagine e che invece sfuggono alla tradizionale rilevazione statistica quantitativa.

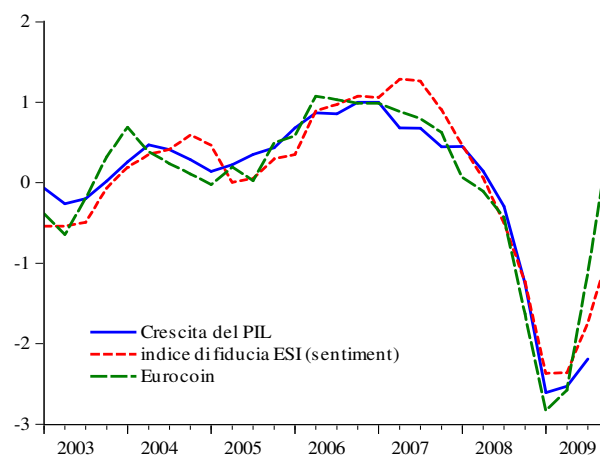
Il punto di partenza della nostra analisi, volta a stabilire i legami tra le diverse variabili di *survey*, e tra queste e alcune variabili economiche che ritenevamo particolarmente rilevanti (e qui di seguito elencate) è stato il calcolo dei loro coefficienti di correlazione. Successivamente - visto che le informazioni ricavabili dai coefficienti di correlazione erano abbastanza modeste - si è passati all'impiego della tecnica statistica delle regressioni.

Le variabili "tradizionali" che abbiamo ritenuto utile esaminare oltre a quelle che emergono dall'indagine sul credito sono le seguenti:

- Indice rappresentativo della situazione congiunturale della zona-Euro. Le variabili prese in considerazione sono la crescita del PIL, l'indice Eurocoin e l'indice di fiducia (*sentiment*) dell'economia (ESI) di Eurostat. Il loro andamento è in realtà analogo (FIG. 11) e la scelta è caduta sull'ESI solo perché esistono analoghi indici settoriali e nazionali per eventuali confronti. Il PIL ha il difetto di essere conosciuto con ritardo e i suoi valori rimangono "provvisori" per molto tempo.

- Crescita effettiva degli impieghi bancari.
- "Rischio" del mercato interbancario, sintetizzato da differenziale fra Euribor e OIS.
- Misura della liquidità del sistema, data dal rapporto tra la somma dei depositi *overnight* presso la BCE, al netto delle operazioni di rifinanziamento marginale con le riserve in eccesso, diviso per il totale della creazione di liquidità da parte della Banca Centrale.

FIG. 11: Tre diversi indicatori congiunturali



Fonte: BCE, Eurostat, Eurocoin, valori standardizzati.

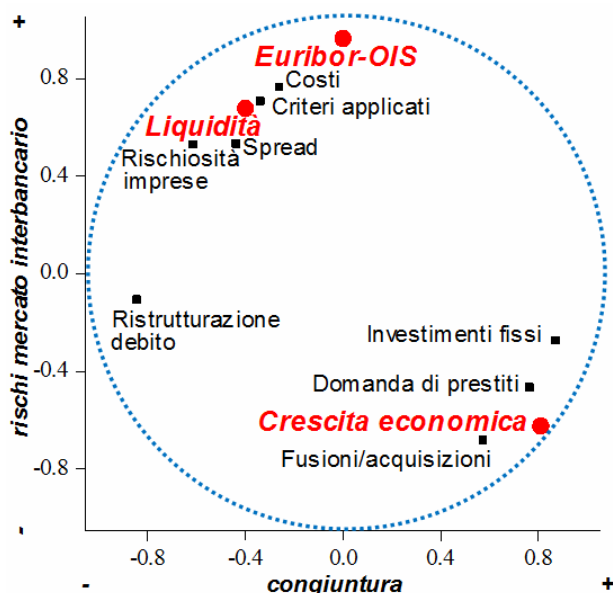
Il periodo considerato va dal primo trimestre 2003 (primo dato disponibile nell'indagine) al quarto trimestre 2009. Lo scopo dell'analisi è la spiegazione economica dell'andamento delle principali variabili fornite dall'indagine della BCE. In particolare si è cercato di stabilire se l'attuale bassa crescita degli impieghi sia il riflesso di una scarsa domanda e delle negative condizioni di mercato o il risultato di un comportamento particolare dell'offerta, riconducibile alla presenza di razionamento da parte delle banche. Anticipiamo che la prima ipotesi sembra di gran lunga la più probabile.

Una prima visione di sintesi dei principali legami storici tra le variabili di *survey* della BCE con un

indicatore congiunturale e uno di rischio del mercato monetario sono riportate della FIG. 12, che si riferisce al solo caso del *credito alle imprese*.

In questa figura, costruita col metodo delle “componenti principali”, le variabili “vicine” fra loro corrispondono a variabili che tendono a muoversi in sintonia, le variabili che si trovano in punti opposti della circonferenza riportata nel grafico tendono invece a muoversi in direzione opposta. La posizione rispetto agli assi rivela l’influenza positiva o negativa che la congiuntura reale e i rischi dell’interbancario hanno sulle variabili considerate: più i punti sono a destra e più il valore della variabile è elevato in caso di congiuntura economica favorevole; più sono in alto e più il loro valore è elevato in caso di mercato monetario rischioso.

FIG. 12: Rappresentazione grafica dei legami tra le principali variabili



Nostra elaborazione su dati Eurostat e BCE.

Lo scenario che emerge si presta ad una semplice interpretazione: quando la congiuntura economica

è favorevole e il rischio nel mercato monetario è contenuto, cresce la domanda di prestiti, sia quella complessiva che quella rivolta specificatamente a investimenti fissi e a sostenere operazioni di M&A. Quando la congiuntura è negativa e il mercato interbancario è rischioso, le banche hanno maggiori problemi di indebitamento (costi di raccolta più alti) e diventano più restrittivi i criteri per l’approvazione dei prestiti e l’apertura di linee di credito; nel contempo, e soprattutto per effetto dell’andamento congiunturale negativo, aumentano la rischiosità delle imprese e gli *spread* applicati alla clientela. La domanda di prestiti per la ristrutturazione del debito aumenta in fase congiunturale negativa ma in presenza di situazione del mercato monetario non eccessivamente compromessa. E’ interessante notare che la liquidità erogata dalla BCE alle banche è stata elevata solo nel recente periodo contrassegnato da bassa crescita economica e difficoltà nel mercato interbancario.

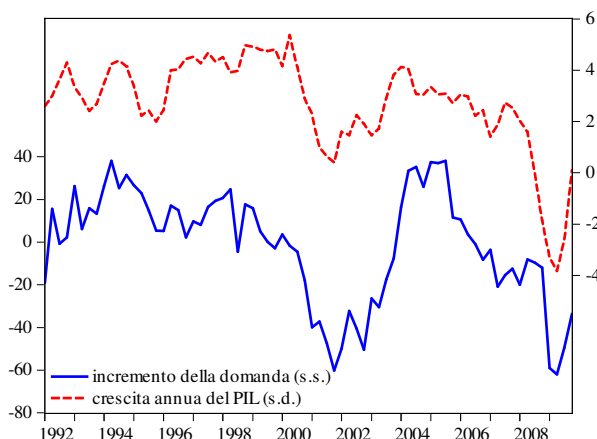
Come già accennato in precedenza, un punto fondamentale - anche a livello di dibattito politico-economico - riguarda la causa della bassa crescita degli impieghi: la crescita è bassa perché è mediamente scarsa la domanda o perché le banche sono immotivatamente restie a concedere prestiti e quindi “razionano” il credito alle imprese? A questo proposito la FIG. 12 sembra suggerire una risposta univoca: per quanto riguarda le imprese (il caso delle famiglie sarà brevemente accennato più avanti), la crescita dei prestiti nella zona-Euro è modesta perché in fasi congiunturali recessive è scarsa la domanda (anche la domanda di risorse da destinare agli investimenti fissi e alle operazioni di M&A).

E questo vale non solo per la zona-Euro, dove per mancanza di dati non è possibile confrontare l’attuale fase congiunturale negativa con le precedenti fasi, ma anche negli USA dove un

raffronto è possibile con la precedente fluttuazione congiunturale nel periodo che va dal primo trimestre 2001 al secondo trimestre 2004, e dove il parallelismo tra la crescita economica e la crescita della domanda di credito da parte delle imprese è evidente (FIG. 13).

Sempre negli Stati Uniti è anche evidente come nelle fasi congiunturali negative aumenti lo *spread* richiesto dalle banche sulla remunerazione dei prestiti e, nel contempo, diventino più selettivi i criteri adottati (standard) nei confronti della clientela (FIG. 14)

FIG. 13: Crescita annua del PIL e variazione della domanda di credito negli USA



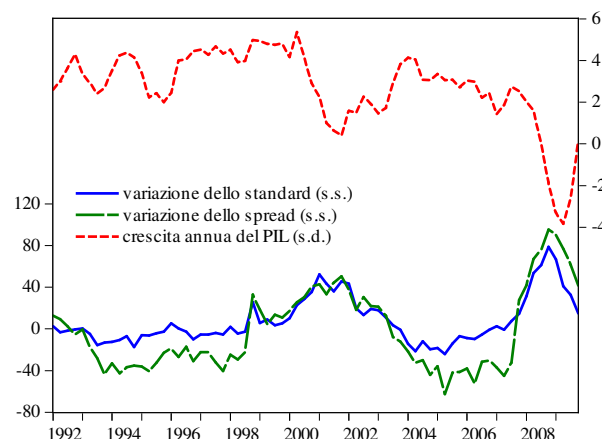
Fonte: Fed.

Confrontando i due episodi, però, non sembra di rilevare un comportamento significativamente diverso, almeno da un punto di vista qualitativo. Anche se la diminuzione della domanda è stata minore nell'ultima fase recessiva, la variazione dello *spread* e degli standard sembra analoga: le condizioni più restrittive praticate dalle banche sembrano giustificate dalla più profonda crisi che ha colpito l'economia americana (FIG. 15).

In particolare, per quanto riguarda lo standard (ma lo stesso vale per lo *spread*), il suo maggior

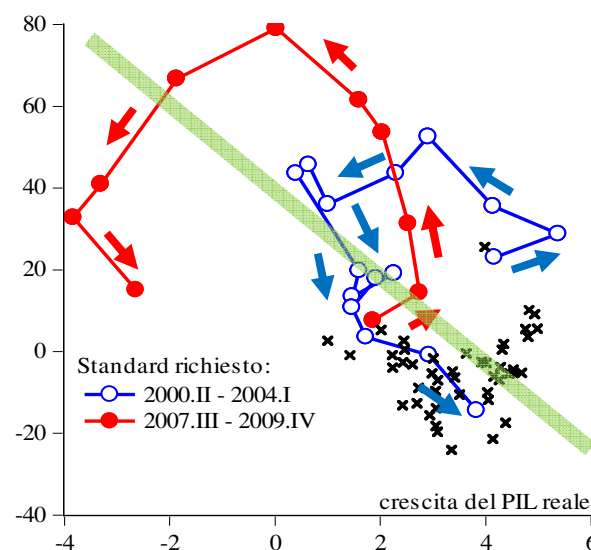
incremento è correlato alla maggior caduta del PIL.

FIG. 14: Crescita annua del PIL e variazione dello *spread* e dello standard sul credito negli USA



Fonte: Fed.

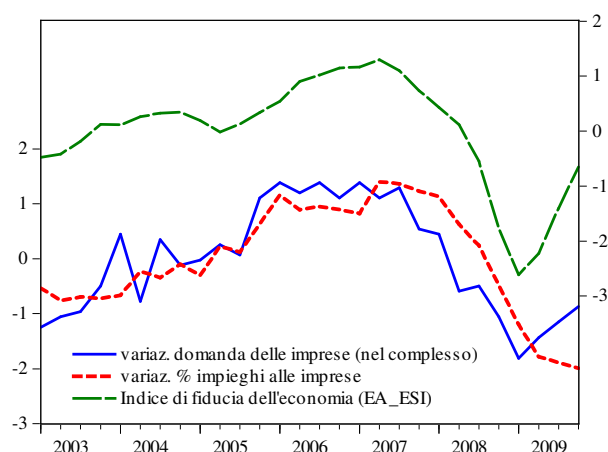
FIG. 15: Crescita annua del PIL degli USA e lo standard sul credito: due crisi economiche a confronto



Fonte: Fed (le crocette corrispondono alle osservazioni esterne alle fluttuazioni economiche).

Tornando al caso europeo, è evidente il parallelismo tra la crescita degli impieghi delle imprese e l'andamento della domanda della clientela riportata nelle indagini, con la domanda che *precede* l'andamento degli impieghi e con entrambi che si muovono parallelamente all'indice di fiducia (*sentiment*) dell'Eurostat per l'intera l'economia della zona-Euro (indice ESI) (FIG. 16).

FIG. 16: Indice di fiducia dell'economia (ESI), variazione della domanda di credito e crescita del credito alle imprese



Fonte: Eurostat e BCE, valori standardizzati.

Per approfondire il significato economico delle relazioni tra le diverse variabili creditizie si deve, però, passare a questo punto a utilizzare la tecnica statistica delle regressioni.

Il primo risultato che emerge dall'applicazione di questa metodologia è che la variazione della domanda di prestiti da parte delle imprese europee (sia piccole-medie (C^D_{MEPI}), sia grandi (C^D_{GRANDI})) oltre a dipendere positivamente dall'andamento della congiuntura economica (indice ESI) -che ne è la principale variabile

esplicativa² - è significativamente influenzata in senso negativo dal rendimento dell'Euribor a 3 mesi deflazionato per la crescita dei prezzi alla produzione (R3-INFL) e dall'indice di *survey* relativo alla variazione del "margine della banca per la media dei prestiti", cioè allo *spread* richiesto dagli istituti di credito (SPREAD):³

$$C^D_{MEPI} = -51,47 + 0,53 \times ESI - 0,61 \times (R3-INFL)_{t-1} - 0,18 \times SPREAD_{t-1} ; (R^2=0,91)$$

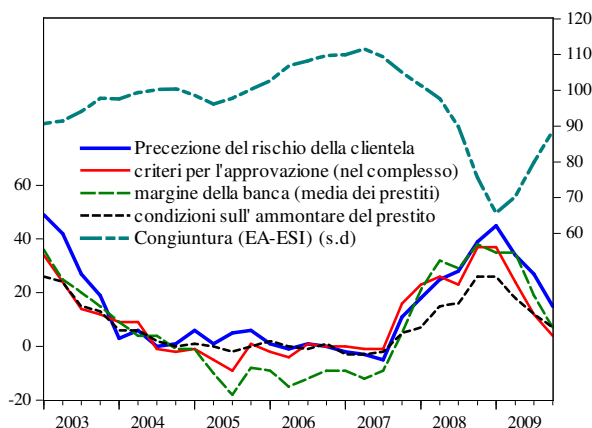
$$C^D_{GRANDI} = -47,41 + 0,45 \times ESI - 0,82 \times (R3-INFL)_{t-1} - 0,20 \times SPREAD_{t-1} ; (R^2=0,91)$$

In altri termini, la domanda di credito da parte delle imprese si riduce (a) quando l'economia attraversa una fase negativa come quella attuale, e (b) quando per le imprese sia il tasso reale sia lo *spread* richiesto dalle banche sono elevati. Si noti, tra l'altro, che quando lo *spread* richiesto dalle banche è elevato sono normalmente più restrittive anche tutte le altre condizioni di erogazione del credito (garanzie, scadenze, etc.), e che questo fenomeno è tipico delle fasi congiunturali deboli (FIG. 17).

² Spiega circa il 50-60% di quanto spiegato da tutte le variabili messe insieme. Il suo impatto complessivo è ancora più forte se si considera anche il suo effetto indiretto che passa tramite la sua influenza sulle altre due variabili e di cui si dirà più avanti nel testo.

³ Le equazioni riportate hanno solo lo scopo di confermare la affermazioni di volta in volta sostenute e pertanto possono essere tralasciate nella lettura del testo. I coefficienti riportati sono tutti significativi all'1%. Il metodo di stima è l'OLS con la significatività dei coefficienti aggiustata col procedimento di Newey-West HAC Standard Errors & Covariance. Le variabili relative al trimestre corrente sono riportate senza pedice, quelle relative al trimestre precedente sono contrassegnate dal pedice t-1, quelle relative a due trimestri prima con t-2, etc..

FIG. 17: Indice di fiducia dell'economia (ESI), percezione del rischio da parte delle banche e condizioni sui prestiti



Fonte: Eurostat e BCE.

Passando invece alla crescita effettiva dei prestiti delle imprese (ΔIMP), la nostra analisi mostra come le erogazioni presentino una certa inerzia nei confronti del loro passato andamento (indicatori di una certa lentezza nel soddisfare le domande) e dipendano positivamente dalla variazione della domanda del trimestre precedente ($C_{MEPI}^D + C_{GRANDI}^D$)_{t-1} e negativamente dal differenziale tra Euribor e OIS ($R1-OIS1$) - che è una misura dei problemi attraversati dal mercato interbancario:

$$\Delta IMP = 0,67 + 0,047 \times (C_{MEPI}^D + C_{GRANDI}^D)_{t-1} - 0,88 \times (R1-OIS1) + 0,73 \times \Delta IMP_{t-1} ; (R^2=0,94)$$

La crescita dei prestiti erogati dalle banche tende quindi ad adeguarsi alla domanda, ma durante i trimestri contrassegnati dalla crisi finanziaria le erogazioni hanno risentito delle condizioni di rischio e di scarsa liquidità del mercato monetario. Attualmente, però, il differenziale tra Euribor e OIS si è quasi annullato e di conseguenza la causa della bassa crescita dei prestiti alle imprese va sostanzialmente ricondotta alla loro *scarsa domanda*.

L'interpretazione economica di questo risultato è assolutamente plausibile se si tiene conto che lo *spread* preteso dalle banche aumenta sia all'aumentare della loro percezione del rischio sui settori e le imprese finanziate (*RISCHIO*), sia al manifestarsi di problemi relativi alla propria posizione di liquidità (*BLIQ*):

$$SPREAD = -9,01 + 0,85 \times RISCHIO + 1,24 \times BLIQ ; (R^2=0,94)$$

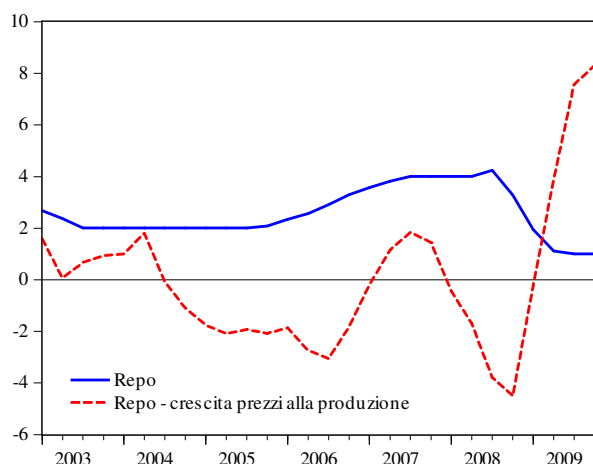
Questi due fattori, a loro volta, sono rispettivamente influenzati dalla congiuntura economica (*ESI*) e dal differenziale Euribor-OIS e la liquidità del sistema bancario nel suo complesso (*LIQTOT*):

$$RISCHIO = 27,24 + 0,68 \times RISCHIO_{t-1} - 0,43 \times \Delta ESI - 0,24 \times ESI_{t-1} ; (R^2=0,92)$$

$$BLIQ = 0,61 \times BLIQ + 19,15 \times (R1-OIS1) - 26,59 \times LIQTOT ; (R^2=0,94)$$

In altri termini, la crisi economica e finanziaria ha reso più restrittive le condizioni richieste dalle banche che si sono trovate davanti a una clientela di qualità peggiore e hanno dovuto affrontare situazioni di scarsità di liquidità. Anche se questo problema è stato in buona parte risolto grazie alla forte iniezione di base monetaria operata dalla BCE, la diminuzione dei prezzi alla produzione ha reso più elevati i tassi reali (FIG. 18) - aumentati anche per gli aumenti degli *spread* sui tassi attivi - il cui effetto depressivo si è così sommato alla già significativa riduzione della domanda di credito riconducibile al cattivo andamento della congiuntura economica. La conseguenza di tutto ciò è stata una netta caduta del ritmo di crescita degli impieghi delle imprese (TAB. 3).

FIG. 18: Andamento del Repo e del suo valore deflazionato per l'indice dei prezzi alla produzione



Fonte: BCE

TAB. 3: Prestiti delle IMF al settore privato: crescita 2009 su stesso trimestre 2008

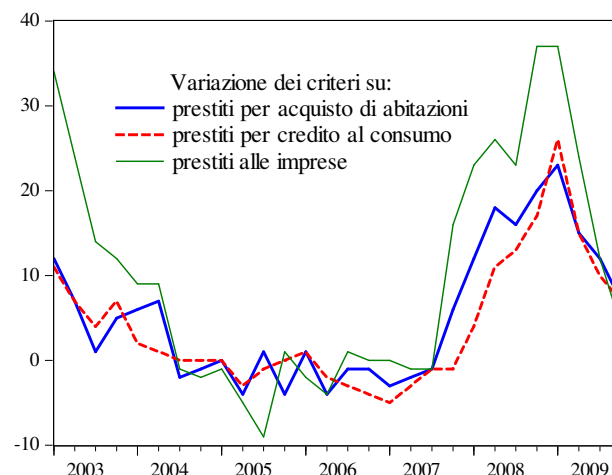
2009	I	II	III	IV
Società non finanziarie	8,1	4,6	1,1	-1,4
Fino a 1 anno	4,0	-2,6	-8,7	-12,0
Famiglie	1,0	0,0	-0,1	0,3
Credito al consumo	1,2	-0,4	-1,0	-1,0
Mutui per abitazioni	0,7	-0,2	-0,3	0,2

Fonte: BCE

I risultati dell'analisi condotta per le imprese sono sostanzialmente validi anche per il caso delle famiglie.

Come per le imprese, le variazioni dei criteri applicati per l'approvazione dei prestiti e l'apertura di linee di credito alle famiglie hanno subito un deterioramento durante la fase di crisi (FIG. 19), anche se l'oscillazione è stata minore sia nel comparto del credito immobiliare che in quello del credito al consumo.

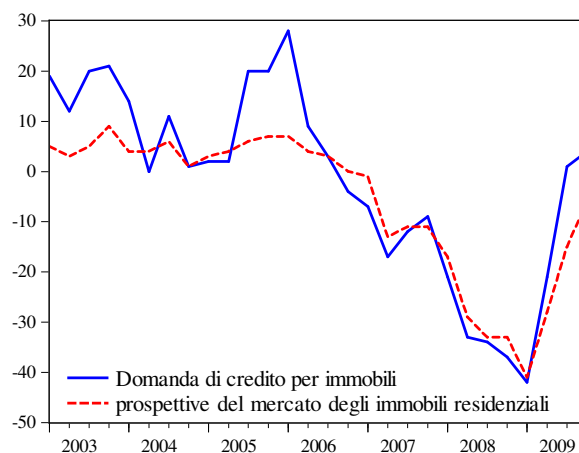
FIG. 19: Variazione dei criteri complessivi per l'approvazione dei prestiti



Fonte: BCE

Anche la domanda di credito da parte delle famiglie risulta influenzata dall'andamento dell'economia. In particolare, la domanda per l'acquisto di abitazioni risente pesantemente delle prospettive del settore degli immobili residenziali (FIG. 20).

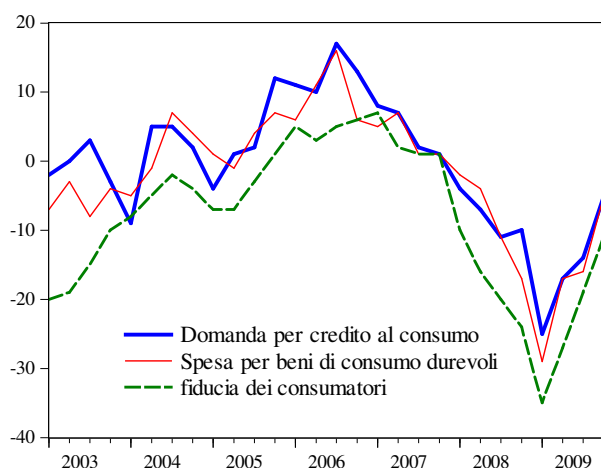
FIG. 20: La domanda di credito per l'acquisto di abitazioni



Fonte: BCE

La domanda per il credito al consumo è invece legata all'andamento della fiducia dei consumatori (misurata dall'indice EA-CONS di Eurostat), che ha riflessi negativi soprattutto sull'indebitamento per l'acquisto di beni durevoli (FIG. 21).

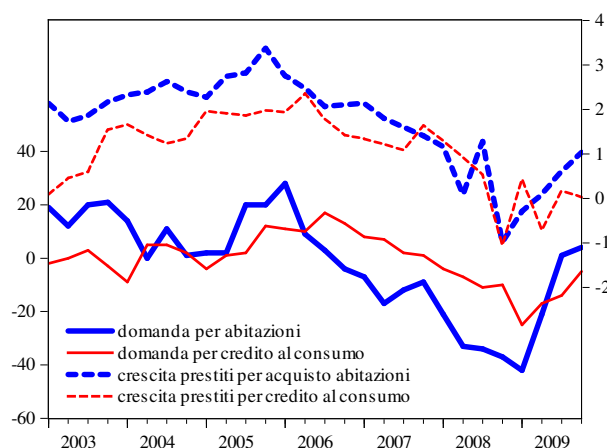
FIG. 21: La domanda per il credito al consumo



Fonte: BCE e Eurostat

Come nel caso delle imprese, comunque, la crescita del credito erogato dalle banche ha un andamento parallelo a quello della corrispondente domanda (FIG. 22).

FIG. 20: La domanda di credito da parte delle famiglie e erogazioni



Si conferma così che anche in questo caso la domanda di credito assume un ruolo fondamentale nel determinare l'ammontare delle erogazioni che, tra l'altro, nel caso delle famiglie, si adeguano con minor ritardi alle esigenze della clientela.

APPENDICE

Indagine sulle condizioni del credito nella zona-Euro: Questionario

Tabella 1 - Variazione dei criteri applicati per l'approvazione di prestiti e l'apertura di linee di credito a favore delle imprese (domande nn. 1 e 6)

- Nel complesso
- Prestiti alle piccole e medie imprese
- Prestiti alle grandi imprese
- Prestiti a breve termine
- Prestiti a lungo termine

Tabella 2 - Importanza relativa dei fattori per i criteri applicati nell'approvazione di prestiti e l'apertura di linee di credito a favore delle imprese ("Nel complesso" (domanda n. 2))

- A) Costi di provvista e vincoli di bilancio:
 - costi connessi con la posizione patrimoniale della banca
 - capacità della banca di finanziarsi sul mercato (ad esempio quello monetario od obbligazionario)
 - posizione di liquidità della banca
- B) Pressione concorrenziale:
 - da parte delle altre banche
 - da parte delle istituzioni non bancarie
 - da parte delle fonti di finanziamento di mercato
- C) Percezione del rischio:
 - attese riguardo all'attività economica in generale
 - prospettive relative a particolari settori o imprese
 - rischi sulle garanzie

Tabella 3 - Termini e condizioni praticati dalla vostra banca per l'approvazione di prestiti e l'apertura di linee di credito a favore delle imprese (domanda n. 3)

- A) Prezzo
 - margine della banca per la media dei prestiti (aumento del margine = irrigidimento; diminuzione del margine = allentamento)
 - margine della banca sui prestiti più rischiosi
 - oneri aggiuntivi oltre agli interessi
- B) Altri termini e condizioni
 - ammontare del prestito o della linea di credito
 - attività richieste a garanzia
 - particolari clausole contrattuali
 - scadenze



Tabella 4 - Variazione della domanda di prestiti e linee di credito da parte delle imprese, escludendo le normali oscillazioni stagionali (domande nn. 4 e 7)

- Nel complesso
- Prestiti alle piccole e medie imprese
- Prestiti alle grandi imprese
- Prestiti a breve termine
- Prestiti a lungo termine

Tabella 5 - Importanza relativa dei fattori per la domanda di prestiti e linee di credito da parte delle imprese ("Nel complesso"; domanda n. 5)

- A) Esigenze di fondi
- investimenti fissi
 - scorte e capitale circolante
 - fusioni/acquisizioni e ristrutturazione degli assetti societari
 - ristrutturazione del debito
- B) Ricorso a fonti di finanziamento alternative
- autofinanziamento
 - prestiti erogati dalle altre banche
 - prestiti erogati dalle istituzioni non bancarie
 - emissione di titoli di debito
 - emissioni azionarie

Tabella 6 - Variazione dei criteri applicati per l'approvazione di prestiti e l'apertura di linee di credito a favore delle famiglie (domande nn. 8 e 16)

- Prestiti per l'acquisto di abitazioni
- Credito al consumo e altri prestiti

Tabella 7 - Importanza relativa dei fattori per i criteri applicati nell'approvazione di prestiti a favore delle famiglie per l'acquisto di abitazioni (domanda n. 9)

- A) Costi di provvista e vincoli di bilancio
- B) Pressione concorrenziale
- da parte delle altre banche
 - da parte delle istituzioni non bancarie
- C) Percezione del rischio
- attese riguardo all'attività economica in generale
 - prospettive del mercato degli immobili residenziali

Tabella 8 - Termini e condizioni praticati dalla vostra banca per l'approvazione di prestiti a favore delle famiglie per l'acquisto di abitazioni (domanda n. 10)

- A) Prezzo
- margine della banca per la media dei prestiti (aumento del margine = irrigidimento; diminuzione del margine = allentamento)
 - margine della banca sui prestiti più rischiosi
- B) Altri termini e condizioni
- garanzie richieste
 - rapporto fra il valore del prestito e quello delle garanzie
 - scadenze
 - oneri aggiuntivi oltre agli interessi

Tabella 9 - Importanza relativa dei fattori per i criteri applicati nell'approvazione di prestiti e l'apertura di linee di credito per l'acquisto di beni di consumo e altre tipologie di prestiti a favore delle famiglie (domanda n. 11)

- A) Costi di provvista e vincoli di bilancio
- B) Pressione concorrenziale
- da parte delle altre banche
 - da parte delle istituzioni non bancarie
- C) Percezione del rischio
- attese riguardo all'attività economica in generale
 - merito di credito dei consumatori
 - rischi sulle garanzie

Tabella 10 - Termini e condizioni praticati dalla vostra banca per l'approvazione di finanziamenti per l'acquisto di beni di consumo e altre tipologie di prestiti a favore delle famiglie (domanda n. 12)

- A) Prezzo
- margine della banca per la media dei prestiti (aumento del margine = irrigidimento; diminuzione del margine = allentamento)
 - margine della banca sui prestiti più rischiosi
- B) Altri termini e condizioni
- attività richieste a garanzia
 - scadenze
 - oneri aggiuntivi oltre agli interessi

Tabella 11 - Variazione della domanda di prestiti da parte delle famiglie, escludendo le normali oscillazioni stagionali (domande nn. 13 e 17)

- Prestiti per l'acquisto di abitazioni
- Credito al consumo e altri prestiti

Tabella 12 - Importanza relativa dei fattori per la domanda di prestiti da parte delle famiglie per l'acquisto di abitazioni (domanda n. 14)

- A) Esigenze di fondi
- prospettive del mercato degli immobili residenziali
 - fiducia dei consumatori
 - spesa per consumi non connessa con l'acquisto di abitazioni
- B) Ricorso a fonti di finanziamento alternative
- risparmio delle famiglie
 - prestiti erogati dalle altre banche
 - altre fonti di finanziamento

Tabella 13 - Importanza relativa dei fattori per la domanda di finanziamenti per l'acquisto di beni di consumo e altre tipologie di prestiti da parte delle famiglie (domanda n. 15)

- A) Esigenze di fondi
- spesa per beni di consumo durevoli, quali autoveicoli, mobili ecc.
 - fiducia dei consumatori
 - acquisto di attività finanziarie
- B) Ricorso a fonti di finanziamento alternative
- risparmio delle famiglie
 - prestiti erogati dalle altre banche
 - altre fonti di finanziamento

3. GLI EFFETTI DELLA CRISI SULL'OFFERTA DI CREDITO DA PARTE DELLE BANCHE *

Il presente capitolo analizza l'andamento dell'offerta di credito bancario nel corso della crisi che ha colpito le economie mondiali a partire dal 2007. Nel primo paragrafo vengono riportate le principali tendenze riscontrate a livello aggregato in Europa e in Italia, così come emergono dalle indagini condotte dalla Banca Centrale Europea e dalla Banca d'Italia¹. Nel secondo paragrafo, e nei successivi, l'analisi si focalizza sul sistema bancario italiano e si propone di verificare se rispetto alle tendenze emerse a livello aggregato le politiche creditizie praticate dai singoli gruppi bancari assumono connotati differenti. A questo fine vengono rielaborati e analizzati i dati di bilancio e delle relazioni semestrali dei primi 30 gruppi bancari italiani.

1. Le tendenze nel mercato del credito bancario italiano nel corso della crisi

Per esaminare il recente andamento del credito bancario può essere utile suddividere la crisi finanziaria internazionale in due fasi:

- dai mesi di giugno-luglio 2007 ad agosto 2008, periodo nel quale la crisi investe i mercati anglosassoni e coinvolge principalmente i grandi intermediari finanziari attivi nell'investment banking e/o gli intermediari che detengono in bilancio ingenti

portafogli titoli, all'interno dei quali erano presenti in misura consistente anche strumenti derivanti direttamente o indirettamente da operazioni di cartolarizzazione, anche di mutui *subprime*. L'opinione prevalente è che in questa prima fase la crisi non coinvolga o al più sfiori le banche europee;

- dal settembre 2008 sino ad oggi, quando la crisi si diffonde pesantemente anche in Europa, a seguito del succedersi dei *crash* americani tra settembre-ottobre 2008. Il contagio si manifesta dapprima attraverso gli effetti indotti sul mercato interbancario, sui portafogli titoli delle banche, sulle quotazioni dei titoli e di quelli bancari in particolare; il contagio si manifesta ancor più nel 2009 quando si percepiscono chiari segnali di recessione che iniziano a comportare rilevanti effetti negativi sulla qualità dei crediti bancari.

Le caratteristiche della crisi nell'ultimo biennio si sono evolute da una crisi eminentemente finanziaria - che ha in prevalenza coinvolto le maggiori banche ad operatività internazionale e i mercati degli strumenti finanziari - a una crisi reale, con impatto diffuso sui sistemi economici e sulla crescita. Anche la reazione ed i comportamenti degli intermediari bancari con l'evolvere delle caratteristiche della crisi sembrano essersi modificati: in una prima fase le scelte aziendali sono apparse maggiormente condizionate dai vincoli patrimoniali e dalla generale carenza di liquidità; successivamente, le decisioni di politica creditizia - che ancora oggi continuano ad essere condizionate anche da valutazioni legate alla liquidità - sembrano essere state maggiormente influenzate dalle prospettive di crescita reale e di conseguenza dal rischio dell'attività creditizia.

* A cura di Maria Luisa Di Battista, Laura Nieri e Arturo Patarnello. Si ringraziano Aldo Rossi e Guido Papini di Banca Carige per il supporto nella fase di reperimento ed elaborazione dei dati.

¹ Più in particolare si è fatto riferimento alle seguenti fonti: Bollettino Economico, *Bank Lending Survey*, Quaderni di Economia e Finanza, e Bollettino Mensile BCE, vari numeri.

Ponendo l'analisi in una prospettiva storica la crisi attuale appare differente rispetto agli episodi passati per diversi motivi:

- la scala dimensionale degli intermediari e l'articolazione delle strutture organizzative in alcuni casi ancora in fase di evoluzione e di ridefinizione dei business;
- la forte despecializzazione degli operatori affiancata dalla scelta di "sentieri" di specializzazione e di modelli di business;
- le diversità tra le strutture finanziarie, in particolare nelle condizioni di adeguatezza patrimoniale delle banche e nelle politiche del patrimonio perseguite nella fase post crisi;
- le marcate differenze tra intermediari con riguardo allo stadio di sviluppo delle tecnologie e dei processi di valutazione dei rischi (in primo luogo del rischio di credito);
- le incertezze sul *framework* regolamentare che la crisi ha colto sostanzialmente in una fase di transizione.

Per quanto concerne il sistema bancario italiano, va sottolineato come il tasso di crescita dei prestiti al settore privato si sia mantenuto positivo e superiore ai valori medi dell'Eurozona, nonostante in Italia si sia rilevato un più marcato rallentamento degli indicatori reali (PIL) (TAB.1).

TAB. 1 – Prestiti bancari all'economia: Eurozona
(Tassi di crescita annui al dicembre 2009; miliardi di euro)

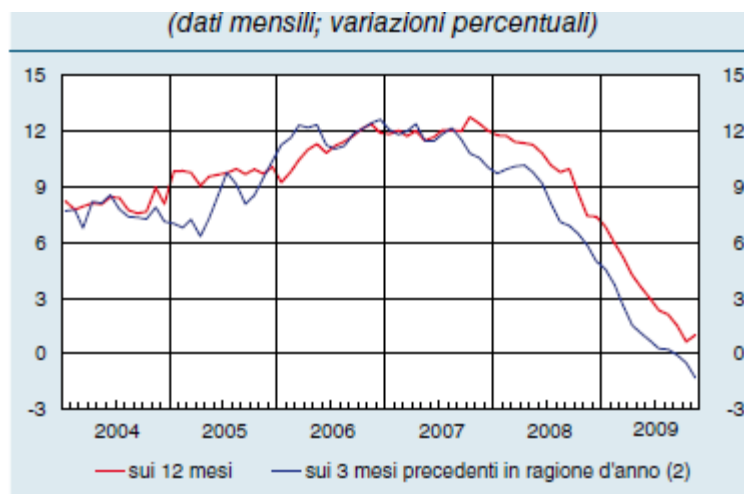
	Belgio	Germania	Spagna	Francia	Italia	Irlanda	Olanda	Eurozona media
Totale prestiti - tasso di crescita (%)	-0,8	-4,4	-2,5	0,3	0,5	-8,6	3	-1,9
Totale prestiti - (v.a.)	544,1	4.547	2.279,7	3.957,2	2.496,1	618,9	1.236,9	17.709,7
Totale prestiti al settore privato - tasso di crescita (%)	-8,9	-1,8	-2,3	0,5	0,6	-5,9	2,4	-0,6
Totale prestiti al settore privato - (v.a.)	216,3	2.316,9	1.810,6	1.781,4	1.357,6	313,4	767,2	9.654,9
Imprese	-8,8	-4,8	-3,7	-2,1	-2,2	-8	5	-2,7
Prestiti al consumo	-3,3	2,7	-8,9	-0,5	4,9	10	-1,2	= =
Mutui residenziali	-8,2	0,3	-0,3	3,6	6,1	-4,3	0,7	1,7
Altri crediti ai privati	-15,4	-1,4	3,2	4,1	5,7	-19,3	-4,9	1,1
Prodotto Interno Lordo	-3	-5	-3,7	-2,5	-4,8	-7,5	-5	-4

Fonte: Banca Centrale Europea

Le statistiche aggregate di fonte Banca d'Italia indicano tuttavia che l'offerta di prestiti al settore non finanziario si è chiaramente caratterizzata per tassi decrescenti nel tempo: il tasso di variazione annua a giugno 2007 era pari al 12%, si è

gradualmente ridotto al 10% a giugno 2008, a poco più del 2% a giugno 2009 e sembra essere ancora più basso (ma ancora positivo) a novembre 2009 (GRAF. 1).

GRAF. 1- Prestiti bancari al settore privato non finanziario (1)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia.

(1) Le variazioni percentuali sono calcolate al netto di riclassificazioni, variazioni del cambio, aggiustamenti di valore e altre variazioni non derivanti da transazioni. I prestiti includono anche una stima di quelli non rilevati nei bilanci bancari perchè cartolarizzati. – (2) I dati sono depurati della componente stagionale, quando presente.

Fonte: Banca d'Italia, Bollettino Economico n. 59, 2010.

Entrando più nel dettaglio, le analisi della Banca d'Italia indicano le seguenti tendenze.

Periodo agosto 2007 - agosto 2008 (sostanzialmente coincidente con la prima fase della crisi):

- contenuto rallentamento dell'offerta di credito riconducibile essenzialmente al comportamento delle banche grandi. Il tasso annuo di crescita dei prestiti passa infatti dal 10,25%² di agosto 2007 al 9,9% di febbraio 2008, al 7,7%³ di agosto del 2008; nello stesso periodo la crescita dei prestiti delle banche piccole è superiore di 5 punti percentuali a quella delle banche grandi;
- mantenimento della qualità del credito su livelli elevati sino a giugno 2008, data a partire dalla quale si registra un lieve peggioramento;

² Il tasso di crescita corretto per l'effetto delle cartolarizzazioni è pari al 12,2%.

³ Pari al 10%, corretto per l'effetto delle cartolarizzazioni.

- lieve irrigidimento da parte delle banche dei criteri e delle condizioni di erogazione dei prestiti nei confronti delle imprese.

Periodo agosto 2008- agosto 2009 (seconda fase della crisi):

- brusco rallentamento dell'offerta di credito: il tasso annuo di crescita dei prestiti corretto per le cartolarizzazioni scende dal 10% di agosto 2008 all'8,7% di novembre 2008, al 6% di febbraio 2009, al 3% di maggio 2009 al 2,2% ad agosto 2009, sino all'1% a novembre 2009;
- comportamenti differenziati tra grandi gruppi bancari e resto del sistema: il tasso annuo di crescita dei prestiti dei primi cinque gruppi, pressoché nullo a febbraio 2009 diviene negativo ad agosto 2009 (-5% corretto per l'effetto delle cartolarizzazioni) e a novembre 2009; per contro quello delle altre banche cresce dell'1,6% a maggio 2009 del 5,4% ad agosto, del 3% a novembre;

- graduale deterioramento della qualità del credito a partire da novembre 2008, a causa del peggioramento ciclico dell'economia: l'indicatore nuove sofferenze rettifiche/prestiti all'economia passa dall'1,6% all'1,9% al 2,2% nel corso dei primi tre trimestri del 2009.
- continuo inasprimento nei criteri di concessione del credito nei confronti delle imprese e, a partire dall'ultima parte del 2009, anche nei confronti delle famiglie.

2. Obiettivi e struttura del lavoro

Le tendenze sopra esposte si riferiscono – ad eccezione di qualche fatto che rileva esclusivamente con riferimento ai primi 5 gruppi – all'intero sistema bancario. Ci si propone pertanto di verificare se nel corso della crisi si siano verificate differenze significative nei comportamenti delle singole banche, sia in termini di crescita dell'attività di intermediazione che in termini di performances.

Le elaborazioni che seguono si basano sui dati di bilancio. Il periodo analizzato è quello che va da dicembre 2006 a giugno 2009, anche se molte delle indagini svolte si sono concentrate nel periodo giugno 2007-giugno 2009⁴. Si è scelto di svolgere le analisi a livello di gruppo creditizio e non di singole banche poiché la maggior parte degli intermediari bancari è oggi riconducibile strutture di gruppo, nella maggior parte dei casi caratterizzate da unitarietà e forte coordinamento delle scelte gestionali. Le politiche creditizie seguite dalle singole istituzioni e i risultati da queste conseguiti sono determinati dalle direttive

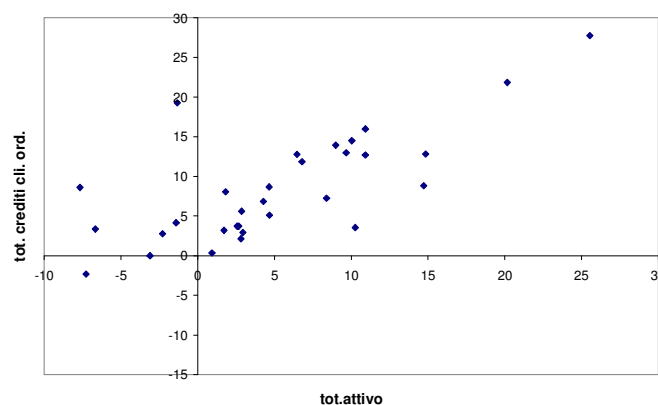
⁴ Il ricorso ai dati di bilancio e delle relazioni semestrali impedisce di analizzare il secondo semestre del 2009. Ai fini della presente analisi si è considerato che i periodi dal giugno 2007 al giugno 2008 e da quest'ultimo mese sino al giugno 2009 coincidano rispettivamente con la prima e seconda fase della crisi individuate nell'introduzione del lavoro.

e dagli obiettivi complessivi del gruppo e devono pertanto essere valutati a questo livello.

Il campione oggetto di indagine è composto da 31 gruppi bancari, rappresentativi di almeno l'80% del sistema bancario italiano in termini di totale attivo (TAB. 2). Il data base utilizzato (Bilanci Fast) è quello predisposto dall'ABI contenente dati di bilancio consolidato comunicati dalle banche, talvolta con il dettaglio previsto in nota integrativa.

Una prima evidenza ricavabile dall'esame del campione indica che il rallentamento dell'offerta di credito causato dalla crisi economico-finanziaria, segnalato dalla precedente analisi dei dati aggregati, è il risultato di andamenti differenziati tra gli intermediari bancari. Il tasso di crescita dei crediti a clientela ordinaria, così come il tasso di crescita del totale attivo, nel periodo giugno 2008-giugno 2009 ha assunto valori anche molto difforni per i principali gruppi bancari operanti in Italia (GRAF. 2). Ci si è pertanto proposti di verificare le caratteristiche operative e strutturali in grado di spiegare differenze e analogie fra le politiche creditizie seguite dai gruppi considerati.

GRAF. 2 – Variazione del totale attivo e dei crediti alla clientela ordinaria nei principali gruppi italiani (dati percentuali; giugno 2008-giugno 2009)



La ridotta numerosità del campione rappresenta



un ostacolo all'utilizzo di tecniche di indagine di tipo inferenziale. Ciò ha portato a preferire un'analisi di tipo descrittivo, articolata in due parti: la prima si basa sulla scomposizione del campione in 3 classi dimensionali; la seconda si

basa sull'enucleazione di 3 sottocampioni costruiti in funzione del livello del tasso di crescita dei prestiti registrato dai singoli gruppi nel periodo giugno 2008-giugno 2009.

TAB. 2- Classificazione dimensionale dei gruppi del campione

	Classe	Totale attivo dicembre 08	N° sportelli dicembre 08
GRUPPO UNICREDIT	1	1.045.611.549,00	10.251
GRUPPO BANCARIO INTESA SANPAOLO	1	636.133.000,00	8.496
GRUPPO MONTE DEI PASCHI DI SIENA	1	213.795.976,00	3.143
GRUPPO UNIONE DI BANCHE ITALIANE	1	121.955.685,00	1.955
GRUPPO BANCO POPOLARE	1	121.375.459,00	2.265
GRUPPO BANCARIO BANCA NAZIONALE DEL LAVORO	2	89.775.608,00	737
GRUPPO BANCA POPOLARE DELL'EMILIA ROMAGNA	2	52.772.092,00	1.273
GRUPPO BIPIEMME - BANCA POPOLARE DI MILANO	2	45.038.721,00	786
GRUPPO BANCARIO CARIPARMA FRIULADRIA	2	35.461.918,00	723
GRUPPO CARIGE	2	31.986.445,00	643
GRUPPO CREDITO EMILIANO – CREDEM	2	30.125.672,00	590
GRUPPO BANCARIO BANCA POPOLARE DI VICENZA	2	28.933.330,00	637
GRUPPO DEUTSCHE BANK	2	25.945.296,00	286
GRUPPO CREDITO VALTELLINESE	2	23.563.500,00	486
GRUPPO BANCA POPOLARE DI SONDRIO	2	21.819.462,00	282
GRUPPO BANCARIO VENETO BANCA	2	21.342.327,00	409
GRUPPO BANCARIO BANCA DELLE MARCHE	3	18.896.469,00	319
GRUPPO BANCA SELLA	3	13.601.745,00	332
GRUPPO BANCARIO UGF BANCA	3	10.757.001,00	299
GRUPPO ETRURIA	3	9.059.986,00	197
GRUPPO CASSA DI RISPARMIO DI FERRARA	3	8.312.930,00	154
GRUPPO CASSA DI RISPARMIO DI BOLZANO	3	7.933.593,00	114
GRUPPO BANCO DI DESIO E DELLA BRIANZA	3	7.521.232,00	161
GRUPPO CREDITIZIO BANCA POPOLARE DI BARI	3	5.609.829,00	207
GRUPPO CASSA DI RISPARMIO DI RAVENNA	3	5.240.635,00	131
GRUPPO CREDITIZIO BANCA CARIM - CASSA DI RISPARMIO DI RIMINI S.P.A.	3	5.040.628,00	115
GRUPPO BANCARIO UNIBANCA	3	4.757.427,00	131
GRUPPO BANCARIO BANCA AGRICOLA POPOLARE DI RAGUSA	3	3.913.627,00	97
GRUPPO CASSA DI RISPARMIO DELLA PROVINCIA DI TERAMO	3	3.502.066,00	110
GRUPPO BANCARIO BANCA POPOLARE PUGLIESE	3	3.037.602,00	97
GRUPPO BANCARIO CASSA DI RISPARMIO DI SAN MINIATO	3	2.691.912,00	89

3. L'offerta di credito dei gruppi bancari di maggiori, medie e piccole dimensioni

All'avvio della crisi si riteneva che gli intermediari di maggiori dimensioni fossero stati

colpiti più pesantemente rispetto al resto del sistema; anche su tale presupposto per molti di essi si era ipotizzato un sostegno pubblico notevolmente superiore a quello effettivamente poi realizzatosi.

L'analisi proposta classifica perciò i singoli gruppi in tre classi dimensionali sulla base del totale attivo, e in seconda istanza, del numero di sportelli (si veda la TAB. 1):

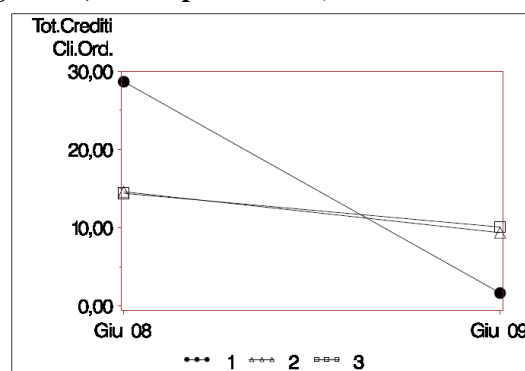
- la classe 1 comprendente i primi 5 gruppi bancari;
- la classe 2 comprendente gruppi di medie dimensioni con una articolazione territoriale su scala nazionale;
- la classe 3 comprendente i restanti gruppi che si caratterizzano per dimensioni inferiori rispetto ai precedenti e spesso per una maggiore concentrazione delle reti territoriali in alcune aree geografiche.

Tale suddivisione si basa sull'ipotesi che il rallentamento nell'offerta di credito a livello aggregato rilevata nel secondo semestre del 2008 e nel primo semestre del 2009 sia da imputare soprattutto al comportamento di pochi operatori primari; nello stesso periodo vi sono peraltro anche gruppi che invece hanno mantenuto elevata l'offerta di credito. In effetti il confronto tra classi dimensionali con riguardo alla variazione del totale dei crediti erogati nei due periodi che vanno da giugno 2007 a giugno 2008 e da giugno 2008 a giugno 2009 conferma un più consistente rallentamento per i primi cinque gruppi di maggiori dimensioni a fronte di andamenti sostanzialmente omogenei nelle altre classi dimensionali (GRAF. 3). La tendenza è analoga anche considerando la variazione del totale attivo, negativa solo per i gruppi maggiori.

La riduzione del credito e del totale attivo per i gruppi di maggiori dimensioni si spiega verosimilmente con il processo di *deleveraging* attuato al fine di accrescere il grado di patrimonializzazione. Nel periodo pre-crisi nonché nella prima fase della crisi (da dicembre 2007 a giugno 2008) la dotazione patrimoniale dei gruppi maggiori - misurata sia dal Total capital ratio (patrimonio di vigilanza/attività ponderate

per il rischio), sia dal coefficiente patrimoniale Tier 1 (patrimonio Tier1/attività ponderate), sia, infine, dalla leva finanziaria (patrimonio/totale attivo) - risultava infatti decisamente più bassa di quella dei gruppi medi e piccoli⁵ (TAB. 3); gli indicatori di patrimonializzazione migliorano sensibilmente proprio a partire da dicembre 2008, grazie ad operazioni volte ad aumentare il patrimonio e a seguito di una crescita meno dinamica delle attività.

GRAF. 3– Variazione dei crediti alla clientela ordinaria (giugno '07-giugno '08 e giugno '08-giugno '09; valori percentuali)



TAB. 3 – Indicatori di patrimonializzazione per gruppi grandi e medio-piccoli (valori percentuali)

	Classe	1	2+3
dic-07	Tier 1	6,08	8,72
	Tot. Capital ratio	9,18	11,05
	Tot.Att./patrimonio	16,70	14,46
giu-08	Tier 1	5,97	8,45
	Tot. Capital ratio	9,75	10,82
	Tot Att/Patrimonio	14,39	13,98
dic-08	Tier 1	6,60	7,95
	Tot. Capital ratio	10,37	10,89
	Tot Att/Patrimonio	14,51	14,18
giu-09	Tier 1	6,93	8,61
	Tot. Capital ratio	10,45	11,34
	Tot Att/Patrimonio	13,47	14,06

⁵ Le differenze tra le tre classi dimensionali risultano statisticamente non significative, pertanto si è considerato come unica classe la totalità dei gruppi appartenenti alle classi 2 e 3. In tal modo le differenze sono altamente significative.

Un esame in dettaglio delle politiche creditizie seguite dai singoli gruppi, e in particolare della tipologia di forme tecniche utilizzate, evidenzia una forte contrazione del credito offerto nelle forme di apertura di credito in conto corrente e di smobilizzo di crediti commerciali; per contro emerge una maggiore tenuta dei mutui e del credito al consumo (TAB. 4). Questi andamenti

sono comuni a tutte le tre classi dimensionali, anche se nei gruppi medi e piccoli si è più accentuata la crescita dei mutui. In particolare, il crescente ricorso alla forma tecnica del mutuo da parte dei gruppi piccoli ne ha portato l'incidenza sul totale dei crediti erogati alla clientela ordinaria vicina al 50%.

TAB. 4- Variazione annua percentuale dell'importo dei crediti a clientela ordinaria per forma tecnica (valori medi per classe dimensionale e totali)

CLASSE DIMENSIONALE	Forme tecniche	giugno '07 giugno '08	giugno '08 giugno '09
1	aperture di credito in cc	35,3	-6,8
	altre operazioni (smobilizzo crediti commerciali)	32,9	-8,1
	mutui	17,3	4,5
	credito al consumo	30,0	7,6
2	aperture di credito in cc	22,2	1,2
	altre operazioni (smobilizzo crediti commerciali)	15,0	-2,4
	mutui	20,2	8,5
	credito al consumo	10,9	6,6
3	aperture di credito in cc	17,8	4,5
	altre operazioni (smobilizzo crediti commerciali)	12,3	-5,6
	mutui	12,4	12,0
	credito al consumo	-0,8	8,8

La crescita dei mutui esprime una forte volontà delle banche di legare la concessione del credito all'acquisizione di garanzie ipotecarie oltre che all'opportunità di beneficiare del minor assorbimento di capitale regolamentare. Le disposizioni di vigilanza prevedono infatti una ponderazione sui prestiti ipotecari concessi a privati e a PMI pari rispettivamente a 35% e al 50%, rispetto alla ponderazione standard del 75% prescritta sul portafoglio al dettaglio che tipicamente riguarda prestiti concessi alle medesime tipologie di clientela.

La tenuta del comparto mutui è verosimilmente da imputare al continuo interesse delle banche per il segmento delle famiglie, che gli stessi dati BCE indicano come il settore per il quale si registra la più elevata crescita dell'offerta di credito. In

Italia, in questa fase congiunturale la rischiosità del settore famiglie risulta infatti ancora piuttosto contenuta sia nei confronti delle controparti imprese domestiche, sia rispetto alla crescente rischiosità registrata nel segmento del credito alle famiglie nei paesi anglosassoni. L'interesse per il settore famiglie, accanto a obiettivi di frazionamento del rischio e di diversificazione del portafoglio prestiti, potrebbero motivare anche la crescita dei prestiti personali e del credito al consumo, forme tecniche a cui oltretutto si associano livelli di redditività ben più elevati di quelli propri delle altre forme tecniche.

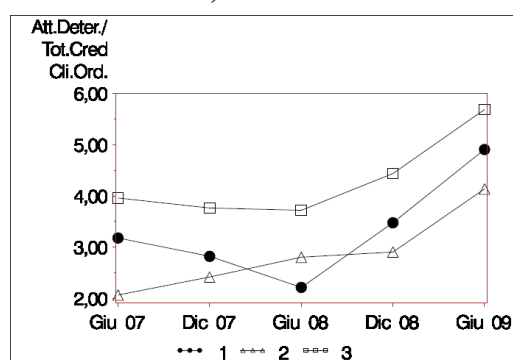
Nei confronti delle imprese – per le quali ricordiamo che a livello aggregato si rileva una contrazione del credito offerto – il mutuo potrebbe essere stato utilizzato anche come modalità di

consolidamento di crediti precedentemente concessi attraverso forme tecniche ad utilizzo flessibile e meno garantite, quindi complessivamente più rischiose.

La generalizzata stagnazione dell'economia e la percezione di maggiore rischio della controparte imprese sembrano essere alla base del rallentamento delle forme tecniche tipicamente utilizzate per la copertura del fabbisogno di finanziamento corrente (apertura di credito e smobilizzo crediti commerciali).

In linea con le aspettative, l'attuale fase del ciclo economico, si è accompagnata con un peggioramento della qualità del portafoglio crediti. L'incidenza delle attività deteriorate (somma di sofferenze, incagli, esposizioni ristrutturare, esposizioni scadute) - aggregato che ben rappresenta la rischio attuale e prospettica dei crediti - si è accresciuta per tutte le tre le classi dimensionali, anche se in maggior misura per i grandi e piccoli gruppi (GRAF. 4).

GRAF. 4 – Incidenza percentuale dei crediti deteriorati a clientela ordinaria/ totale crediti a clientela ordinaria (valori percentuali per classe dimensionale)



Per questi ultimi i livelli di rischio risultano tradizionalmente più elevati. Con riferimento al peso delle rettifiche di valore sul totale del portafoglio crediti l'incremento più marcato interessa i gruppi di grandi dimensioni.

Il quadro descritto consente di affermare che i gruppi di maggiori dimensioni hanno attuato politiche creditizie che si differenziano significativamente (anche dal punto di vista statistico) da quelle delle altre due classi dimensionali, soprattutto in termini di volumi di credito offerto. Non è per contro possibile segnalare differenze altrettanto evidenti per i gruppi di medie e di piccole dimensioni che spesso tendono a presentare comportamenti analoghi. Tale affermazione appare tanto più vera se si esaminano le politiche creditizie dei singoli gruppi secondo profili più specifici, relativi al *pricing* e alle politiche del rischio, che a questo stadio dell'indagine si è scelto di non approfondire ⁶. La variabile dimensionale appare rilevante solo per i gruppi maggiori ed è in grado di spiegare solo parzialmente il diverso andamento dell'offerta di credito riscontrato tra intermediari.

4. Politiche creditizie e condizioni operative dei gruppi bancari

Al fine di qualificare i caratteri distintivi delle politiche creditizie dei gruppi in esame il campione è stato suddiviso in funzione del tasso di crescita dei crediti a clientela ordinaria rilevato nel periodo giugno 2008-giugno 2009. Tale suddivisione consente di valutare se le differenze nella propensione a finanziare l'economia prima evidenziate dipendono da particolari condizioni operative dei singoli intermediari e dalle conseguenti strategie attuate in campo creditizio. Sono state di conseguenza evidenziate in dettaglio

⁶ Oltre agli indicatori commentati nel testo, per le tre classi dimensionali sono stati calcolati i valori medi di una serie di indicatori espressivi delle scelte di *pricing*, della rischio del portafoglio crediti, e di altri profili gestionali, che non hanno tuttavia evidenziato differenze statisticamente significative in relazione alle dimensioni.

le caratteristiche strutturali e operative dei gruppi contraddistinti una più sostenuta crescita del credito a clientela ordinaria.

A questo fine sono stati creati 3 terzili, in funzione del tasso di crescita del portafoglio prestiti (TAB. 5):

- il terzile 1 comprende le banche meno dinamiche, con tassi di crescita bassi;
- il terzile 2 comprende le banche con tassi di crescita medi;
- il terzile 3 comprende le banche più dinamiche, con tassi di crescita elevati.

TAB. 5 – Suddivisione del campione in base al tasso di crescita dei crediti a clientela ordinaria nel periodo giugno 2008-giugno 2009 (tasso annuo di variazione percentuale)

Gruppi	crescita crediti client. ord; giu '08-giu '09	terzile	Classe dimensionale
GRUPPO UNICREDIT	-2,31	1	1
GRUPPO BIPIEMME – BANCA POPOLARE DI MILANO	0,00	1	2
GRUPPO UNIONE DI BANCHE ITALIANE	0,34	1	1
GRUPPO CREDITIZIO BANCA CARIM	2,13	1	3
GRUPPO CREDITO EMILIANO – CREDEM	2,76	1	2
GRUPPO BANCARIO BANCA NAZIONALE DEL LAVORO	2,92	1	2
GRUPPO BANCARIO INTESA SANPAOLO	3,19	1	1
GRUPPO BANCO POPOLARE	3,36	1	1
GRUPPO CASSA DI RISPARMIO DI FERRARA	3,55	1	3
GRUPPO BANCARIO CASSA DI RISPARMIO DI SAN MINIATO	3,72	1	3
GRUPPO MONTE DEI PASCHI DI SIENA	3,72	1	1
GRUPPO CASSA DI RISPARMIO DELLA PROVINCIA DI TERAMO	4,15	2	3
GRUPPO CASSA DI RISPARMIO DI RAVENNA	5,11	2	3
GRUPPO BANCARIO BANCA DELLE MARCHE	5,60	2	3
GRUPPO DEUTSCHE BANK	6,83	2	2
GRUPPO BANCARIO BANCA POPOLARE DI VICENZA	7,25	2	2
GRUPPO BANCA SELLA	8,05	2	3
GRUPPO BANCO DI DESIO E DELLA BRIANZA	8,60	2	3
GRUPPO BANCARIO UGF BANCA	8,68	2	3
GRUPPO BANCARIO CARIPARMA FRIULADRIA	8,81	2	2
GRUPPO BANCARIO UNIBANCA	11,84	2	3
GRUPPO BANCARIO VENETO BANCA	12,70	3	2
GRUPPO BANCA POPOLARE DI SONDRIO	12,76	3	2
GRUPPO BANCA POPOLARE DELL'EMILIA ROMAGNA	12,81	3	2
GRUPPO ETRURIA	12,99	3	3
GRUPPO BANCARIO BANCA AGRICOLA POPOLARE DI RAGUSA	13,92	3	3
GRUPPO CARIGE	14,48	3	2
GRUPPO CASSA DI RISPARMIO DI BOLZANO	15,98	3	3
GRUPPO BANCARIO BANCA POPOLARE PUGLIESE	19,25	3	3
GRUPPO CREDITO VALTELLINESE	21,82	3	2
GRUPPO CREDITIZIO BANCA POPOLARE DI BARI	27,73	3	3

Nel calcolare i tassi di crescita dei crediti si è controllato anche per eventuali operazioni di

acquisizione nel periodo sotto osservazione che avrebbero potuto inficiare i valori; non sono

invece state apportate correzioni per quei gruppi che hanno proceduto all'acquisizione di reti di sportelli, operazioni qui considerate alla stregua di forme di crescita interna. Per gli operatori ricompresi nei 3 terzili sono stati valutati i seguenti profili:

1. eventuali vincoli di liquidità o riconducibili alle politiche di *funding*, espressi dalla posizione interbancaria netta e dall'incidenza a giugno 2008 dei depositi da clientela ordinaria sul totale attivo a giugno 2008, nonché dal tasso di crescita dei depositi da clientela ordinaria tra giugno 2008 e giugno 2009;
2. eventuali vincoli di natura patrimoniale o connessi alla normativa di vigilanza sul patrimonio, approssimati dal valore della leva finanziaria (totale attivo/patrimonio) e dal coefficiente patrimoniale Tier1;
3. qualità del portafoglio crediti, approssimata dall'incidenza a giugno 2008 delle attività deteriorate sul totale dei crediti;
4. tipologia del modello di business del gruppo e rilevanza dell'attività di intermediazione creditizia, approssimato dall'incidenza delle attività finanziarie della banca sul totale dell'attivo (espressa come media dei valori rilevati a giugno 2007, dicembre 2007 e giugno 2008) e dall'incidenza a giugno 2008 del margine di interesse sul margine di intermediazione;
5. dimensione del gruppo e crescita nel periodo della crisi, approssimata dal totale attivo e dal tasso di crescita percentuale del numero di sportelli.

Gli aspetti analizzati riguardano le condizioni strutturali e operative osservate a giugno 2008, ossia all'inizio della fase più critica per le banche italiane coincidente con il possibile avvio del rallentamento dell'offerta di credito. Tali aspetti possono essere considerati come precondizioni

favorevoli o, all'opposto, come fattori ostativi di un'offerta di credito in linea con le esigenze del sistema economico.

Il primo profilo esaminato, relativo alla presenza di eventuali vincoli di liquidità, concerne la capacità delle banche di raccogliere fondi sia dalla clientela ordinaria sia dal mercato interbancario. Si può ipotizzare che le difficoltà di funzionamento del mercato interbancario abbiano limitato la capacità di offerta di credito delle banche che più erano dipendenti dal canale di raccolta interbancario. Per contro, le banche per le quali la raccolta *retail* a vista da clientela ordinaria è cresciuta hanno avuto più ampia disponibilità di fondi per sostenere lo sviluppo dell'attività creditizia⁷.

La TAB. 6 mostra - in linea con quanto ci si attendeva - che le banche che riescono a incrementare maggiormente la quota di crediti offerti alla clientela sono mediamente caratterizzate da

- una posizione netta attiva sul mercato interbancario,
- una più elevata incidenza dei depositi da clientela ordinaria sul totale attivo,
- un tasso di crescita di questa componente del passivo superiore a quello dei gruppi appartenenti agli altri terzili.

Nel paragrafo precedente si è già rilevato come l'operare di vincoli di natura patrimoniale all'espansione del credito, possa avere penalizzato i gruppi di maggiori dimensione, per i quali si rileva un più accentuato rallentamento dell'offerta di credito. Con riguardo al profilo patrimoniale, le

⁷ Nell'analisi non è stato possibile considerare l'apporto, seppure molto rilevante, della raccolta obbligazionaria poiché i dati di bilancio non distinguono la componente relativa alla raccolta obbligazionaria da clientela ordinaria - per la quale valgono considerazioni analoghe a quelle svolte per la raccolta *retail* - dalla raccolta realizzata con emissioni sui mercati all'ingrosso, per molti versi alternative al ricorso al canale interbancario.

osservazioni relative ai tre terzili confermano una relazione positiva tra crescita dei prestiti e dotazione di capitale dei gruppi rilevata a giugno 2008; l'adeguatezza patrimoniale è stata considerata in questo caso sia in relazione al totale attivo sia come rapporto tra l'entità del patrimonio di base rispetto alle attività ponderate per il rischio.

Il terzo aspetto analizzato concerne la rischiosità del portafoglio prestiti. Si può ipotizzare che un livello di rischio più elevato sia un segnale della disponibilità degli intermediari ad accordare credito a soggetti mediamente più rischiosi. Questa tendenza, se accompagnata da adeguata dotazione patrimoniale, spiega perché anche in tempi di crisi economica - quando cioè il rischio di credito aumenta - certi gruppi continuano a concedere credito e in misura maggiore di altri operatori, esponendosi pertanto a maggiore rischio. In effetti, l'incidenza media dei crediti deteriorati sul portafoglio totale rilevata a giugno 2008 è superiore proprio per i gruppi del terzile più dinamico e si riduce quando ci si sposta verso il primo terzile.

Il profilo d'indagine che prende in considerazione il modello di business, si basa sull'ipotesi che al crescere del peso dell'attività di intermediazione creditizia tradizionale rispetto ad altre aree di operatività degli intermediari - segnatamente l'attività di trading -, sia maggiore la disponibilità e il loro interesse a offrire credito anche in tempi di crisi. I dati mostrano che, sebbene il peso del portafoglio titoli di proprietà (qualsiasi sia la sua composizione) non sia significativamente diverso nei gruppi appartenenti ai tre terzili, gli intermediari del terzile 3 si caratterizzano per una maggiore incidenza del margine di interesse sul margine di intermediazione. Questa circostanza si accompagna peraltro ad una minore incidenza della componente del margine derivante da negoziazione e da riscossione di dividendi sul

margine di intermediazione. Tali evidenze possono essere interpretate come indicative di una diversa composizione e funzione del portafoglio titoli che risulterebbe composto prevalentemente da strumenti atti a fornire liquidità e con conseguente basso rendimento. In sintesi, ciò conferma la nostra ipotesi iniziale secondo la quale gruppi bancari con modelli di business tradizionali, maggiormente concentrati sull'attività di intermediazione creditizia e per i quali l'attività di trading ha una scarsa rilevanza, hanno accresciuto più degli altri la loro offerta di credito.

Infine, quanto agli aspetti dimensionali, i dati confermano quanto già risultava dall'analisi per classi dimensionali e cioè una maggiore presenza di gruppi di piccole e medie dimensione nel terzile a cui si associano più elevati tassi di crescita del credito. La sostenuta crescita del portafoglio prestiti è sicuramente da ascrivere anche ad una più spiccata tendenza alla crescita dimensionale, come risulta dall'elevato tasso di variazione percentuale degli sportelli che contraddistingue i gruppi ricompresi nel terzile 3.

La suddivisione dei gruppi in terzili sulla base del ritmo di crescita del credito ha consentito di acquisire informazioni sulle caratteristiche delle politiche creditizie adottate nel periodo in esame per comprendere quali siano state le leve utilizzate dai diversi gruppi bancari. Sulla base dei soli dati ricavabili dai bilanci ufficiali, gli aspetti esaminati hanno riguardato in prevalenza le modalità di gestione e di mitigazione del rischio attraverso l'utilizzo mirato delle forme tecniche e il *pricing* del credito.

Come rilevato in precedenza, la componente del portafoglio prestiti che è cresciuta maggiormente è quella dei mutui, seguita dal credito al consumo il cui tasso di crescita risente però della esiguità di questa tipologia di prestiti rispetto all'intero portafoglio crediti delle banche italiane. Il

contenimento del rischio realizzato attraverso i mutui ipotecari dipende, come è noto, dalla possibilità di circoscrivere l'impatto della componente di perdita in caso di insolvenza (LGD) e dalle attese di più elevati tassi di

recupero; sotto il profilo regolamentare le esposizioni comportano un minore assorbimento di capitale. Inoltre il mutuo ipotecario è la forma tecnica principalmente utilizzata nel rapporto con le famiglie.

**TAB. 6 - Indicatori strutturali e operativi dei gruppi del campione suddivisi in terzili
(valori medi per terzile)**

Profili di analisi	Dati	Terzile		
		1	2	3
1	Interbancario netto; dic. 08	-2,44	-1,13	0,93
	Dep.cli.ord/Tota attivo; giu 08	41,29	47,42	53,20
	Crescita dep.cli.ord.; giu 08-giu09	-1,38	-0,75	6,24
2	TIER 1; dic 08	6,83	7,93	8,53
	Leva (Tot Att/Patr); dic 08	14,89	13,88	11,09
3	Att. Deteriorate/TotCrCli; giu 08	0,03	0,02	0,04
4	Att fin/TA; media giu07, dic07, giu08	14,65	11,47	14,71
	Marg. Interesse/Marg Intermediaz.; giu 08	70,11	70,78	77,52
	Utile da negoziazioni e dividendi/Marg Intermediaz; media dic 07 giu 8	2,85	1,25	-0,93
	Classe dimensionale (1,2 o3)	1,82	2,70	2,50
5	Variaz. Sportelli; giu 08-giu 09	3,85	6,21	9,02

I dati a questo riguardo (TAB. 7) mostrano che i gruppi bancari del terzile 3, che partivano già da una elevata incidenza di questa tipologia di prestiti, hanno aumentato significativamente e più degli altri intermediari la concessione di mutui. Più contenuta, invece, è stata la crescita del credito offerto dagli operatori più dinamici nella forma di aperture di credito in conto corrente o di smobilizzo di crediti commerciali, ancorché più elevata di quanto risulti per gli intermediari degli altri terzili. Sembra pertanto che le banche più dinamiche nell'offerta di credito abbiano comunque cercato di contenere l'assunzione di rischio attraverso il ricorso a forme contrattuali più garantite, limitando per converso la concessione di credito in bianco o in forme autoliquidanti. Tale andamento può essere ascritto altresì al diverso comportamento delle banche verso il settore imprese – la cui domanda è risultata più stagnante a causa delle prospettive

economiche negative – rispetto al comportamento verso il settore famiglie – la cui domanda di credito è tuttora fortemente concentrata sui mutui residenziali.

Per quanto riguarda le scelte in termini di *pricing*, in assenza di indicazione sui tassi effettivamente praticati dalle singole banche, sono stati calcolati due indicatori che forniscono indicazioni approssimate e che pertanto devono essere interpretati con cautela. Si tratta del rapporto tra interessi attivi su prestiti alla clientela ordinaria e l'ammontare dei crediti a clientela ordinaria⁸ - che approssima il livello dei tassi attivi - e di quello tra margine di interesse e totale attivo, che approssima lo *spread* tra tassi attivi e tassi passivi.

⁸ Nel calcolare gli indicatori in cui si rapportano variabili di Conto economico a variabili di Stato patrimoniale, il dato relativo ai mesi di giugno è stato calcolato dividendo il denominatore per 2.

TAB. 7 –Principali forme tecniche relative a crediti alla clientela ordinaria (Tassi di variazione percentuali nel periodo giugno 2008-giugno2009 e incidenza su totale crediti alla clientela ordinaria a giugno 2009)

	Variazione; giugno '08-giugno '09			incidenza su totale crediti alla clientela ordinaria; giugno '09		
	1	2	3	1	2	3
Terzili						
Mutui	3,06	10,90	15,60	0,44	0,48	0,47
Aperture di credito in conto corrente	-4,65	1,49	7,27	0,15	0,20	0,21
Altre operazioni (smobilizzo crediti commerciali)	-12,18	-9,00	5,52	0,20	0,16	0,16
Credito al consumo	-0,06	-9,40	29,26	0,02	0,06	0,03

Guardando al primo indicatore (TAB. 8) si potrebbe affermare che la più sostenuta crescita dei prestiti per gli intermediari del terzile 3 è stata conseguita anche attraverso la leva del prezzo, che risulta mediamente più basso rispetto ai valori rilevati per gli intermediari dei restanti due terzili. Coerentemente, per questi intermediari la componente di costo del credito rappresentata dalle rettifiche di valore appare inferiore – ancorché in aumento-, grazie anche al più ampio ricorso a forme tecniche più garantite. Il secondo indicatore, che incorpora in qualche misura anche i costi di raccolta (oltre che l'ammontare degli interessi maturati sul portafoglio prestiti) segnala che complessivamente la redditività dell'attività di intermediazione creditizia è mediamente più elevata per i gruppi la cui offerta di credito cresce di più. Ricordando che i dati appena commentati indicano l'esistenza di una relazione inversa tra crescita dei prestiti e tassi attivi, tale risultato può essere spiegato con maggiori *mark-down* applicati sulla raccolta. Tale evidenza appare coerente con la circostanza che proprio i gruppi bancari più attivi nell'offerta di credito sono quelli per i quali la componente meno onerosa del *funding* (raccolta con depositi da clientela ordinaria) presenta la maggiore incidenza sul totale delle fonti di provvista. In sintesi, le banche che godono di una componente consistente e di raccolta da clientela ordinaria a costi contenuti hanno potuto espandere

maggiormente i prestiti offrendo credito attraverso forme tecniche garantite a prezzi competitivi.

TAB. 8 - Indicatori di pricing del credito a clientela ordinaria (valori a giugno 2009)

	Terzile		
Dati	1	2	3
Int Att da cli ord/tot cred. cli ord	4,47	4,68	4,26
Marg. Interesse/Tot. Attivo	2,12	2,44	2,45
Rettifiche valore/Tot Cred. Cli Ord	0,48	0,34	0,34
per memoria a giugno 2008	0,24	0,32	0,22

5. Le performances dei gruppi bancari più dinamici

Da ultimo ci siamo proposti di verificare quali sono stati i risultati in termini di redditività, rischio e solvibilità degli intermediari contraddistinti da differenti dinamiche di crescita dei prestiti. Questi aspetti sono stati esaminati in termini di:

1. redditività complessiva, misurata dal ROE;
2. livello di efficienza operativa, misurato dal rapporto cost/income (C/I);
3. grado di patrimonializzazione, misurato dalla leva finanziaria⁹;

⁹ Non è stato possibile verificare i valori del Tier1 ratio o del Total capital ratio in quanto il dato con

4. rischiosità del portafoglio crediti, misurata dall'incidenza delle attività deteriorate sul portafoglio crediti e dall'incidenza delle rettifiche di valore dei crediti a clientela ordinaria sul margine di interesse.

Sotto questi diversi profili, i gruppi che nel periodo giugno 2008-giugno 2009 hanno accresciuto maggiormente l'offerta di credito evidenziavano a giugno 2009 alcune regolarità (TAB. 9):

1. un miglioramento della redditività complessiva;
2. un miglioramento del livello di efficienza – con un C/I inferiore alla media del campione, pari a 65% – dovuto in buona misura all'aumento del denominatore;
3. un incremento della leva finanziaria, il cui valore è comunque mediamente inferiore a quello dei gruppi bancari meno dinamici;
4. un peggioramento della qualità del credito che, pur inferiore in termini relativi rispetto a quello registrato per i gruppi meno dinamici (appartenenti al terzile 1), si associa a un grado di rischiosità del portafoglio prestiti già più elevato all'inizio della crisi.

In sintesi, gli intermediari che hanno potuto o hanno scelto di offrire più credito alla clientela hanno migliorato la loro redditività nonostante abbiano apparentemente operato con controparti più rischiose. Il deterioramento della qualità del portafoglio prestiti non è comunque particolarmente più marcato rispetto a quello registrato dai gruppi che sono cresciuti meno. La situazione patrimoniale di partenza dei gruppi più dinamici, migliore di quella degli altri intermediari, ha consentito di sostenere almeno in questa fase l'espansione del portafoglio crediti senza intaccarne la solidità.

6. Conclusioni

Come da più parti ribadito, la crisi del 2007-2008 ha sollecitato a livello internazionale una riflessione strategica sui sentieri di specializzazione preferibili, che per molte banche potrebbe condurre ad una progressiva rifocalizzazione sull'attività creditizia tradizionale. Un orientamento più marcato verso i settori tradizionali dell'intermediazione deve peraltro tenere conto dell'attuale scenario di mercato caratterizzato da prospettive incerte in termini di rischio e di redditività, nonché dall'impatto che la crisi ha prodotto sull'economia reale. Diventa pertanto sempre più pressante per le banche l'esigenza di elaborare politiche del credito idonee a contemperare gli obiettivi aziendali, espressi in termini di equilibri patrimoniali e di recupero di redditività, con il sostegno all'attività produttiva in una fase di profonda recessione.

L'analisi condotta sulle politiche creditizie dei gruppi bancari italiani ha in effetti messo in evidenza marcate differenze. In parte si tratta di differenze che sono il risultato della struttura acquisita dall'industria, che vede una sostanziale polarizzazione dimensionale tra i maggiori gruppi bancari e la rimanente parte del sistema bancario. Le differenze nelle politiche creditizie dei gruppi sono tuttavia motivate oltre che dall'eterogeneità dimensionale, anche da differenze nelle strutture finanziarie e nelle scelte strategiche.

In uno scenario di complessivo di forte rallentamento dell'offerta, il mercato del credito vede operatori relativamente più dinamici, di norma identificabili nei gruppi caratterizzati da:

- minori vincoli patrimoniali;
- disponibilità di raccolta da clientela ordinaria ampia e a costi ridotti;
- maggiore capacità di selezionare la clientela richiedente credito grazie all'esperienza maturata nell'attività di prestito al dettaglio,

riferimento a giugno è assente in molte delle relazioni semestrali dei gruppi del nostro campione.

nei confronti dei segmenti vocazionali delle

piccole imprese e dei privati.

TAB. 9 – Indicatori di performance e di struttura dei gruppi al giugno 2009

	giu-08	giu-09	giu-08	giu-09	giu-08	giu-09
Terzili	1		2		3	
ROE*2 (valori%)	7,67	3,57	8,79	6,59	5,72	6,13
Cost/Income	65,94	63,18	66,09	68,31	68,90	63,37
Tot. Attivo/Patrimonio	14,90	14,07	13,88	13,04	11,10	11,39
Attività Deteriorate/Tot Cr						
Clientela (valori %)	2,82	5,37	2,30	3,22	4,23	5,90
Rettifiche di valore Crediti						
/Marg. Interesse	0,24	0,33	0,23	0,22	0,13	0,21

Queste caratteristiche consentono a tali gruppi di aumentare i volumi di credito concessi per acquisire nuove quote di mercato e sfruttare la redditività dei margini, pur in una fase di incertezza sulle prospettive dell'economia reale e anche a prezzo di caricare gli attivi di maggiori rischi. L'attenzione ai profili di rischio crescenti si traduce nella definizione di politiche più selettive in termini di forme tecniche e condizioni; più specificamente nella preferenza verso forme tecniche ad utilizzo certo o garantite come modalità di mitigazione del rischio.

Le prospettive dell'offerta di credito sembrano quindi condizionate, oltre che in via diretta da vincoli di natura patrimoniale – cui sono soggetti in misura disomogenea gli intermediari analizzati – anche da valutazioni relative al grado di liquidità dei bilanci, più rilevanti al crescere della dimensione, e dalle prospettive di scadimento della qualità dei portafogli e dei costi del maggior rischio del business. Come indicano i passati episodi di recessione, il peggioramento della qualità del portafoglio crediti presenta un apprezzabile ritardo rispetto all'andamento del ciclo economico. Recenti stime del Fondo Monetario Internazionale indicano che le svalutazioni per deterioramento della qualità del credito a carico delle banche nei prossimi esercizi sono equiparabili a quelle ad oggi effettuate.

Esiste pertanto la possibilità che, nei casi in cui l'aumento dell'offerta di credito non sia stato accompagnato da un'effettiva capacità di selezionare efficacemente i prenditori e di gestire attentamente il rischio di credito, emergano in futuro perdite consistenti in grado di intaccare la redditività e la solvibilità dei gruppi bancari.

4. LA PERCEZIONE DEL RISCHIO DELLE BANCHE DA PARTE DEGLI ANALISTI FINANZIARI ♦

La crisi finanziaria ha messo in evidenza come il sistema nel suo complesso soffrisse di importanti limiti e distorsioni nella percezione del rischio da parte delle banche. A questo proposito basti pensare allo sviluppo dello *shadow banking system*, ovvero alla circostanza che la maggior porzione del finanziamento all'edilizia abitativa negli Stati Uniti fosse effettuata non mediante ordinari mutui, ma mediante meccanismi che prevedevano la cartolarizzazione degli stessi e l'investimento nei titoli risultanti da parte di soggetti (bancari e non) diversi da coloro che avevano originato l'operazione.

La capacità da parte di soggetti esterni alla banca di percepire il rischio affrontato è essenziale per il funzionamento della disciplina di mercato. Nella situazione ideale, la disciplina di mercato sanziona – mediante un incremento del costo della raccolta su passività non garantite (capitale, ma anche debito subordinato e depositi *wholesale*) – le banche che assumano dosi di rischio giudicate eccessive dagli investitori. In questo senso la disciplina di mercato tende a moderare le conseguenze del *moral hazard* che induce le banche ad assumere il massimo rischio (al fine di massimizzare la redditività) una volta fissato il costo delle fonti delle risorse finanziarie. La correzione apportata agli incentivi della banca da parte della disciplina di mercato, che rende l'assunzione di rischio progressivamente più costosa, consente di allinearne gli incentivi con

quelli della società, dati i noti risvolti generali dell'attività creditizia. La logica del Terzo Pilastro della regolamentazione di Basilea, che promuove la trasparenza della comunicazione del rischio, ha proprio l'obiettivo di rafforzare la disciplina del mercato.

Tuttavia, la disciplina del mercato sembra non aver impedito alle banche di assumere dosi eccessive di rischio nella fase che ha preceduto la crisi finanziaria iniziata nell'estate 2007. Il presente contributo ha l'obiettivo di approfondire la questione riguardante la capacità degli analisti finanziari di percepire il rischio assunto dalle banche (quotate) – i cui titoli sono oggetto di attività di monitoraggio – e la circostanza che tale capacità abbia conosciuto un deterioramento in concomitanza del verificarsi della crisi finanziaria. Ci si potrebbe infatti attendere che professionisti specializzati nello studio delle caratteristiche reddituali e finanziarie delle società quotate siano i soggetti in posizione migliore sia per stimare il rischio affrontato dagli emittenti i titoli, rispetto a quali i professionisti stessi forniscono consigli di investimento/disinvestimento, sia per percepirne con anticipo (rispetto al resto della comunità finanziaria) la variazione della rischiosità.

I soggetti sottoposti a regolamentazione tendono ad adattare i loro comportamenti al fine di minimizzarne l'impatto (*gaming the system*); a tale comportamento le autorità possono replicare adattando a loro volta le regole. Tuttavia questo è un evento concretamente difficile da realizzare: la regolamentazione tende infatti ad essere sostanzialmente statica (viene modificata solo di tanto in tanto, a intervalli di tempo decisamente ampi), mentre il contesto operativo è altamente dinamico. In altre parole, è difficile che le autorità di regolamentazione e vigilanza possano restare al

♦ A cura di Mario Anolli e Elena Beccalli.

passo con operatori che hanno forti incentivi finanziari a minimizzare il costo della regolamentazione. La disciplina del mercato mediante il terzo pilastro (trasparenza) dovrebbe tendere a risolvere (almeno in parte) tale problema. La disciplina del mercato, in linea di principio, contrappone imprenditori bancari dinamici e molto motivati, che cercano di minimizzare il costo della regolamentazione per massimizzare il ritorno sul capitale investito, ad altri imprenditori – nella veste di investitori – che massimizzano, operando all'interno di un mercato concorrenziale, il rendimento dei loro investimenti per unità di rischio assunto. In tale contesto, una strategia del tipo *gaming the system* – fatta di manovre elusive della regolamentazione – cesserebbe di essere conveniente in quanto sarebbe immediatamente individuata e sanzionata da altri operatori attenti all'effettiva assunzione di rischio, più che al rispetto formale della regolamentazione.

1. Rassegna della letteratura

Lo studio delle distorsioni e della razionalità delle previsioni degli analisti finanziari ha una lunga tradizione, basata sulla circostanza che

- le stime dei principali parametri finanziari (in particolare degli utili) effettuate da parte degli analisti sono raccolte e archiviate in database specializzati (quali I/B/E/S, Value Line, Zacks e First Call);
- sottoporre a *backtesting* di accuratezza le stime degli analisti costituisce allo stesso tempo operazione di grande rilevanza economica e di relativa semplicità.

I risultati degli studi circa l'accuratezza delle stime degli analisti mostrano che le previsioni degli utili tendono a peccare di eccessivo ottimismo (per gli anni '80 e '90 si veda Kothari 2001) e che la

distorsione positiva nelle stime è prevedibile in base alle informazioni disponibili. D'altra parte, si osserva uno spostamento verso il pessimismo (forse eccessivo) a partire dal 2000 (Kadan et al. 2009, Heflin et al. 2003) con riguardo agli Stati Uniti per effetto di cambiamenti legislativi che, da un lato, limitano le interrelazioni tra dipartimenti che si occupano di ricerca e quelli che si occupano di servizi e operazioni di *investment banking* e, dall'altro, limitano i flussi di informazioni private dal *management* agli analisti. Contestualmente si osserva anche lo spostamento da ottimismo a pessimismo all'interno dello stesso anno (con una riduzione dell'ottimismo della previsione all'avvicinarsi del rilascio dell'informazione contabile annuale)¹. Per i fini che qui rilevano, quindi, ci si potrebbe attendere un ritardo da parte degli analisti nel rispondere ai segnali di pericolo di crisi che fossero emersi dall'informativa contabile delle banche quotate. Nello studio del fenomeno non vanno poi trascurati gli aspetti di metodologia di misurazione; in particolare (Gu and Wu, 2003) non va sottovalutata la circostanza che gli analisti, nel loro tentativo di minimizzare il valore medio dei loro errori di previsione in termini assoluti, si trovano a massimizzare la loro funzione di utilità producendo una previsione del valore mediano delle previsioni di utile. Ciò comporta in periodi di espansione un razionale e atteso pessimismo, e viceversa nei periodi negativi.

I numerosi studi sull'assunzione di rischio da parte delle banche impiegano misure di rischio basate sia su dati contabili che su dati di mercato. Le *proxy*

¹ Il fenomeno è, a sua volta, spiegato da fattori di *expectations management* e dalle politiche di *earnings management* delle banche, in particolare con gli accantonamenti di fine anno (*loan loss provisions*) (Matsumoto, 2002).

basate su dati contabili maggiormente adottate sono gli accantonamenti a *loan loss provision* (Jiménez et al. 2007), gli indici relativi al grado di insolvenza della banca quali *Z-score* (Konishi et al. 2004; Boyd et al. 1993) e la deviazione standard della misura di ROE (Boyd et al. 1993). Le *proxy* basate su dati di mercato ineriscono a rischio sistemico, rischio specifico, rischio di mercato e rischio di tasso di interesse (Demsetz et al. 1997; Saunders et al. 1990). Sebbene la costruzione delle variabili basate su dati contabili risenta delle convenzioni e delle politiche contabili, che possono differire tra banche e che non sono ancora uniformi tra paesi, il loro impiego è diffuso.

Nonostante l'ampia letteratura sia sulle distorsioni nelle previsioni degli analisti che sulla misurazione del rischio delle banche in base a dati pubblici (contabili e di mercato), minore attenzione è stata dedicata al ruolo degli analisti quali "ponte" tra i

dati di mercato e la loro diffusione/interpretazione a fini di valutazione del rischio.

2. Dati

La metodologia empirica proposta si basa sulla stima di diverse misure di performance derivate dall'osservazione di dati finanziari rilevanti su un campione di banche quotate europee componenti l'indice Stoxx 600 Banks, nel periodo gennaio 2000 - marzo 2009.

La costruzione del campione ha richiesto un complesso lavoro di raccordo tra diversi dataset:

- le previsioni individuali di ciascun analista sono ricavate da *IBES detail*;
- i dati di mercato riguardanti l'andamento dei titoli bancari e dell'indice (nonché della sua composizione) sono estratti da Datastream;
- le misure contabili di bilancio delle banche europee comprese nel campione sono desunti da Compustat Global Financial.

TAB. 1: Statistiche descrittive sul numero delle banche nel campione (per anno/paese)

Anno	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	Panel
Paese											
Austria	1	1	1	1	1	2	2	2	2	0	13
Belgio	2	4	3	3	3	3	3	4	4	1	30
Danimarca	1	1	1	1	2	3	3	3	3	0	18
Finlandia	1	1	1	1	1	1	1	1	1		9
Francia	3	4	5	5	4	3	4	4	4	0	36
Germania	5	5	4	4	5	5	5	5	4	1	43
Grecia	5	5	5	5	5	6	6	6	6	0	49
Irlanda	1	1	2	2	3	4	4	3	3	1	24
Islanda							3	3			6
Italia	13	13	14	13	15	16	14	10	10	1	119
Lussemburgo	1	1	1	1	1	1	1	1	1		9
Norvegia	1	1	2	1	1	1	1	1	1		10
Portogallo	3	3	3	3	3	3	3	3	3		27
Spagna	3	3	3	3	3	4	5	6	7		37
Svezia	4	4	4	4	4	4	4	4	4		36
Svizzera		2	3	3	3	3	4	4	4		26
Paesi Bassi	1	1	1	1	1	1	1	1			8
Regno Unito	8	10	10	11	10	10	10	10	7	1	87
Panel	53	60	63	62	65	70	74	71	64	5	587

Il campione utilizzato (TAB. 1) si compone di 587 unità statistiche di 18 paesi europei nel periodo gennaio 2000 - marzo 2009. In ragione della composizione dell'indice, risultano maggiormente rappresentati gli emittenti di Italia, Regno Unito e Spagna.

Con riferimento agli analisti che seguono tali titoli (TAB. 2), il campione è formato da 1243 osservazioni totali nel periodo di osservazione, per un totale di 49761 previsioni emesse. Ciò determina una media di 40 previsioni per analista/anno e 85 previsioni per banca/anno.

TAB. 2: Statistiche descrittive sulle previsioni degli utili prodotte dagli analisti finanziari

Anno	Numero totale di previsioni	Numero totale di analisti	Numero medio di previsioni per analista	Numero medio di previsioni per banca
2000	3087	348	8.87	58.25
2001	5011	366	13.69	83.52
2002	5320	387	13.75	84.44
2003	5288	423	12.50	85.29
2004	4607	381	12.09	70.88
2005	6985	402	17.38	99.79
2006	5655	394	14.35	76.42
2007	6030	422	14.29	84.93
2008	7508	417	18.00	117.31
2009 (Q1)	270	66	4.09	54.00
Panel	49761	1243	40.03	84.77

3. Metodologia

Al fine di rispondere al quesito di ricerca, l'intero periodo di analisi è suddiviso in due sotto-periodi:

1. pre crisi: gennaio 2000 – giugno 2007
2. crisi acuta: settembre 2007 – marzo 2009.

Per l'obiettivo del presente contributo, in primo luogo è rilevante studiare una misura di accuratezza delle previsioni degli utili da parte degli analisti. Si prendono dapprima in esame gli utili in quanto sono chiaramente la grandezza finanziaria sulla quale si concentra la maggiore attenzione da parte della comunità finanziaria, in quanto - benché soggetta a convenzioni contabili - rappresenta la massima sintesi dello "stato di salute" di un'azienda. L'accuratezza delle previsioni è definita come la relazione che si realizza tra gli utili effettivamente realizzati e le previsioni degli utili da parte degli analisti.

Una misura di accuratezza può essere definita come segue²:

$$FEPS_t = \frac{EPS_t - FEPS_{yt}}{P_t}$$

dove:

EPS_t = utili correnti realizzati nel periodo t ;

$FEPS_{yt}$ = utili previsti per il periodo t dall'analista y ;

P_t = ultimo prezzo disponibile per il periodo t .

L'errore di previsione è stato calcolato impiegando due misure, a seconda del tipo di previsione di utili impiegato:

² La misura è considerata sia in termini relativi tenendo in considerazione il segno (per costruzione dell'indicatore, negativo in caso di ottimismo e positivo in caso di pessimismo) sia in valore assoluto per catturare l'entità dell'errore.

- a. errore di previsione medio, dove l'*EPS* previsto è il consenso medio calcolato come valore medio di tutte le previsioni individuali dal giorno dell'annuncio precedente di utili annuali fino al giorno dell'annuncio corrente di utili annuali (Lang and Lundholm, 1993);
- b. errore di previsione sull'ultimo annuncio, dove l'*EPS* previsto è l'ultimo annuncio di previsione di consenso calcolata in base a tutte le previsioni individuali disponibili dal giorno precedente dell'annuncio di utili fino al giorno dell'annuncio corrente di utili annuali. Nel caso più di una previsione di utili sia comunicata da un analista nel corso del periodo esaminato, la previsione più recente prima dell'annuncio di utili è impiegata nel calcolo dell'ultimo annuncio di *EPS* di consenso (Simpson, 2010).

Oltre agli utili, gli analisti sono anche impegnati nella stima del rischio. Ai fini del presente lavoro, fra le diverse misure di rischio ricavabili dalla letteratura³, si è ritenuto di utilizzare una misura di *Z-Score* (Boyd et al. 1993):

$$Z - score = \left\{ \sum_{j=1}^n [2\pi / A_j + A_{j-1}] / n - 1 + \sum_{j=1}^n [(E_j + E_{j-1}) / (A_j + A_{j-1}) / n] \right\} / s_r$$

dove:

π = reddito netto dopo le tasse;

A = attivo totale quale risultante dal bilancio;

³ Altre misure del rischio affrontato dalla banca, stimabili sulla base dei dati contabili, potrebbero essere identificate nella deviazione standard mediana del Roe, nell'incidenza delle sofferenze (Jiménez et al. 2007). Misure di mercato classiche sono invece la deviazione standard dei rendimenti dell'azione, la sua scomposizione in rischio sistematico (beta) e idiosincratico (Konishi et al 2004; Demsetz et al. 1997; Saunders et al. 1990).

E = patrimonio netto risultante dal bilancio;

s_r = deviazione standard stimata di r (dove $r = \frac{\pi}{A}$).

Il pedice j rappresenta l'anno fiscale.

Ci si attende che gli analisti siano in grado di identificare, oltre alle tendenze degli utili, anche eventuali variazioni nel rischio assunto dalle società studiate; tale capacità sarebbe particolarmente utile a fronte di importanti discontinuità quali quelle rappresentate dalla crisi finanziaria. Per testare tale capacità è possibile, come primo approccio, studiare la correlazione tra l'errore nelle previsioni e l'indicatore di rischio (*Z-score*) sviluppato⁴.

4. Risultati

I risultati dell'indagine effettuata riguardano innanzitutto l'errore di previsione medio e l'errore di previsione sull'ultimo annuncio in ciascuno degli anni oggetto di osservazione (TAB. 3).

⁴ Ulteriori indagini possono essere sviluppate con l'impiego di un'analisi di regressione univariata del tipo

$$FEPS_t = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta \ln(NI_t) + \varepsilon_t$$

dove:

$FEPS_t$ = revisione della previsione degli utili in ogni trimestre t ;

$\ln(NI_t)$ = logaritmo naturale dell'utile netto di ogni banca in ogni trimestre t .

La relazione sopra riportata non è tuttavia pienamente idonea a tenere conto adeguatamente della varietà di fattori che influenzano l'errore di previsione (tra i quali la letteratura ha già proposto il valore del ROE l'anno precedente, il *book-to-value* dell'anno precedente, la dimensione, la crescita dei ricavi e gli utili per azione nonché valori autoregressivi dell'errore stesso).

TAB. 3: Errori di previsione degli analisti

Errore di previsione medio					Errore di previsione sull'ultimo annuncio				
Anno	Media	Standard dev.	Max	Min	Anno	Media	Standard dev.	Max	Min
2000	-0.0422	0.5018	1.2385	-6.1822	2000	-0.0510	0.5068	1.2500	-6.4897
2001	-0.0832	0.4094	1.7275	-3.1861	2001	-0.0650	0.3858	2.0070	-3.2355
2002	-0.0755	0.5692	2.9690	-4.6783	2002	-0.0283	0.4820	2.9690	-4.6783
2003	0.2726	3.3795	42.6655	-6.9566	2003	0.3198	4.1188	48.9910	-6.9566
2004	-0.1031	1.1859	5.4136	-28.6162	2004	-0.0696	1.1708	7.3882	-28.6162
2005	0.0066	0.1789	1.6867	-1.5080	2005	0.0137	0.1812	2.0921	-1.4846
2006	0.0645	0.2226	2.2249	-0.3915	2006	0.0520	0.2002	2.2371	-0.7592
2007	-0.0767	0.6299	3.5437	-5.9125	2007	-0.0426	0.5984	3.5437	-5.9125
2008	-1.8215	13.0398	54.2227	-176.1159	2008	-0.3945	13.3510	278.3117	-176.9680
2009	-1.5080	0.7867	0.4888	-3.2135	2009	-0.9590	1.1590	1.9404	-3.2135
Panel	-0.2231	4.7435	54.2227	-176.1159	Panel	-0.0306	4.8635	278.3117	-176.9680

Suddividendo l'intero periodo oggetto di osservazione in due sotto-periodi, si osserva che l'errore di previsione medio precedente la crisi è positivo (e pari a 0,0615%⁵) e quindi risulta un sistematico, e contenuto, pessimismo da parte degli analisti. Al contrario, l'errore di previsione diventa pesantemente negativo (e pari allo 0,9627%⁶) durante il periodo di crisi, con ciò indicando una pesante sottovalutazione da parte degli analisti degli effetti della crisi sugli utili delle banche (o della manifestazione stessa della crisi mediante la flessione degli utili delle banche).

Un altro evidente effetto della crisi sull'accuratezza delle stime degli analisti sugli utili bancari consiste in un significativo aumento della dispersione degli errori di previsione.

Con riferimento al rischio, la TAB. 5 mostra che la *proxy* di rischio sviluppata sulla base di misure contabili evidenzia una consistente diminuzione del valore dell'indicatore *Z-score*, che passa da un

valore medio di 155,42 a 107,87, che implica un consistente aumento del rischio affrontato dalle banche, ovvero che il rischio stimabile sulla base dei dati contabili appare più basso nel periodo precedente la crisi e tende invece ad aumentare durante il periodo della crisi. Dal raffronto tra TAB. 4 e TAB. 5 emerge che durante la crisi – a fronte di una deviazione standard della misura di rischio che raddoppia – si ha una deviazione standard della misura dell'errore di previsione che aumenta di un fattore circa pari a 4 (passando da 1,78 a 9,27). Il fenomeno appare interessante, in quanto se gli analisti perdono di accuratezza durante la fase di crisi (fattore dimostrato dall'aumento della dispersione delle loro previsioni), essi potrebbero contribuire ad amplificarne la percezione, piuttosto che a contribuire all'interpretazione corretta da parte del mercato delle prospettive degli emittenti.

⁵ Il test di significatività statistica per la differenza da zero della media (t-test) indica una significatività pari al 99%.

⁶ Il test di significatività statistica per la differenza da zero della media (t-test) indica una significatività pari al 99%.

TAB. 4: Errore di previsione medio dei due sotto-periodi (pre-crisi e durante crisi)

	N. osservazioni	Media	Standard dev.	Max	Min
Errore di previsione pre-crisi	6438	0.615	1.77952	42.67	-28.62
Errore di previsione durante la crisi	3290	-0.9627	9.27394	54.22	-176.12

TAB. 5: Rischio delle banche basato su misure contabili (Z-score)

	N. osservazioni	Media	Standard dev.	Max	Min
Z-score	6076	131.9086	366.1168	3684.5232	-1569.4873
Z-score pre-crisi	3071	155.4245	263.5323	2580.6200	4.8900
Z-score durante la crisi	3005	107.8762	446.0430	3684.5200	-1569.4900

La correlazione tra *Z-score* pre-crisi e valore assoluto dell'errore di previsione pre-crisi (TAB. 6) è pari a -0,162 (significativo al 99%), mentre la stessa sale a -0,544 (significativo al 99%) durante la crisi. Con riferimento alla capacità di prevedere gli utili da parte degli analisti, emerge dunque una correlazione negativa tra rischio e capacità di prevedere gli utili; tale correlazione è

particolarmente accentuata durante la crisi: durante il periodo di crisi pertanto emerge una maggiore difficoltà degli analisti nella previsione degli utili. E' interessante anche notare che il valore della correlazione sull'intero periodo oggetto di analisi è pari a -0,432 (significativo al 99%): i pochi mesi della crisi contribuiscono quindi a rendere molto più accentuata la correlazione negativa.

TAB. 6: Correlazione tra Z-score e errore di previsione

Spearman's rho	Z-score	Z-score pre-crisi	Z-score durante la crisi
Errore di previsione intero periodo	-0.432***	-0.162***	-0.544***
Errore di previsione pre-crisi	-0.162***	-0.162***	
Errore di previsione durante la crisi	-0.544***		-0.544***

*** Correlazione (a due code) significativa al 99%.

5. Conclusioni e implicazioni di policy

La capacità del mercato di monitorare e regolare l'assunzione di rischio da parte delle imprese bancarie è fattore cruciale della regolamentazione prudenziale. Diversi fattori, quali l'innovazione finanziaria e l'internazionalizzazione dell'attività, mettono da un lato le autorità di vigilanza in condizioni di basarsi anche sui segnali provenienti dal mercato (logica del terzo pilastro); dall'altro, un mercato efficiente sarebbe in grado autonomamente, se correttamente informato, di fornire una

regolazione automatica al rischio assunto dalle banche.

Affinché il mercato possa agire nel senso indicato è necessario che sia in grado, da un lato, di valutare in maniera efficiente le condizioni (in particolare in termini di rischio) delle banche e, dall'altro, di realizzare "azioni disciplinari" quando le condizioni di rischio assunto dalle banche risultano eccessive.

Il presente lavoro ha tentato di dare una risposta a due quesiti complementari:

- se il mercato, nella sua "frontiera informativa" costituita dagli analisti finanziari, è in grado di valutare correttamente il rischio assunto dalle banche;
- se il mercato reagisce con sufficiente rapidità alla discontinuità importante costituita dallo scoppio della crisi finanziaria.

Il particolare percorso che questo contributo propone per giudicare le capacità di previsione della crisi da parte degli analisti finanziari si basa sui seguenti passaggi logici:

- il set informativo a disposizione degli analisti finanziari è da ritenersi accurato per prevedere la crisi, ovvero che la crisi finanziaria sia prevedibile sulla base delle grandezze comunicate all'esterno dalle banche (informativa contabile e altra informativa pubblica) e disponibili alla comunità finanziaria;
- un sottoinsieme significativo di tale set informativo è replicabile sulla base delle informazioni presenti nei dataset utilizzati dagli analisti;
- gli analisti finanziari interpretano correttamente le informazioni a loro disposizione e le impiegano senza distorsioni per prevedere lo "stato di salute" prospettico delle società esaminate;
- il dataset disponibile per la presente analisi replica in misura adeguata le notizie a disposizione degli analisti.

I primi risultati indicano che, in base all'assetto sperimentale disegnato e al dataset utilizzato:

- gli analisti sono soggetti ad errori di previsione e che tali errori non sono costanti nel tempo ma tendono a crescere durante le fasi di tensione del mercato;

- l'aumento del rischio delle banche durante le fasi di crisi non è tempestivamente previsto dagli analisti né incorporato con rapidità. Al contrario, durante la crisi, la dispersione negli errori di previsione aumenta fortemente e si riscontra un aumento della correlazione tra errore di previsione e rischio (ovvero all'aumentare del rischio affrontato dalle banche aumenta anche l'errore di previsione degli analisti).

Ovviamente, l'abilità del mercato di stimare e correggere l'assunzione di rischio da parte delle banche dipende da molti fattori, quali per esempio:

- l'assetto di *corporate governance*⁷ specifico della banca studiata e comune all'ambiente nel quale la banca opera (si confrontino ad esempio Italia e Regno Unito). E' evidente a questo proposito che l'assetto corrente può agire nel senso di amplificare o attenuare gli effetti delle informazioni che provengono dal mercato;
- la presenza e l'estensione delle garanzie implicitamente o esplicitamente fornite dal governo (*too big to fail* etc.); i diversi atteggiamenti dei governi (nel tempo e nello spazio) tendono a "inquinare" il puro dato del mercato;
- la diffusione dell'informazione addizionale (e a volte strumentale) a quella del mercato, quale quella diffusa da agenzie di *rating*⁸.

I risultati del lavoro consentono di escludere che gli analisti siano in grado, anche in fasi di crisi, di prevedere correttamente quanto meno una misura contabile di rischio affrontato dalle banche. Se si

⁷ Inteso in senso ampio come "modo con il quale chi fornisce mezzi di finanziamento a un'impresa riesce a ottenere la remunerazione desiderata su tali mezzi".

⁸ Tutti i fattori citati possono influenzare il risultato delle nostre stime, e saranno oggetto di futura ricerca.



escludono ragioni riconducibili alla scarsa capacità sistematica dell'intera comunità degli analisti finanziari o alla distorsione degli incentivi ai quali rispondono (*expectations management*), i risultati dell'indagine possono essere interpretati come indicativi di una ancora insufficiente adeguatezza dei dati contabili e dei mercati a fornire adeguate e tempestive stime del rischio affrontato dagli emittenti bancari quotati. Da ciò deriva l'importanza di perseguire con maggiore incisività e consapevolezza l'attuazione delle indicazioni del terzo pilastro di Basilea 2 (potenziamento degli obblighi informativi delle banche).

Bibliografia

- Boyd, J.H.: 1993, 'Bank holding company mergers with non-bank financial firms: Effects on the risk of failure', *Journal of Banking and Finance* 17, 43-63.
- Demsetz, R.S., Strahan, P.E.: 1997, 'Diversification, size, and risk at bank holding companies', *Journal of Money, Credit and Banking* 29(3), 300-313.
- Flannery, M.J.: 1998, 'Using market information in prudential bank supervision: a review of the U.S. empirical evidence', *Journal of Money, Credit and Banking* 30(3), 273-305.
- Gu, Z., Wu, J.: 2003, 'Earnings skewness and analyst forecast bias', *Journal of Accounting and Economics* 35(1), 5-29.
- Heflin, F., Subramanyam, K.R., Zhang, Y.: 2003, 'Regulation FD and the Financial Information Environment: Early Evidence', *The Accounting Review* 78, 1-37.
- Jiménez, G., Lopez, J.A., Saurina, J.: 2007, 'How Does Competition Impact Bank Risk-Taking?', *Working paper 2007-23, Federal Reserve Bank of San Francisco*.
- Kadan, O., Madureira, L., Wang, R., Zach, T.: 2009, 'Conflicts of Interest and Stock Recommendations: The Effects of the Global Settlement and Related Regulations', *Review of Financial Studies* 22, 4189-4217.
- Konishi, M, Yasuda, Y.: 2004, 'Factors affecting bank risk taking: Evidence from Japan', *Journal of banking and finance* 28, 215-232.
- Kothari S.P.: 2001, 'Capital market research in accounting', *Journal of Accounting and Economics* 31, 105-231.
- Lang M.H., Lundholm, R.J.: 1993, 'Corporate disclosure policy and analyst behavior', *The Accounting Review* 71(4), 467-492.
- Lys, T. and Sohn, S.: 1990, 'The association between revisions of financial analysts' earnings forecasts and security-price changes', *Journal of Accounting and Economics* 13, 341-363.
- Matsumoto, D.A.: 2002, 'Management's incentives to avoid negative earnings surprises', *The Accounting Review* 77, 483-514.
- Saunders, A., Strock, E., Travlos, N.G.: 1990, 'Ownership structure, deregulation, and bank risk taking', *Journal of finance* XLV(2), 643-654.
- Simpson, A.: 2010, 'Analysts' Use of Non-financial Information Disclosures', *Contemporary Accounting Research*.