

Associazione
per lo Sviluppo
degli Studi di
Banca e Borsa



Università Cattolica
del Sacro Cuore

OSSERVATORIO MONETARIO

1/2011

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

SINTESI

Questo numero di Osservatorio Monetario è suddiviso in due parti. La prima contiene un aggiornamento del quadro congiunturale internazionale, sia di carattere reale che monetario. La seconda è invece dedicata a due approfondimenti: il primo è incentrato sull'esame delle cause e delle implicazioni delle crisi del debito sovrano in Europa. Il secondo è focalizzato sulla valutazione del rischio delle azioni bancarie negoziate sui principali mercati azionari mondiali nel periodo 2000-2010.

Il primo capitolo analizza l'andamento della congiuntura internazionale. L'anno 2010 si chiude con un andamento non particolarmente brillante registrato dalle economie più avanzate che contrasta con la perdurante fase di espansione che si manifesta all'interno delle principali economie emergenti – anch'esse caratterizzate da un rallentamento sul finire dell'anno. Viene così confermata una sostanziale divergenza in atto tra il sentiero di espansione registrato dalle economie più ricche rispetto a quelle emergenti, che ha iniziato a manifestarsi con notevole intensità fin dallo scoppio della crisi finanziaria globale. Per il 2011 gli indicatori congiunturali di carattere anticipatore segnalano per i paesi avanzati una prosecuzione della ripresa, anche se l'intensità con cui questa si manifesterà dipenderà fortemente dal modo e dal tempo in cui verrà attuata l'*exit strategy* sul fronte delle politiche sia fiscali che monetarie.

Contemporaneamente hanno iniziato a manifestarsi tensioni sul fronte dei prezzi. In particolare le materie prime – complici la perdurante espansione negli emergenti, i possibili effetti della nuova immissione di liquidità da parte della Fed e la crescente instabilità politica nell'area nord-africana –

hanno conosciuto negli ultimi mesi un sostanziale rincaro. Tuttavia la *core inflation* rimane ancora sostanzialmente sotto controllo in gran parte dei paesi avanzati.

Tra le principali economie dell'area Euro l'Italia è quella che ha registrato la performance più deludente. Nel terzo trimestre del 2010 la crescita del Pil ha conosciuto un rallentamento che è proseguito – secondo le stime preliminari fornite dall'ISTAT – anche nell'ultimo trimestre.

Il secondo capitolo è focalizzato sull'analisi della politica monetaria realizzata da BCE e Fed. Nel corso del 2010 e sino ai primi mesi del 2011, la Banca Centrale Europea ha continuato la sua politica non convenzionale – mantenendo il tasso ufficiale al livello minimo dell'1% e soddisfacendo per intero la domanda di liquidità delle banche. Due particolari tipi di operazioni che facevano parte degli strumenti di questa politica – gli *swaps* in valuta e l'acquisto di *covered bonds* bancari – sono stati al momento accantonati. Un altro strumento non convenzionale è invece stato introdotto a partire dallo scoppio della crisi del debito sovrano greco: il cosiddetto *Securities Market Program* – consistente nell'acquisto di titoli di stato dei paesi in difficoltà. Tale programma, pur non creando liquidità, potrebbe creare pericolosi fenomeni di “azzardo morale” da parte delle banche, in quanto tali titoli possono essere utilizzati anche come collaterale per lo svolgimento di altre operazioni.

Come si evince da una lunga serie di dichiarazioni ufficiali rese da diversi membri degli organismi direttivi della BCE e dall'andamento di alcuni indicatori macro, il momento in cui la BCE tornerà a gestire la politica monetaria mediante il tradizionale strumento di controllo dei tassi *policy* (e



mantenendo la liquidità bancaria vicino a zero) non appare più molto lontano. La crescita economica è tornata in territorio positivo (anche se rimane molto diversificata da paese a paese), mentre il tasso di inflazione corrente sta superando l'obiettivo del 2%.

La politica monetaria della Fed è stata contrassegnata negli ultimi tempi da un ritorno alle operazioni di Quantitative Easing (QE2). In particolare, nel mese di Novembre 2010, la Fed ha annunciato l'intenzione di acquistare 600 miliardi di dollari di titoli di stato a lungo termine entro la fine di Giugno 2011, mediante interventi su base mensile di entità mediamente pari a 75 miliardi di dollari. Questa operazione si pone l'obiettivo di abbassare i tassi di interesse reali a lungo termine per scongiurare il rischio di deflazione. Dopo circa tre mesi, l'obiettivo del QE2 sembra raggiunto. I tassi di interesse reali sono più bassi di quelli di un anno fa ed il rischio di deflazione sembra definitivamente scomparso.

Il terzo capitolo è dedicato all'analisi delle crisi del debito sovrano all'interno dell'area Euro. I governi europei hanno impegnato ingenti somme per ripristinare la fiducia sui mercati finanziari, a cominciare dalla fase più acuta della crisi recente, in particolare dopo il collasso della Lehman Brothers. Inoltre, l'aspettativa di *bail out* emerge chiaramente dai premi sui CDS quotati sul mercato finanziario: questa evidenza suggerisce che i governi stanno fornendo una garanzia implicita di sostegno, che va al di là delle somme già esplicitamente impegnate. La gestione della crisi del debito sovrano in Europa rappresenta una sfida formidabile non solo per i governi, ma anche per gli economisti, chiamati a fare proposte concrete per scongiurare una degenerazione della crisi stessa. Nel capitolo sono state esaminate tre proposte, che hanno

attirato l'attenzione nel recente dibattito sull'argomento: (i) aumentare le risorse e rendere più flessibile il Fondo europeo "salvati" (EFSF); (ii) istituire un'agenzia del debito europea che emetta "eurobonds"; (iii) creare un Fondo Monetario Europeo in grado di gestire una "ristrutturazione ordinata" del debito di alcuni paesi europei.

Il quarto capitolo propone invece un esercizio di stima volto a quantificare l'evoluzione del rischio contenuto nelle azioni bancarie. Nel periodo 2000-2010 il rischio delle azioni bancarie è significativamente mutato sia per livello sia per composizione. Il beta – cioè l'indicatore di rischio sistematico – dei titoli bancari è raddoppiato nel periodo 2000-2010, mentre il livello attuale del rischio specifico si è allineato al livello osservato agli inizi del decennio scorso. Si è osservato un aumento transitorio del rischio specifico in corrispondenza della crisi finanziaria, aumento che è stato successivamente riassorbito con un movimento di ritorno verso la media.

Nel contempo si è assistito a una significativa ricomposizione delle fonti di rischio delle azioni bancarie, con il rischio sistematico che ha assunto una quota del rischio totale superiore sia a quella precedente la crisi finanziaria del 2007-2009 sia a quella degli inizi del decennio scorso. La quota di rischio totale riconducibile all'andamento del mercato, e quindi al rischio sistematico, si colloca comunque nell'ultimo triennio nell'intorno del 35%. Ciò implica che le informazioni specifiche alla banca spiegano ancora la maggior parte del rischio complessivo.

COSTI E BENEFICI DELL'EURO, VENT'ANNI DOPO ♦

Chi rilegge oggi *One market, one money*¹ - e la sua *Introduzione* di Jacques Delors, allora (10 ottobre 1990) Presidente della Commissione UE – può domandarsi: quell'ottimismo e quell'impegno risultano giustificati? L'Euro è stato per tutti noi quel successo che era dichiarato possibile vent'anni fa? Un successo che si basava soprattutto sui guadagni di *efficienza* (integrazione e convergenza) dati dal “miglior” mercato unico che la moneta comune rendeva attuabile. Oltre ai guadagni di *stabilità* in presenza di shocks esterni, che Delors esplicitamente sottolineava nell'Introduzione (con riferimento alla crisi del Golfo dell'estate 1990). E' quanto abbiamo saputo realizzare, oppure è stata diversa l'evoluzione registrata negli anni scorsi ed è quindi meno occasionale e meno facile da superare la crisi attuale?

Proviamo a chiarire i problemi odierni, confrontando due scenari: quello ipotizzato allora e quello effettivamente poi realizzato.

I vantaggi netti dell'Euro

L'adozione della stessa moneta da parte di un certo numero di paesi che già formavano una unione economica caratterizzata dalla libera circolazione di beni e di fattori produttivi, serviva a coronare l'impegno a realizzare un mercato unico (*single market*) e a garantirne tutti i vantaggi.

L'integrazione ottenuta *via* selezione competitiva rendeva plausibile il sogno di una *Europa fatta dal meglio di ciascun Paese*. Pensate ad un

consumatore europeo che potesse viaggiare su auto tedesche e su treni francesi, indossare vestiti e mangiare cibi italiani, studiare in università inglesi, usare tecnologia finlandese e così via.

La bontà di un'economia di mercato, garantita dalle regole di una corretta competizione, significa una quotidiana selezione di qualità che è tipica dei “giochi a somma positiva” ($2 + 2 = 5$). Grazie a questi stimoli – e alle necessarie riforme che consentono l'effettivo realizzarsi della selezione positiva (e non di quella “avversa”) – aumenta il benessere di tutti col vantaggio maggiore goduto dagli ultimi. Integrazione e convergenza non significano che gli italiani ... diventano tedeschi, ma che ambedue diventano europei, ciascun paese specializzandosi nel suo meglio!

Se quello era il “sogno” di allora, che richiedeva appropriate riforme, regole e politiche – certo non bastando l'Euro come *deus ex-machina* a dare tutto ciò – possiamo dire che è quanto si è visto in Europa in questi anni? Il bilancio del primo decennio che ne ha fatto la BCE nel 2008² era molto positivo sulle qualità dell'Euro: una moneta nuova, ma buona, cioè che aveva ereditato le doti delle migliori delle monete che aveva sostituito, e quindi la forza e la stabilità di una moneta come il marco tedesco.

Ma l'analisi della BCE non indicava (e forse sarebbe stata una forzatura politica che non si era voluta) i costi e i benefici che i singoli paesi, e l'area nel suo complesso avevano registrato nel periodo considerato. Emblematico della diffusa delusione in proposito è però stato il Rapporto Monti³ che il Presidente Barroso ha voluto per rilanciare il mercato unico europeo: avevamo adottato l'Euro per ... migliorare qualcosa che poi

♦ A cura di Giacomo Vaciago.

¹ *One market, one money, An evaluation of the potential benefits and costs of forming an economic and monetary union*, “European Economy”, n. 44, October 1990.

² Vedi BCE, *Bollettino Mensile*, 10° anniversario della BCE, giugno 2008.

³ M. Monti, *Una nuova strategia per il mercato unico*, Bruxelles, 9 maggio 2010.



non avevamo fatto! Perché questa è la valutazione che si può dare del risultato dell'Euro: liberatisi dei problemi monetari (inflazione, svalutazione, etc.) che in passato avevano creato difficoltà a tanti paesi che proprio per questo avevano aderito con entusiasmo all'Euro, ci si era poi dimenticati di procedere sulla strada intrapresa. Il Rapporto Monti è chiarissimo nel sottolineare il molto che ancora bisognerebbe fare perché ci sia davvero in Europa il mercato unico, proprio quando l'ideologia prevalente dopo la crisi è quella anti-unico e anti-mercato!

I vantaggi del “sembrare tedeschi”

Negli anni duemila, invece di procedere sulla strada delle riforme e delle politiche necessarie per ottenere i *benefici reali* dell'Euro, diversi paesi (l'elenco comincia con Grecia e Irlanda, ma in parte vale anche per Portogallo, Belgio, Spagna e Italia) si sono accontentati dei *benefici monetari* dati dall'“apparire tedeschi”, cioè dal vedersi applicati gli stessi tassi di interesse, non solo quelli a breve (identici, essendo applicati a tutti dalla BCE), ma anche quelli a lunga. In pratica, per dieci anni tutti questi paesi hanno avuto dai mercati finanziari lo stesso trattamento degli emittenti tedeschi. Problema: quale impiego è stato dato a questo beneficio? Sono stati finanziati solo quegli investimenti che erano parte del processo di integrazione-convergenza avviato? Oppure, sono stati sprecati in inutili bolle speculative (immobiliare) e in aumenti ingiustificati di spesa pubblica corrente? La domanda è ovviamente retorica. Abbiamo tutti scoperto (solo dopo le elezioni greche del 4 ottobre 2009!!) quanto i “benefici” dell'Euro fossero stati illusori, in numerosi paesi dell'Eurozona. E come abbiano lasciato una ingombrante eredità di macerie finanziarie: troppi debiti (privati e/o pubblici, ma la differenza conta poco quando uno dei due è eccessivo, e quindi

anche l'altro se già non lo era lo diventa, insostenibile), da ristrutturare e gradualmente ridurre.

Quando la cancelliera tedesca assicura che la crisi odierna è solo una crisi di debito e non una crisi dell'Euro, chi vuole consolare? L'Euro che abbiamo conosciuto – quello dei primi dieci anni, quello grazie al quale “eravamo tutti tedeschi” – non c'è più. Adesso c'è un Euro da ricostruire e servono nuove regole, rispettate e fatte rispettare perché nell'interesse di tutti. Fino ad allora, i mercati continuano a prevedere che qualche Paese abbia convenienza ad uscire dall'Euro

1. IL QUADRO MACROECONOMICO♦

1. Lo scenario internazionale: una visione di sintesi

L'anno 2010 si chiude con un andamento non particolarmente brillante registrato dalle economie più avanzate che contrasta con la perdurante fase di espansione che si manifesta all'interno delle principali economie emergenti – anch'esse caratterizzate da un rallentamento sul finire dell'anno. Viene così confermata una sostanziale divergenza in atto tra il sentiero di espansione registrato dalle economie più ricche rispetto a quelle emergenti, che ha iniziato a manifestarsi con notevole intensità fin dallo scoppio della crisi finanziaria globale.

Per il 2011 gli indicatori congiunturali di carattere anticipatore segnalano per i paesi avanzati una prosecuzione della ripresa, anche se l'intensità con cui questa si manifesterà dipenderà fortemente dal modo e dal tempo in cui verrà attuata l'*exit strategy* sul fronte delle politiche sia fiscali che monetarie. Mentre all'interno dell'Eurozona sembra avvicinarsi il momento in cui avrà termine la politica di sostegno seguita dalla BCE, in USA la Fed ha annunciato il ricorso ad una nuova fase di allentamento monetario. Inoltre mentre nella regione europea viene da più parti considerata la possibilità di un ritorno a una politica fiscale assai più attenta agli equilibri della finanza pubblica, il deficit pubblico USA è destinato a riprendere a crescere nel corso del 2011.

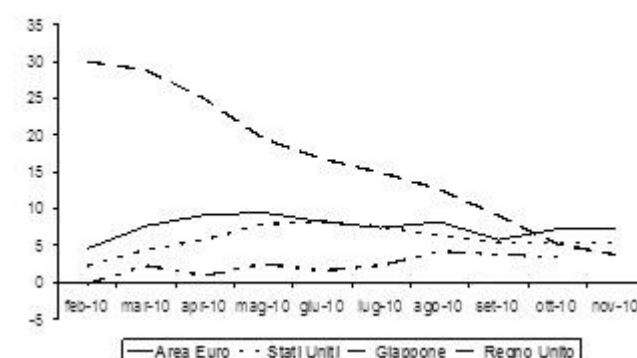
Contemporaneamente hanno iniziato a manifestarsi tensioni sul fronte dei prezzi. In particolare le materie prime – complici la perdurante espansione negli emergenti, i possibili effetti della nuova immissione di liquidità da parte della Fed e la crescente instabilità politica

nell'area nord-africana – hanno conosciuto negli ultimi mesi un sostanziale rincaro. Tuttavia la *core inflation* rimane ancora sostanzialmente sotto controllo in gran parte dei paesi avanzati.

2. Dal rischio di *double dip* al miglioramento di inizio d'anno

La parte centrale del 2010 è stata caratterizzata da una fase di decelerazione dell'economia globale, in particolare nella regione avanzata. Da maggio a ottobre 2010, infatti, gli indici di produzione industriale (FIG.1) e di commercio internazionale hanno registrato una sostanziale stagnazione, che ha spinto diversi analisti a prendere in considerazione la possibilità che l'economia mondiale (e in particolare quella statunitense) potesse andare incontro a un vero e proprio *double dip*. Tali timori trovavano ragione nella (relativamente) modesta dinamica dei consumi privati che – diversamente da quanto tipicamente accade nelle fasi di irrobustimento della ripresa – non mostravano uno sviluppo sufficiente a rimpiazzare il contributo alla crescita sino a quel momento fornito dal ciclo di ricostituzione delle scorte.

FIG. 1: Produzione industriale: principali economie avanzate (tasso di variazione tendenziale)



Fonte: IMF

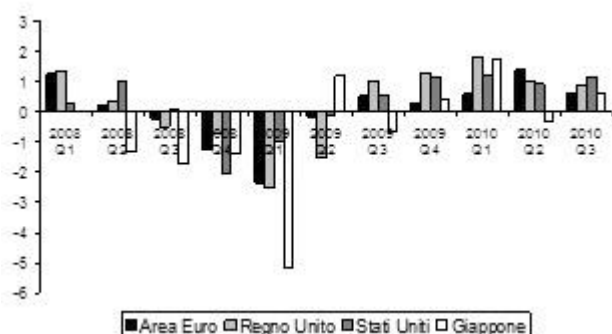
♦ A cura di Tiziana Assenza.

Sul finire dell'anno la tendenza verso la decelerazione è andata aumentando, al punto tale che la variazione congiunturale annualizzata del Pil (FIG.2) è risultata negativa in Giappone (-0,3%) e Regno Unito (-0,5%) o solo lievemente positiva all'interno dell'Eurozona (+0,3%) – per effetto di modesti incrementi del Pil sia in Germania (+0,4%) che in Francia (+0,3%) e in Italia (+0,1%). Solo negli USA la crescita del IV'10 è stata superiore a quella del trimestre precedente. Se si eliminasse il contributo statunitense alla dinamica del Pil delle aree avanzate, quest'ultima risulterebbe nulla nel corso del IV'10. Su tale andamento ha peraltro contribuito anche l'attenuarsi del sostegno alla domanda fornito dalle politiche di bilancio, che nel corso dell'anno appena concluso sono risultate meno espansive di quanto accaduto nell'anno precedente, quando il crollo della domanda privata era stato fronteggiato – pressoché ovunque – da un ampliamento senza precedenti dei disavanzi pubblici.

Le tendenze aggregate a livello di macro aree nascondono in realtà situazioni molto variegata quando si prendono in considerazione i dati a livello di singoli stati nazione. Tale affermazione tiene non solo con riferimento all'area Euro – ove le economie che registrano le peggiori performance sono quelle periferiche, tra cui spiccano in senso negativo Grecia e Irlanda (ancora gravate dalle conseguenze negative della drammatica crisi del loro debito sovrano) – ma anche nell'area emergente. La Cina continua a registrare tassi di crescita vicini al 10%, decisamente superiori a quelli di India – nonostante la recente accelerazione che si è recentemente manifestata all'interno del secondo BRIC asiatico – e Brasile, ove la produzione industriale ha registrato una decisa frenata negli ultimi mesi del 2010.

Per quanto riguarda l'anno appena iniziato sono due gli elementi da non sottovalutare con riferimento alle economie avanzate. Il primo a che vedere con l'effetto trascinalimento – derivante dalla già ricordata decelerazione ciclica in chiusura d'anno – che eserciterà un effetto negativo sulla crescita media annua del 2011 per molte delle economie avanzate. Tale effetto – che misura quanta parte della variazione media annua di una grandezza si è determinata nell'anno precedente – è pari alla cosiddetta l'eredità statistica, calcolata rapportando il dato di Pil registrato nell'ultimo trimestre dell'anno al valore medio annuo del Pil stesso. Date le circostanze appena ricordate il valore di tale eredità contribuisce a deprimere (con la sola eccezione della Germania e degli USA) la performance del Pil nel corso del 2011. Il secondo è invece legato al miglioramento registrato nel corso degli ultimi mesi da molti (anche se non tutti) *leading indicators*. In particolare numerose indagini sul clima di fiducia evidenziano un crescente ottimismo manifestato dalle imprese USA e tedesche – con riferimento sia all'andamento della produzione che a quello degli ordinativi – e da buona parte dei consumatori USA ed europei. Il combinato disposto di questi due elementi è che il 2011 sarà presumibilmente caratterizzato da una crescita media annua inferiore a quella raggiunta nel 2010; tuttavia la crescita andrà irrobustendosi nel corso della seconda metà dell'anno e condurrà verso un miglioramento della fase ciclica durante il 2012. In particolare, ci si aspetta che nel corso del 2011 – una volta definitivamente esauriti gli effetti del ciclo delle scorte e delle politiche fiscali espansive – la crescita potrebbe tornare ad essere decisamente sostenuta (nella seconda metà dell'anno) dalla domanda di famiglie ed imprese, favorendo una condizione utile per trasformare (nel corso dell'anno prossimo) la ripresa in una vera e propria espansione.

FIG. 2: Pil: principali economie avanzate (tasso di variazione congiunturale)



Fonte: IMF

3. La (modesta) ripresa dell'inflazione

Sia nelle economie avanzate che in quelle emergenti è stato registrato un incremento dell'inflazione al consumo (FIG. 3), a partire dall'inizio del secondo semestre 2010.

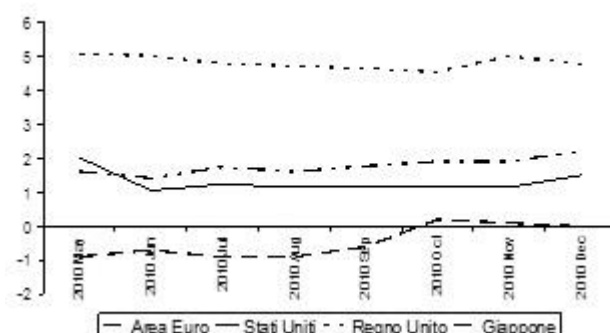
La dinamica dei prezzi nelle economie avanzate si è assestata su livelli contenuti, fatta eccezione per il Regno Unito. Negli Stati Uniti il livello dell'inflazione al consumo è salito all'1,5% (mese di dicembre) dall'1,1% registrato a novembre. I primi dati relativi a gennaio 2011 mostrano un incremento pari all'1,6%. Per quanto riguarda il Regno Unito i dati sono più preoccupanti, in quanto l'inflazione al consumo ha raggiunto il 4,8% in dicembre e il 5,1% in gennaio, nonostante il sostanziale rallentamento conosciuto dal Pil nel corso dell'ultimo trimestre dell'anno.

Nell'Eurozona, la crescita dei prezzi ha superato l'obiettivo del 2% – raggiungendo il 2,2% su base tendenziale a dicembre. Tale risultato è tuttavia frutto di dinamiche diverse tra i differenti paesi dell'unione monetaria (FIG. 4). In Germania l'indice dei prezzi al consumo è infatti cresciuto in dicembre dell'1,7% su base tendenziale; mentre in Francia ha registrato un incremento dell'1,8% e in Italia +1,9%.

Qualora tale andamento persistesse nel corso dei prossimi mesi la Banca Centrale Europea potrebbe

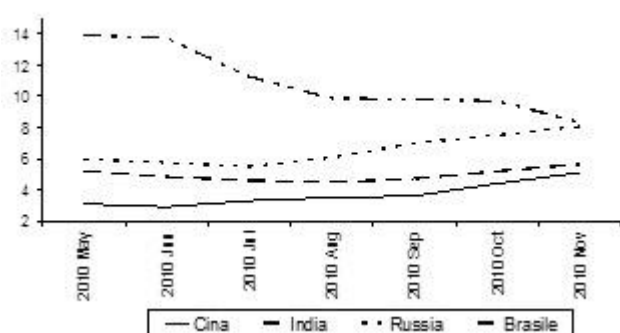
considerare seriamente la possibilità aumentare i tassi di interesse, scatenando conseguenze di non poco conto sulle economie attualmente più deboli, *in primis* Grecia ed Irlanda.

FIG. 3: Inflazione: principali economie avanzate (tasso di variazione tendenziale)



quale viene determinata l'inflazione è per buona parte costituito da beni di prima necessità (quali gli alimenti). In India, ad esempio, i prodotti alimentari costituiscono il 47% del paniere di consumo, mentre in Cina ammontano al 34%.

FIG. 5: Inflazione: principali economie emergenti: (tasso di variazione tendenziale)



Fonte IMF

Ne deriva una maggiore attenzione mostrata dalle Banche Centrali nei confronti del fenomeno inflazionistico. Non casualmente la Banca Centrale cinese ha più volte rivisto al rialzo sia i tassi di interesse che i coefficienti di riserva obbligatoria, nel tentativo di limitare la dinamica dei prezzi al consumo (+4,9% tendenziale in gennaio), oltre che di quella di attività reali come gli immobili – caratterizzati secondo molti osservatori da una vera e propria bolla speculativa.

Su tale scenario ha giocato un ruolo importante l'accelerazione dei prezzi delle materie prime, che può trovare diverse spiegazioni tra cui il recente aggravarsi della situazione politica all'interno della regione nord-africana. Questo fenomeno – qualora diventasse persistente – potrebbe tradursi sia in un rallentamento della ripresa globale che in una fase di maggior crescita dei prezzi. E' pur vero che, allo stato attuale, la dinamica della *core*

inflation (come si evince chiaramente dai dati relativi all'Eurozona) risulta ancora modesta. Tuttavia, il rialzo dei prezzi delle materie prime inizia a essere percepito da molte imprese come il segnale di un trend di incremento dei costi di produzione, che potrebbe prima o poi sfociare in una revisione dei prezzi dell'output finale. Va infatti ricordato che nella stessa Eurozona l'indice dei prezzi alla produzione ha registrato un incremento – su base tendenziale – pari a +4,5% in novembre e +5,3% in dicembre.

4. La congiuntura USA

In TAB. 1 sono riportati i tassi di crescita (variazione percentuale congiunturale annualizzata) del Pil e delle principali componenti della domanda aggregata americana, con riferimento ai quattro trimestri del 2010. E' del tutto evidente il rallentamento evidenziatosi a cavallo dei mesi centrali dello scorso anno, spiegato soprattutto dal contributo negativo fornito alla crescita dalle esportazioni nette, nonostante la straordinaria dinamica degli investimenti nel II'10 (+16,0%). In chiusura d'anno, il Pil registra un incremento (+3,2%) che risente sia del contributo positivo fornito dalle esportazioni nette che soprattutto della ritrovata dinamica sperimentata dai consumi (+4,4%) – malgrado il lento processo di *deleveraging* attualmente in corso e la perdurante debolezza del mercato del lavoro. Il tasso di disoccupazione è infatti aumentato dal 9,3 al 9,6% in media d'anno tra il 2009 e il 2010¹.

¹ Considerando misure più ampie del tasso di disoccupazione – che tengono conto anche dei lavoratori part-time e dei cosiddetti lavoratori scoraggiati – la misura della parte di popolazione attiva che fronteggia problemi sul mercato del lavoro rimane ancora decisamente elevata per gli standard storici.

TAB. 1 USA: Pil e principali componenti della domanda (Tasso di crescita congiunturale annualizzato)

	I-10	II-10	III-10	IV-10
PIL	3.7	1.7	2.6	3.2
Consumi	2.0	2.0	2.4	4.4
Investimenti	0.4	16.0	3.2	4.8
Spesa pubblica	0.0	2.4	2.8	-2.0
Esportazioni	10.8	8.8	6.4	8.4
Importazioni	10.8	30.0	16.0	-14.4

Fonte: OECD

Indicazioni analoghe provengono dalla TAB.2, che riporta i contributi alla crescita del PIL delle diverse componenti della domanda aggregata.

TAB. 2 USA: Contributi alla crescita del PIL delle diverse componenti della domanda aggregata

	I-10	II-10	III-10	IV-10
PIL	3.7	1.7	2.6	3.2
Consumi	1.2	1.6	1.6	3.2
Investimenti	0.0	2.4	0.4	0.8
Spesa pubblica	0.0	0.4	0.4	-0.4
Esportazioni	1.2	1.2	0.8	1.2
Importazioni	-1.6	-4.4	-2.4	2.4

Fonte: OECD

Come si può facilmente osservare, i consumi privati rimangono – nonostante tutto – la componente che ha maggiormente contribuito alla crescita del PIL USA nell'anno appena concluso. Al contrario, l'interscambio commerciale internazionale ha agito come freno allo sviluppo per ben 3 dei 4 trimestri: in media i flussi di import-export hanno sottratto alla crescita del Pil USA un valore mediamente pari all'1,8% nel periodo compreso tra il gennaio e il settembre 2010. Dietro tale dinamica avversa registrata dalle esportazioni nette vi è stato – con elevata probabilità – il prolungarsi del ciclo di ricostituzione delle scorte, che ha favorito una decisa ripresa delle importazioni per gran parte dell'anno.

L'andamento recentemente registrato da molti indicatori anticipatori fornisce indicazioni abbastanza positive per l'evoluzione futura della congiuntura americana. A gennaio il superindice dei *leading indicators* del Conference Board ha registrato una variazione positiva (+0,1%) per il quarto mese consecutivo, dopo sostanziali incrementi in dicembre e novembre. A febbraio l'indice di fiducia dei consumatori elaborato dalla stessa organizzazione ha raggiunto il livello di 70,4 (64,8 in gennaio), grazie ai miglioramenti – ancorchè modesti – registrati sul mercato del lavoro e in termini di prospettive per le imprese. Va peraltro sottolineato che gli stessi consumatori hanno evidenziato nel corso dell'indagine non poche perplessità sulla possibilità che tali miglioramenti possano condurre ad una risoluzione in tempi brevi dei problemi occupazionali.

5. La congiuntura nell'Eurozona

Nel corso del IV'10 il Pil dell' Eurozona ha registrato un tasso di crescita (su base congiunturale) pari allo 0,3%, invariato rispetto al trimestre precedente. In termini tendenziali nell'ultimo trimestre dell'anno la crescita è risultata pari al 2,0%. Nel complesso dell'anno 2010 l'Unione Monetaria Europea ha registrato un tasso di sviluppo pari all'1,7%, identico a quella raggiunto dalla UE27.

All'interno del vecchio continente (FIG. 6) la Germania continua ad essere l'economia più dinamica, pur avendo subito un rallentamento verso la fine dell'anno (passando da un tasso di crescita dall'0,7% del III'10 al +0,4% del IV'10). La Francia mantiene stabile la sua crescita registrando un tasso di sviluppo vicino all'0,3% sia nel III che nel IV'10. In termini tendenziali la dinamica del Pil francese conosce una lieve decelerazione, passando da un tasso di crescita dell'1,7 a uno dell'1,5%.

Disaggregando la dinamica del Pil dal punto di vista della domanda, va notato come le esportazioni abbiano subito una brusca frenata tra il II e il III'10, passando da un tasso di crescita pari al 4,5% ad uno dell'1,9%. L'incremento dei consumi privati e delle famiglie nel III'10 (+0.1%) e la timida ripresa dei consumi pubblici (+0.4% nel III'10) hanno confermato un incremento della domanda interna pari all'0,2%.

La diminuzione degli investimenti in costruzioni e il rallentamento degli investimenti in beni strumentali hanno concorso a determinare una pausa di riflessione nel processo di accumulazione di capitale (-0,3% nel III'10). Dalle stime preliminari di fonte Eurostat – oltre che dai risultati relativi alla elaborazione di alcuni indici di fiducia dei consumatori – emergono tendenze moderatamente positive per quanto concerne i prossimi trimestri.

FIG. 6: Pil: principali economie Eurozona (tasso di variazione congiunturale)



Fonte OECD

6. La congiuntura in Italia

In TAB. 3 sono riportati i tassi di crescita (variazione percentuale congiunturale annualizzata) del Pil e delle principali componenti della domanda aggregata italiana, con riferimento ai primi 3 trimestri del 2010 e all'ultimo trimestre del 2009. Il quadro che emerge non sembra particolarmente incoraggiante. Nel corso

dell'anno il profilo ciclico seguito dal Pil italiano è stato caratterizzato da un continuo rallentamento, proseguito – stando alle prime stime fornite dall'ISTAT – anche nel corso del IV '10. Nell'ultimo trimestre dell'anno la crescita su base congiunturale si è infatti attestata allo +0,1% (+1,3% su base tendenziale), per effetto di un aumento del valore aggiunto di agricoltura e servizi e del calo del contributo fornito dal comparto industriale. Nel complesso, il Pil è cresciuto dell'1,1% rispetto al 2009.

Analizzando l'andamento seguito dalle principali componenti la domanda si nota la modesta crescita conosciuta sia dai consumi che dagli investimenti. Va notato come per la prima volta dal 2008 – anno di inizio della crisi – gli investimenti in costruzioni abbiano mostrato un'inversione di tendenza: nel III'10 sono infatti aumentati dello 0.6%, interrompendo una fase di flessione che durava da oltre due anni.

TAB 3 Italia: Pil e principali componenti della domanda (Tasso di crescita congiunturale annualizzato)

	IV-09	I-10	II-10	III-10
PIL	-0.1	0.4	0.5	0.3
Consumi	0.0	0.2	0.0	0.3
Investimenti	0.7	1.3	2.0	0.9
Esportazioni	-0.2	3.4	2.4	2.8
Importazioni	3.0	3.3	-0.1	4.7

Fonte: Istat

TAB 4 Italia: Contributi alla crescita del PIL delle diverse componenti della domanda aggregata

	IV-09	I-10	II-10	III-10
PIL	-0.1	0.4	0.5	0.3
Consumi	0.0	0.1	0.0	0.1
Investimenti	0.1	0.2	0.4	0.2
Spesa pubblica	0.0	-0.1	0.1	0.0
Var.scorte	0.7	0.1	-0.6	0.5
Esportazioni nette	-0.8	0.0	0.6	-0.5

Fonte: ISTAT

Per quanto riguarda i consumi delle famiglie va detto che nel III'10 hanno registrato un miglioramento (seppur contenuto) rispetto al trimestre. La componente della spesa delle famiglie che ha maggiormente contribuito a tale recupero è quella in beni durevoli, che è cresciuta dell'1.3% dopo una fase di forte contrazione nella primavera del 2010. I redditi nominali delle famiglie hanno mostrato un lieve miglioramento; tuttavia, nel complesso l'effetto negativo sulla dinamica dei consumi delle famiglie (causato dall'aumento del livello dei prezzi ed all'incertezza) ha provocato una dinamica molto contenuta della spesa per consumi privati. Nel corso dei primi nove mesi del 2010 rispetto allo stesso periodo nel 2009, questi sono cresciuti solo dello 0.7%. Dato il clima di perdurante incertezza, anche le attese per la fine del 2010 mostrano una crescita molto debole dei consumi delle famiglie.

Le esportazioni hanno continuato a essere uno dei principali motori della crescita del Pil, anche se non va dimenticato che le importazioni sono contestualmente cresciute in modo cospicuo. Nel complesso l'interscambio con l'estero ha causato un rallentamento della dinamica del PIL di circa 0.5 punti percentuali.

7. La produzione industriale italiana

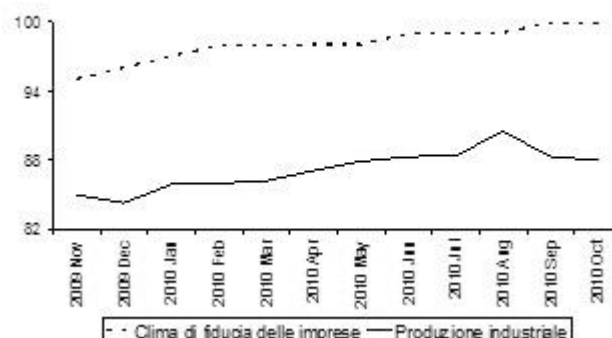
I dati di produzione industriale non prospettano scenari confortanti, anzi confermano la lentezza del sistema produttivo italiano a ripristinare i livelli raggiunti prima dello scoppio della crisi.

In particolare, nel corso degli ultimi mesi, l'indice della produzione industriale ha attraversato una fase di stallo; non ha subito variazioni in ottobre rispetto al mese precedente, in novembre è aumentato di circa un punto percentuale e le stime per il mese di dicembre prefigurano una flessione dell'attività manifatturiera. E' preoccupante notare come – ancora nel novembre 2010 – i

livelli di produzione industriale si collochino su valori inferiori di circa 18 punti percentuali rispetto a quelli registrati nel giugno 2008. Analoga comparazione condotta per paesi come Francia e Germania mostra come tale differenza si attesti attorno ai 10 e 7 punti percentuali, rispettivamente.

Nella dinamica della produzione industriale si evidenzia una differenziazione tra settori. Il settore dei beni di consumo ha conosciuto una fase di contrazione iniziale più contenuta, ma successivamente ha fronteggiato una ripresa più faticosa. I settori di produzione di beni intermedi, al contrario, hanno registrato una contrazione più intensa – dovuta alla decisa riduzione della domanda da parte delle imprese durante la crisi, accentuata dal crollo dei flussi commerciali internazionali – ma ora stanno godendo di una ripresa più vivace. Nel complesso la fase di ripresa dell'attività industriale avviatasi nel 2009 è proseguita anche nel 2010, anche se a ritmo più contenuto che è andato ulteriormente rallentando sul finire dell'anno. Unica nota positiva deriva dall'andamento dell'indice di fiducia delle imprese che, nella fase finale del 2010, mostra qualche segno di miglioramento (FIG.7)

FIG.7: Italia: clima di fiducia delle imprese e produzione industriale



Fonte: ISTAT

2. LA CONGIUNTURA MONETARIA ♦

Nel corso degli ultimi mesi non vi sono state modifiche sostanziali nell'impostazione della politica monetaria della BCE, mentre la Fed ha dato l'avvio ad una nuova serie di operazioni "non convenzionali" – definite *Quantitative Easing 2* (QE2).

Nell'area Euro le misure intraprese a favore dei mercati del debito sovrano non hanno creato base monetaria. La liquidità delle banche si è ridimensionata. Nel frattempo l'economia ha ripreso (anche se lentamente) a crescere, mentre l'aumento dei prezzi delle materie prime ha portato l'inflazione corrente a un livello superiore all'obiettivo di medio periodo. Quindi, non appare più così lontano il momento del ritorno alla tradizionale politica di controllo dei tassi, anche se al momento attuale la crescita degli aggregati – sebbene in ripresa – è ancora modesta.

All'interno dell'economia USA, la Fed continua a dichiarare di essere disponibile a mantenere ancora per lungo tempo i tassi di policy sull'attuale basso livello. Contestualmente ha varato un piano di acquisti su larga scala di titoli a lunga scadenza mirante a ridurre i tassi di interesse reali a lunga, con l'obiettivo di trasformare l'attuale fase di ripresa in una vera e propria espansione, scongiurando il rischio di una fase deflattiva.

1. Eurozona, tasso ufficiale e comunicazioni

Negli ultimi mesi la BCE ha continuato la sua politica monetaria "non convenzionale" – fondata su di un "maggior sostegno al credito" (*enhanced credit support*) – che è in atto dallo scoppio della crisi finanziaria successiva al fallimento di Lehman Brothers.

La BCE continua infatti a mantenere il tasso

ufficiale al livello minimo storico dell'1%, mentre l'Eurosistema soddisfa tutta la domanda di liquidità da parte delle banche a un tasso fisso ancorato a quello ufficiale e a fronte di garanzie non particolarmente solide.

Va ricordato ancora una volta che questo tipo di politica è solo transitoria. Una volta terminata la fase di emergenza, la BCE tornerà alla sua normale politica di controllo dei tassi, in presenza di liquidità delle banche mantenuta su livelli prossimi allo zero. Lo stesso Presidente Trichet sottolinea da tempo che questo cambiamento prima o poi sarà attuato: "la provvista di liquidità e i modi di fornirla saranno aggiustati come risulterà opportuno, considerando che le misure non standard prese durante il periodo di acute tensioni finanziarie sono, per costruzione, di natura temporanea" (Conferenza Stampa del 3 febbraio 2011).

Alcuni sintomi di questo futuro cambiamento sono già visibili. A tale proposito è sufficiente osservare sia l'andamento dei tassi di mercato che la diminuita liquidità e durata delle operazioni della BCE. A queste tendenze si aggiungono quelle provenienti dalle indagini relative alle aspettative degli operatori, dal contenuto delle ultime comunicazioni ufficiali della BCE nonché l'andamento delle principali variabili economiche. Un parziale mutamento nel tono delle Conferenze stampa del Presidente – la principale fonte di informazione della BCE sulla futura politica monetaria – si è già avuto a partire dalla riunione del Consiglio direttivo del gennaio 2011. Il livello dei tassi continua ad essere definito adeguato (*appropriate*), ma, a differenza dei precedenti discorsi, il Presidente si è soffermato sul carattere espansivo dell'attuale politica monetaria e il momento (relativamente) positivo per l'economia. In effetti, come emerge anche dalla TAB.1, i principali indicatori di politica monetaria si sono progressivamente mossi in senso espansivo,

♦ A cura di Giovanni Verga e Andrea Monticini. Hanno collaborato Roberta Cardani e Gaia Soana.

rendendo sempre meno necessari i provvedimenti adottati in tempo di crisi.

TAB. 1: Principali indicatori per la politica monetaria: zona-Euro

Variabili	Riunione BCE	
<i>Valori effettivi disponibili</i>	2010:5	2011:2
Inflazione	1,50	2,40
ΔPrezzi alla produzione	0,90	5,30
Prezzo petrolio (EUR)	64,00	72,60
ΔPrezzo petrolio (EUR)	64,10	34,44
Cambio \$/€	1,34	1,34
ΔCambio \$/€	1,64	-6,39
ΔPIL	-2,20	1,90
ΔProd. Industriale	4,00	7,70
ΔProd. manifatturiera	4,30	8,10
Indice di Fiducia	100,60	106,50
Eurocoin	0,67	0,48
ΔM1	10,90	4,40
ΔM3 (media 3 mesi)	-0,10	1,60
ΔPFI	-0,20	1,90
Euribor-Eurepo (1m)	0,05	0,12
<i>Aspettative (SPF)</i>		
Inflazione fra 1 anno	1,40	1,80
Inflazione fra 2 anni	1,70	1,80
Inflazione medio periodo	1,90	2,00
ΔPIL fra 1 anno	1,40	1,40
ΔPIL fra 2 anni	1,60	1,80
ΔPIL a medio periodo	1,80	1,90
<i>Proiezioni Eurosystema</i>		
Inflazione 2011	0,9-2,1	1,3-2,3
Inflazione 2012	--	0,7-2,3
ΔPIL 2011	0,5-2,5	0,7-2,1
ΔPIL 2011	--	0,6-2,8

Fonte: BCE, Euribor, Eurepo.

Ultimi valori disponibili alle date indicate

Δ = variazione percentuale annua

Le grandezze riportate in grassetto esprimono la tendenza verso un maggior contenuto inflazionistico

Inoltre, nonostante le aspettative del mercato e le proiezioni della BCE siano in linea con la definizione di stabilità dei prezzi, Trichet ha ricordato che vi sono comunque pressioni inflazionistiche di breve periodo –

prevalentemente dovute all'aumento dei prezzi dell'energia e delle materie prime. Tale andamento rende necessario uno strettissimo monitoraggio (*very close monitoring*) da parte della BCE, anche se, per il momento, non vi sono pericoli per la stabilità dei prezzi di medio periodo.

2. La politica della liquidità attuata dalla BCE

Dall'inizio dello scorso anno ad oggi la BCE ha mantenuto una politica sostanzialmente accomodante. Inoltre, nel corso del 2010, l'acuirsi delle turbolenze sui mercati del debito sovrano di alcuni Stati dell'area-Euro (la Grecia *in primis*) ha indotto la BCE a far ricorso a nuove misure “non convenzionali”, costituite in particolare dall'introduzione del dispositivo europeo per la stabilità finanziaria (*European Financial Stability Facility*).

Nella riunione del 10 maggio 2010 (cioè nel corso della crisi greca), la BCE ha deciso di adottare il *Securities Market Programme* (SMP) con la finalità di assicurare la cosiddetta “liquidità finanziaria”¹ ai segmenti dei mercati dei titoli di debito con particolari disfunzioni. L'obiettivo dichiarato era il ripristino dell'adeguato funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria – reso meno efficiente dal malfunzionamento dei mercati – senza generare alcun effetto espansivo di politica monetaria.² Il

¹ Per liquidità finanziaria si intende “la capacità di effettuare operazioni in modo tale da aggiustare i portafogli e i profili di rischio senza influenzare i prezzi sottostanti”, *Bollettino Mensile BCE Giugno 2010*.

² Si veda http://www.ecb.int/ecb/legal/pdf/1_124201005_20en00080009.pdf, e <http://www.ecb.int/press/pr/date/2010/html/pr100510.en.html>. Si ricordi che, per disposizione del Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea, gli acquisti di titoli di Stato da parte dell'Eurosistema sono rigorosamente circoscritti al mercato secondario e successivamente sterilizzati mediante operazioni di assorbimento di liquidità.

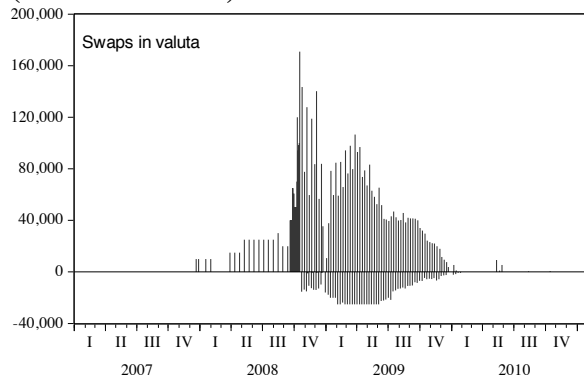
programma SMP non comporta variazioni della liquidità complessiva in quanto tali interventi sono sterilizzati da specifiche operazioni di *fine tuning* (l'acquisto dei titoli effettuato dall'Eurosistema è inizialmente registrato come incremento del saldo del conto corrente delle Istituzioni Finanziarie Monetarie (IFM) presso l'Eurosistema³). Nell'ambito di tale programma, gli acquisti di titoli pubblici a sostegno dei segmenti di mercato del debito sovrano (che ancora lo scorso ottobre risultavano di importo limitato) sono significativamente aumentati negli ultimi due mesi del 2010, in relazione anche alla crisi di Irlanda e Portogallo. Lo stock complessivo dei titoli acquistati è passato da 76,5 miliardi di euro a circa 200 alla metà di gennaio 2011. A questo si aggiunge che l'elenco delle controparti ammesse alle operazioni di *fine tuning* è stato ampliato, così come la lista delle attività stanziabili⁴ in garanzia nelle operazioni di finanziamento⁵.

Nel corso del 2010 la BCE ha invece smesso di offrire liquidità in valuta (FIG.1) – prevalentemente dollari statunitensi (*swaps*) a fronte di garanzie denominate in euro – in accordo con Fed, Bank of England, Bank of Japan e Banca Centrale Svizzera. Questa opportunità era stata introdotta nel 2008, al momento dell'intensificarsi della crisi finanziaria globale.

Alla fine di giugno 2010 la BCE ha inoltre dichiarato concluso il programma di acquisto di obbligazioni garantite (i cosiddetti *covered bonds*) avviato il 7 maggio 2009. L'Eurosistema ha acquistato prevalentemente obbligazioni garantite (con scadenza compresa tra i 3 e i 7 anni) che

intende detenere fino a scadenza. Il valore totale degli acquisti si è tuttora assestato attorno a 60 miliardi ed ha consentito un calo dei differenziali su questi strumenti, che però risultano tuttora elevati se confrontati con i valori pre-crisi.

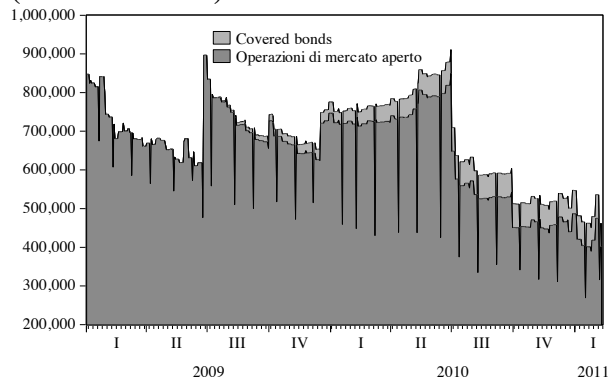
FIG. 1: Swaps in valuta nell'area Euro (Miliardi di Euro)



Fonte: BCE.

Nel 2010 la principale creazione di liquidità è rimasta comunque collegata alle operazioni di mercato aperto (FIG. 2), anche se il suo stock complessivo si è progressivamente ridotto negli ultimi mesi.

FIG. 2: Totale creazione netta di liquidità (Milioni di Euro)



Fonte: BCE

Nella riunione tenutasi a dicembre 2010 il Consiglio direttivo ha deciso di continuare a soddisfare a un tasso fisso tutta la domanda

³ La sterilizzazione avviene attraverso operazioni di *fine-tuning in fixed-term deposits*.

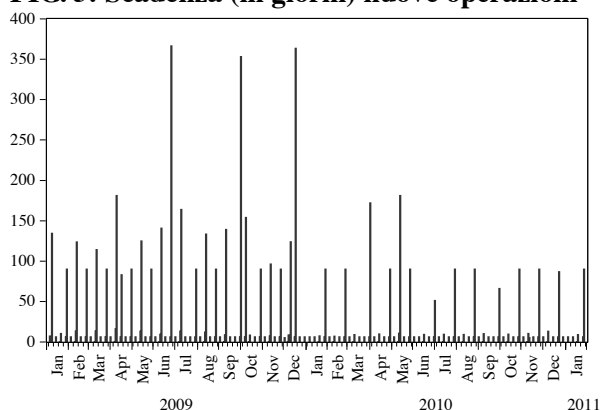
⁴ A differenza di altre banche centrali, la BCE accettava titoli privati già prima della crisi finanziaria del 2007.

⁵ Tali misure hanno lo scopo di diminuire i vincoli dal lato dell'attivo di bilancio delle banche, in risposta al declassamento dei titoli pubblici greci.

bancaria – sia quella relativa alle operazioni di rifinanziamento, che a quelle di assorbimento attivate nell’ultimo giorno di mantenimento della riserva obbligatoria – almeno sino all’aprile 2011. Ha inoltre precisato che questa politica “durerà finché sarà ritenuto necessario”.

D’altra parte anche le operazioni aggiuntive di rifinanziamento a più lungo termine, pur continuando ad essere attivate, sono tornate alla scadenza massima di tre mesi. Nel complesso, come si evince dalla FIG. 3, la durata e le frequenze delle nuove operazioni a scadenza più lunga si sono significativamente ridotte.

FIG. 3: Scadenza (in giorni) nuove operazioni



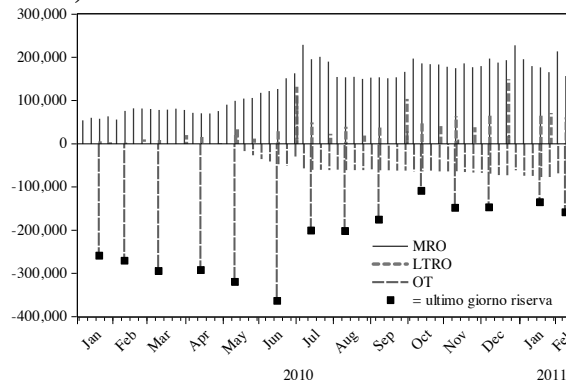
Fonte: BCE

Va comunque osservato che in assenza di rinnovi tutta la liquidità attualmente esistente potrebbe essere potenzialmente distrutta in un solo trimestre – dal momento che la durata massima delle operazioni a medio-lungo termine (LTRO) è di 3 mesi. Di conseguenza, l’eventuale ritorno ad una politica monetaria tradizionale richiederebbe un periodo di preparazione molto breve.

Negli ultimi 12 mesi le MRO (operazioni di rifinanziamento principale) sono tornate ad essere le operazioni di mercato aperto più rilevanti. Nel contempo si sono intensificate le “altre operazioni” (OT) di assorbimento della liquidità (FIG. 4), che dal maggio 2010 comprendono anche le operazioni di *fine-tuning in fixed-term*

deposits. La loro scadenza è di 7 giorni e sono attivate per la sterilizzazione degli acquisti posti in essere dalla BCE in relazione al programma SMP.

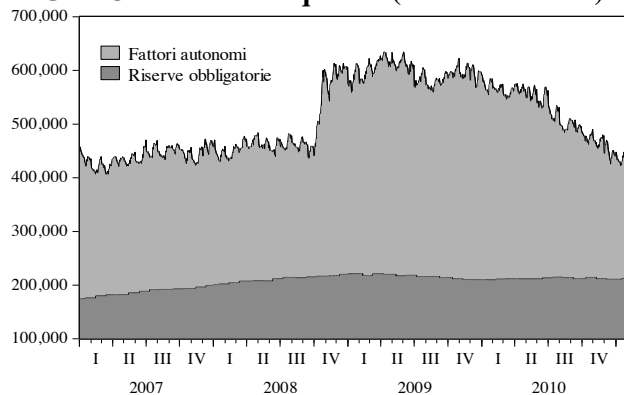
FIG. 4: Creazione/assorbimento lordo di liquidità ripartita per operazioni (Milioni di Euro)



Fonte: BCE

Per quanto riguarda invece gli utilizzi della liquidità, la FIG. 5 mostra chiaramente che la parte utilizzata per soddisfare i cosiddetti *fattori autonomi* (banconote in circolazione + saldo tesoreria dei governi presso le banche centrali nazionali + riserva in euro detenute presso le banche centrali estere) si è ormai riportata a un livello vicino a quello pre-crisi; i requisiti di riserva obbligatoria sono invece rimasti pressoché costanti.

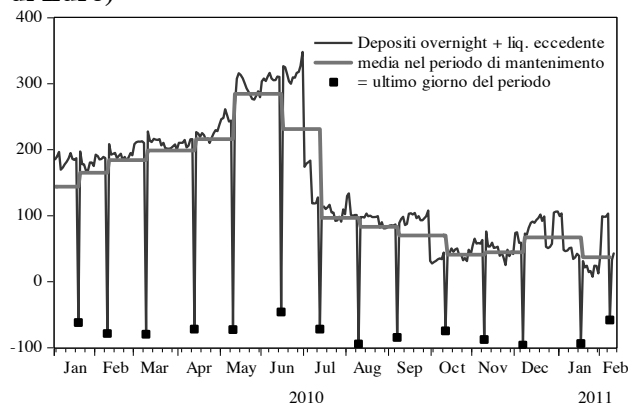
FIG. 5: Utilizzo della liquidità (Milioni di Euro)



Fonte: BCE

Anche la liquidità complessiva detenuta dalle banche (liquidità in eccesso + depositi *overnight*) si è ridotta negli ultimi mesi come risulta chiaro dal profilo della suo valor medio nel periodo di mantenimento della riserva obbligatoria (FIG. 6).

FIG. 6: Liquidità totale delle banche (Miliardi di Euro)



Fonte: BCE

Nel complesso le condizioni di liquidità del sistema bancario sono ora molto più simili a quelle pre-crisi – rispetto a quanto non lo fossero nella prima metà del 2010.

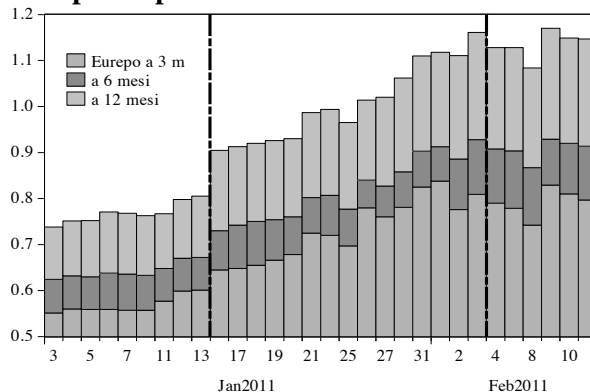
3. L'andamento dei tassi d'interesse nell'Eurozona

I tassi di mercato hanno risentito dell'andamento della liquidità e, più recentemente, anche delle aspettative di un rialzo (seppure non ancora prossimo) del tasso ufficiale. In particolare, i tassi del mercato monetario hanno subito un incremento dopo la riunione del Consiglio direttivo del 13 gennaio 2011, di importo crescente all'allungarsi della scadenza (FIG. 7 per il caso dell'Eurepo).

Nei giorni successivi, si è manifestata una tendenza verso la crescita che si è arrestata solo dopo la riunione del 3 febbraio, quando nella Conferenza Stampa il Presidente della BCE si è limitato a ribadire quanto già comunicato il mese

precedente.

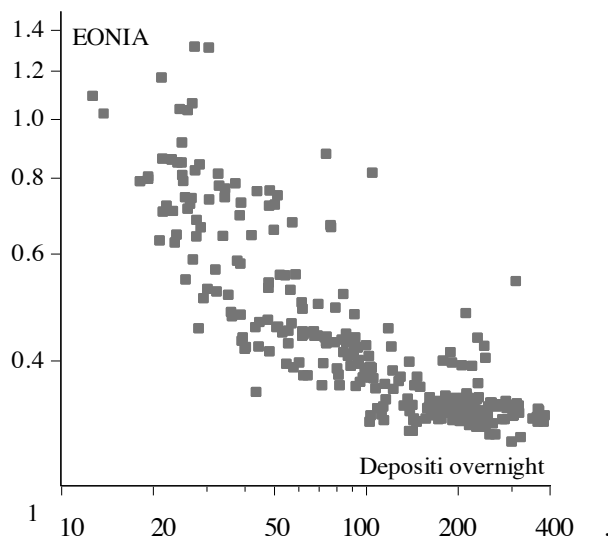
FIG. 7: Risposta dell'Eurepo alle conferenze stampa del presidente



Fonte: BCE, Eurepo

Nel complesso, durante gli ultimi mesi, i tassi interbancari, hanno risentito soprattutto dell'andamento della liquidità (FIGG. 8 e 9), più che delle aspettative relative a variazioni del tasso ufficiale.

FIG. 8: Legame tra EONIA e Depositi *overnight* (Depositi in mld di euro)



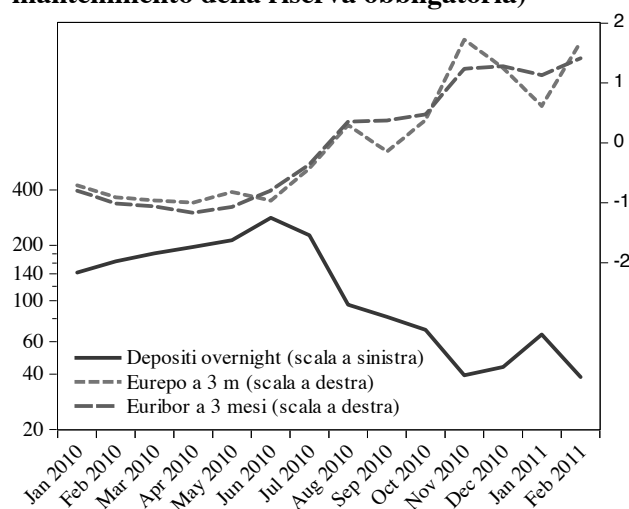
Dati giornalieri. Scala logaritmica

Fonte: BCE, EONIA

In particolare, l'EONIA è risultato

particolarmente sensibile all'andamento giornaliero dei depositi *overnight*, mentre l'Eurepo e l'Euribor a 3 mesi si sono dimostrati più sensibili all'andamento medio che questo aggregato ha avuto nel periodo di mantenimento. Anche nel caso dell'Euribor il rischio del mercato monetario (misurato dal suo differenziale rispetto al Repo) – che resta una componente importante del rendimento del mercato non garantito – è risultato secondario rispetto all'effetto della liquidità.

FIG. 9: Depositi *overnight*, Eurepo e Euribor a 3 mesi (valore medio nel periodo di mantenimento della riserva obbligatoria)

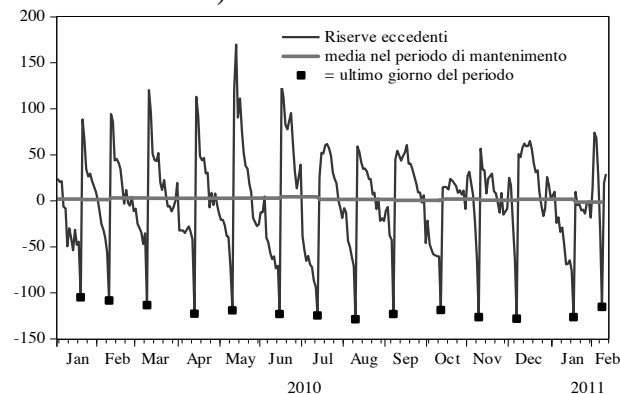


Depositi overnight in miliardi di euro; dati giornalieri.
 Per i tassi scala "normalizzata"
 Fonte: BCE, EONIA

A questo proposito è interessante notare la politica della liquidità adottata dalle banche in presenza di una loro domanda interamente soddisfatta a tasso costante e di operazioni di assorbimento a scadenza un giorno attivate nell'ultimo giorno del mantenimento della riserva obbligatoria. Le riserve in eccesso (non remunerate) sono molto elevate nel primo giorno del periodo di mantenimento per poi ridursi progressivamente – soprattutto nell'ultimo giorno, quando il loro valore, aggiunto a quello dei giorni precedenti,

porta il valore medio del periodo di mantenimento praticamente a zero eliminando così il loro costo (FIG. 10).

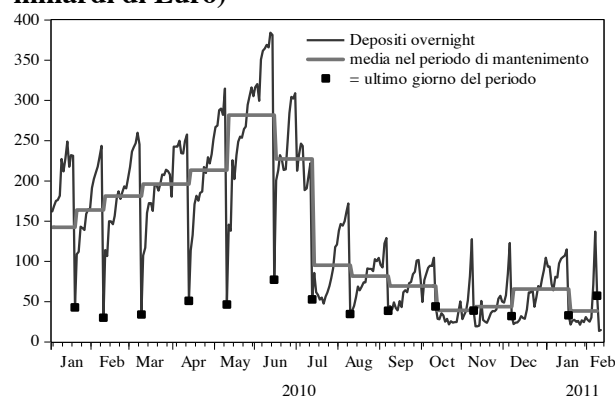
FIG. 10: Profilo giornaliero delle riserve in eccesso presso l'Eurosistema (consistenze in miliardi di Euro)



Dati giornalieri. Fonte: BCE

Il profilo dei depositi *overnight* (FIG. 11) è esattamente opposto a quello della riserve in eccesso, ma anche per loro il valore si riduce nell'ultimo giorno della riserva obbligatoria in seguito alla partecipazione delle banche alle operazioni di assorbimento proposte dall'Eurosistema.

FIG. 11: Profilo giornaliero dei depositi overnight presso l'Eurosistema (consistenze in miliardi di Euro)



Dati giornalieri. Fonte: BCE

Negli ultimi mesi, la tendenza delle banche a

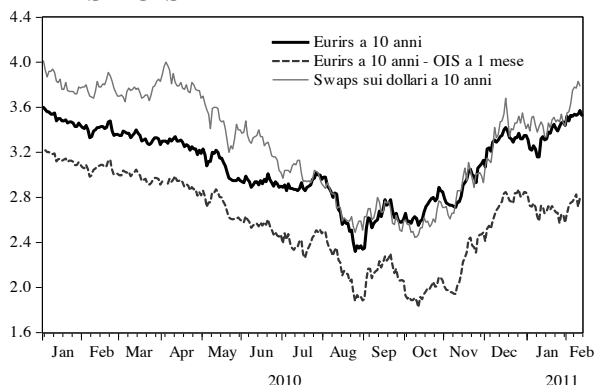
tenere presso di sé una minore liquidità ne ha significativamente appiattito il profilo. Tale risultato è una conseguenza del fatto che la loro remunerazione è di 75 bps. inferiore al Repo e rappresenta un costo che il sistema bancario preferisce contenere – soprattutto considerando il miglior funzionamento dei mercati.

In conseguenza del loro opposto profilo, il totale della liquidità giornaliera a disposizione delle banche, dato dalla somma di queste due componenti (liquidità eccedente + depositi *overnight*) è relativamente costante, con una significativa diminuzione nell'ultimo giorno del periodo di mantenimento (si veda la precedente FIG. 6) e, per quanto detto prima, il loro valore medio nel periodo di mantenimento della riserva obbligatoria è del tutto simile a quello dei depositi *overnight*.

4. I tassi a lunga e le azioni

L'andamento dei tassi interbancari a lunga nell'Eurozona (Eurirs) è riportato nella FIG. 12 insieme al corrispondente tasso americano e al differenziale tra l'IRS decennale e l'OIS a 1 mese. Dal grafico è evidente il forte legame tra il tasso a lunga americano e l'Eurirs decennale, riconducibile alla forte integrazione internazionale fra i tassi interbancari a lunga scadenza.

FIG. 12: Tassi decennali su € e \$ e differenziale tra IRS e OIS



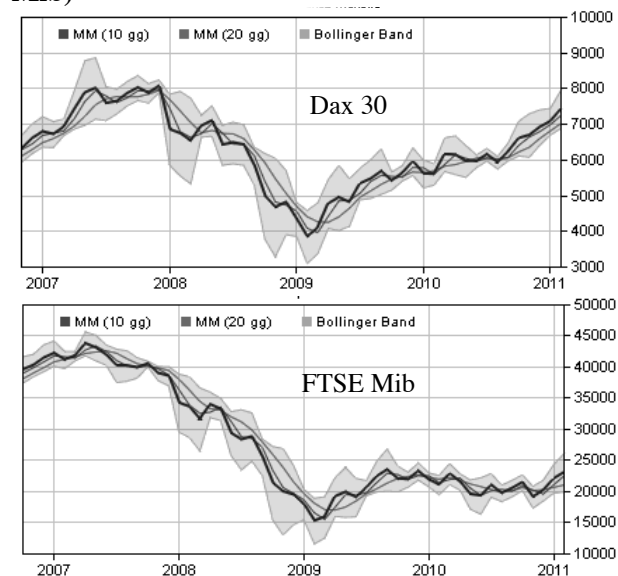
Periodo 2 gen 2010-11 feb 2011, dati giornalieri; fonte: OIS, Fed e Welpanama

D'altra parte, il nostro tasso a lunga è anche influenzato dal corrispondente tasso a breve in euro (OIS a 1 mese), tanto che esiste un parallelismo quasi perfetto tra il tasso americano e il differenziale tra l'Eurirs decennale e l'OIS a 1 mese. Ne deriva che il futuro livello dell'Eurirs, il *benchmark* per i prestiti bancari a tasso fisso, è legato all'evoluzione che subiranno i nostri tassi interni a breve e quelli a lunga americani.

Le borse valori continuano il loro trend positivo in accelerazione dalla metà dello scorso anno, pur risentendo dell'andamento delle rispettive economie.

In particolare all'interno dell'Eurozona la crescita dei corsi azionari è molto diversificata da paese a paese. Essa risulta elevata in Germania (che presenta una forte ripresa nel PIL) e modesta in Italia, dove il trend si è appiattito dopo la ripresa del 2009 e solo di recente ha dimostrato qualche progresso (FIG. 13).

FIG. 13: Andamento degli indici di borsa (2007-2011): Germania (Dax30) e Italia (FTSE Mib)



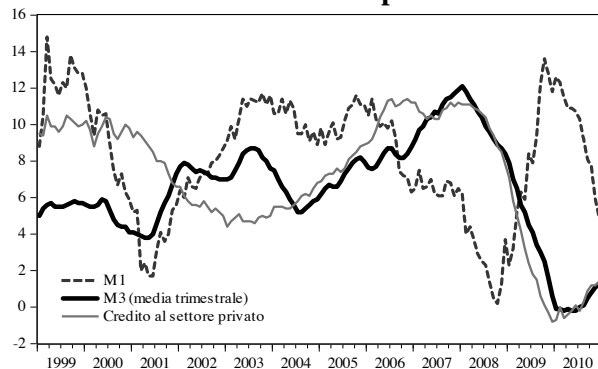
Fonte: Milanofinanza.it

5. Gli aggregati monetari e i tassi bancari nell'Eurozona

Gli aggregati monetari dell'Eurozona stanno lentamente reagendo agli interventi della Banca Centrale e al (modesto) miglioramento dell'economia. Vi sono infatti lievi segnali di ripresa sia nella crescita dell'aggregato monetario più ampio (M3), sia in quella del credito complessivo all'economia (FIG. 14). Entrambi questi aggregati – che durante il 2010 avevano conosciuto delle consistenti flessioni nel loro trend di crescita – a dicembre sono cresciuti rispettivamente al ritmo dell'1,6 e 1,9%.

La componente più liquida della moneta (M1) – che in risposta alla riduzione dei tassi del 2008-2009 era cresciuta a un ritmo anche superiore al 13% annuo – si sta ora espandendo a un ritmo molto più contenuto (+ 4,4% a dicembre 2010).

FIG. 14: Aggregati monetari creditizi Eurozona: tassi di variazione percentuale



Fonte: BCE

Nel complesso il forte aumento della liquidità bancaria non ha generato alcun effetto potenzialmente inflazionistico sugli aggregati: i tassi di crescita registrati nell'ultimo periodo – sebbene in ripresa – risultano ancora inferiori a quelli mediamente realizzati da quando è stata introdotta la moneta unica. Anche i prestiti bancari della zona-Euro hanno mostrato una tendenza alla ripresa (TAB. 2), anche se per

alcune componenti il tasso di variazione tendenziale risulta ancora negativo.

Gli ultimi dati (gennaio 2011) relativi all'indagine sul credito bancario nella Eurozona confermano la presenza di alcuni spunti positivi. Anche se i criteri per la concessione di prestiti sono rimasti nel complesso inalterati rispetto ai due trimestri precedenti il forte restringimento del credito – in atto dal 2009 – si è ormai arrestato. Inoltre non va dimenticato che le imprese non finanziarie esprimono una domanda di credito – sia corrente che attesa per il futuro – in aumento.

TAB. 2: Prestiti bancari: tasso di variazione tendenziale (medie trimestrali)

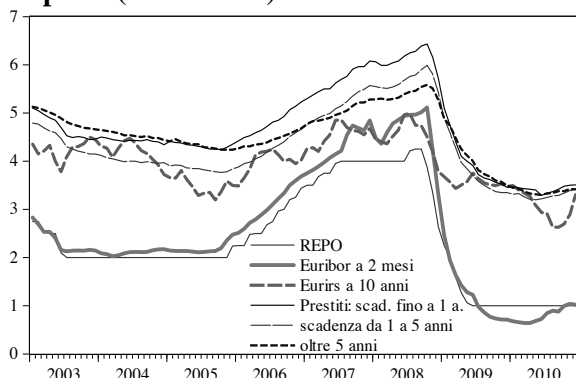
	% sul totale	2010 I	2010 IV
Imprese non finanziarie	42.3	-2.5	-0.4
scadenza: fino a 1 anno	24.2	-12.3	-5.0
da 1 a 5 anni	19.3	-3.4	-2.1
oltre 5 anni	56.5	3.2	2.4
Famiglie	46.8	1.7	2.8
credito al consumo	12.4	-0.7	-0.7
mutui per abitazioni	71.7	2.0	3.5
altro	15.9	2.7	2.6
Imprese finanziarie	0.9	-9.3	7.7

Fonte: BCE

I tassi bancari sono rimasti sostanzialmente stabili, sia per le famiglie che per le imprese. Anche se lo *spread* rispetto ai tassi di mercato è aumentato dopo la crisi, il livello dei tassi bancari rimane storicamente basso per effetto della passata fortissima riduzione del Repo e dell'elevata iniezione di liquidità; due elementi che hanno concorso a ridurre decisamente il livello dei rendimenti interbancari (FIG. 15). Dall'analisi dello stesso grafico si evince anche il ruolo che la BCE può esercitare sull'andamento dei prestiti bancari. Come dimostrato più rigorosamente in una analisi econometrica riferita al credito erogato alle imprese non finanziarie

dell'Eurozona⁶, la politica della BCE ha avuto impatto – oltre che sui tassi – anche sulla modificazione del razionamento (approssimata dalla somma degli indici dell'indagine sul credito bancario relativi a “entità dei prestiti o delle linee di credito” e dei “requisiti per le garanzie”), che tende a diminuire all'aumentare della liquidità.

FIG. 15: Tasso bancario sui prestiti alle imprese (consistenze) e tassi di mercato

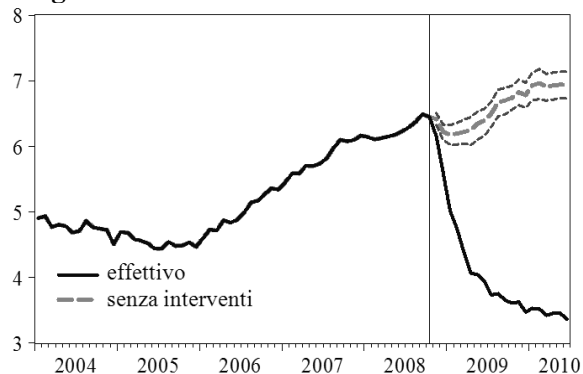


Fonte: BCE

A questo proposito, le FIGG. 16, 17 e 18 riportano i risultati del confronto tra gli andamenti effettivi registrati dal tasso bancario attivo, dalla crescita del razionamento e degli impieghi alle imprese non finanziarie, con gli andamenti che si sarebbero verificati in assenza degli interventi della BCE. Nella già citata analisi è stato possibile dimostrare che – senza la politica espansiva in atto dall'ottobre 2008 – l'effetto negativo sul credito sarebbe stato di gran lunga più elevato.

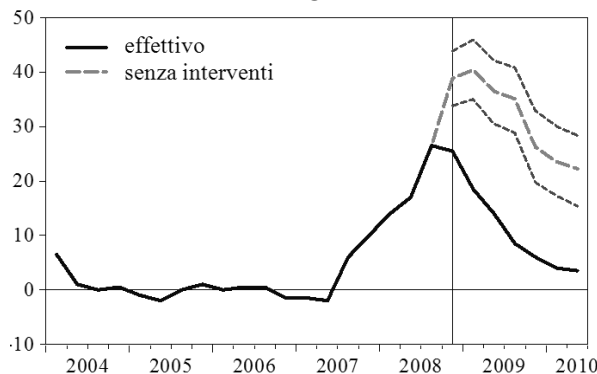
⁶ Si veda: *Supply and Demand in the European Credit Market During the Recent Crisis*, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1711127

FIG. 16: Tasso bancario medio sulle nuove erogazioni con e senza interventi della BCE



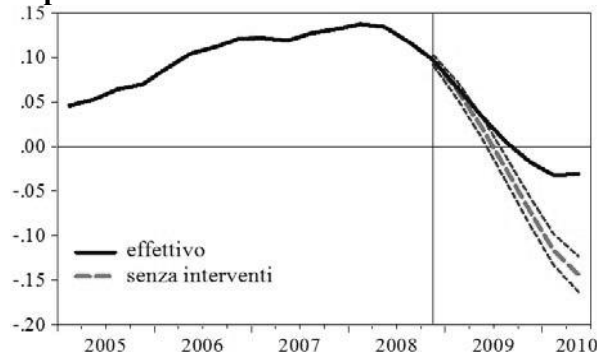
Fonte BCE e nostre simulazioni

FIG. 17: Variazione del razionamento con e senza interventi della BCE



Fonte: ECB e nostre simulazioni

FIG. 18: Crescita annua dei prestiti alle imprese

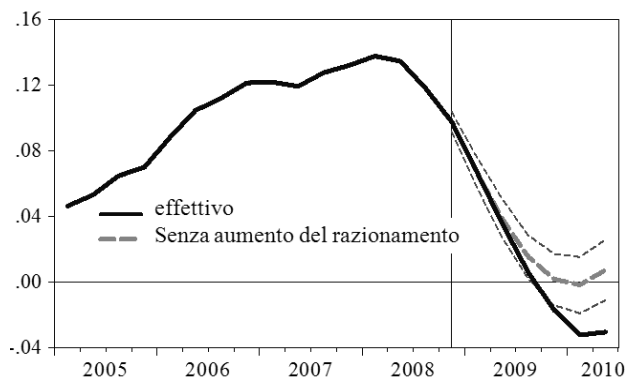


Fonte: ECB e nostre simulazioni

E' interessante esaminare anche la FIG. 19 che contrappone l'andamento effettivo del credito con

quello che sarebbe accaduto senza un incremento del razionamento da parte delle banche. La diminuzione dei prestiti sarebbe stata (ovviamente) inferiore, ma non di molto. La minor crescita degli impieghi nel periodo 2009-2010 (in concomitanza di una fase di diminuzione dei tassi) è quindi un fenomeno riconducibile soprattutto alla bassa domanda da parte delle imprese.

FIG. 19: Crescita del credito alle imprese in assenza dell'incremento del razionamento



Fonte: ECB e nostre simulazioni.

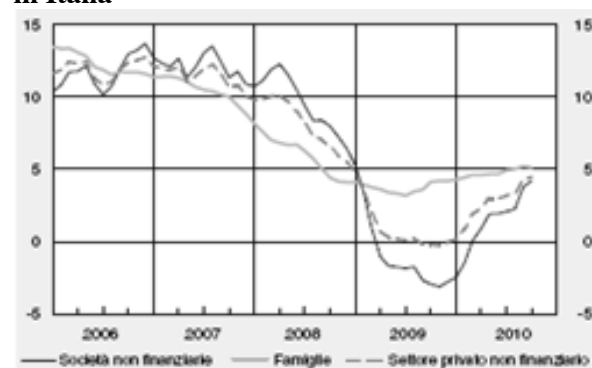
6. Tassi e credito in Italia

Nel corso del 2010 la crescita degli impieghi bancari in Italia si è lievemente rafforzata (+3,0% circa) sebbene continui a rimanere modesta, a causa delle turbolenze finanziarie e soprattutto dell'incerta ripresa economica (FIG. 20).

A frenare il tasso di crescita del credito bancario hanno concorso parzialmente anche le tensioni registrate dal lato dell'offerta. La *Bank Lending Survey* condotta dalla Banca d'Italia ha infatti evidenziato un irrigidimento dei criteri di concessione di prestiti e delle linee di credito a favore delle imprese. Tale fenomeno è determinato dalle "prospettive settoriali o specifiche delle singole imprese, nonché dalle aspettative riguardo all'attività economica in

generale"⁷. Inoltre, alcuni intermediari hanno dichiarato di aver applicato condizioni più stringenti nei confronti delle imprese di maggiore dimensione. Ad esempio, mediante la richiesta di ulteriori garanzie e di un margine più elevato per le operazioni più rischiose. Anche l'offerta di credito per le concessioni di finanziamento più rischiose per l'acquisto di abitazioni e per la concessione di credito al consumo hanno subito un irrigidimento nell'arco del 2010.

FIG. 20: Crescita annua degli impieghi bancari in Italia



Fonte: Banca d'Italia

Tali scelte sono state influenzate dalla difficoltà degli intermediari finanziari a reperire i fondi sul mercato monetario. Pertanto, le politiche di intervento della BCE hanno aiutato a migliorare la posizione di liquidità delle banche, evitando una forte contrazione del credito.

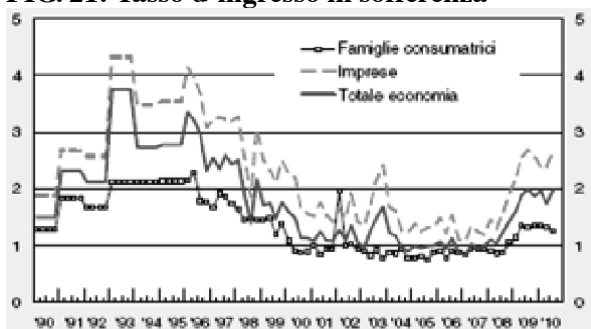
In Italia i tassi medi sui nuovi finanziamenti a breve scadenza sono aumentati lievemente, rimanendo tuttavia sempre al di sotto dei tassi a breve termine europei. A dicembre i tassi praticati sui prestiti a breve termine alle imprese, inclusi quelli in conto corrente, sono risultati pari al 3,6 per cento. Per quanto riguarda i nuovi mutui alle famiglie, il costo di quelli a tasso fisso ha

⁷ Si veda il Bollettino Economico No. 62/2010 fornito dalla Banca di Italia.

registrato variazioni molto contenute, attestandosi al 4,2 per cento; quello dei mutui a tasso variabile è invece aumentato al 2,5 per cento.

La qualità del credito è peggiorata. Il flusso di nuove sofferenze (FIG. 21) è ritornato a crescere a causa dei problemi finanziari delle imprese. Alcuni settori (come l'edilizia) infatti risentono ancora di una congiuntura sfavorevole.

FIG. 21: Tasso d'ingresso in sofferenza



Fonte: Banca d'Italia

Dal lato della domanda, sia le PMI che le grandi imprese hanno fatto ricorso in misura minore al finanziamento a media e a lunga scadenza. Tale fenomeno è da ricondursi al contributo della ristrutturazione del debito.

La domanda di prestiti da parte delle famiglie è rimasta nel complesso invariata. Solo nell'ultimo trimestre la domanda ha subito un lieve miglioramento, attribuibile alla lieve evoluzione positiva del mercato immobiliare, mentre la domanda di credito al consumo rimane debole.

A causa di una forte diminuzione della crescita della raccolta bancaria (assestata vicino a + 0,5% nel 2010, da raffrontare con +2,9% registrato nel 2009) e alle turbolenze dovute alla crisi del debito sovrano, le banche hanno registrato una diminuzione della redditività (3,7%) rispetto all'anno precedente (4,7%). Ciò nonostante, la *Bank Lending Survey* rivela che gli istituti bancari si attendono una ripresa nel primo

trimestre del 2011.

7. Un'analisi dei bilanci di un campione di imprese italiane

Relativamente al caso dell'Italia, abbiamo condotto un'analisi su un campione di bilanci allo scopo di indagare la relazione tra la crescita dell'indebitamento bancario delle varie imprese considerate e alcuni loro indicatori di bilancio (ricavati dalla banca dati "Aida").

Il campione utilizzato comprende per il momento 4.917 imprese medio-grandi (quelle disponibili a novembre 2010)⁸. In questa analisi, la crescita dell'indebitamento bancario complessivo dell'impresa i tra l'anno t e l'anno $t-1$ (misurato come variazione logaritmica) è stato messo in relazione con:

$\ln(CR/TA)_{i,t-1}$ = debito bancario/tot. attivo in $t-1$;

$\Delta \ln(SALES)_{i,t}$ = crescita del fatturato in t ;

$\Delta \ln(K)_{i,t}$ = la crescita di immobilizzazioni e rimanenze nell'anno t ;

$RBANK_{i,t}$ = il tasso bancario applicato in t ;

$\Delta RBANK_{i,t}$ = sua variazione;

$ROE_{i,t}$ = *return on equity* nell'anno t ;

$LIQ_{i,t-1}$ = *current ratio* (calcolato come rapporto tra attività correnti e passività correnti) in $t-1$

$\Delta \ln(EQUITIES)_{i,t}$ = crescita annua del patrimonio netto nell'anno t .

L'equazione è stata stimata considerando come anno t il 2009 e come anno $t-1$ il 2008. I risultati sono riportati nella TAB. 3. Alcune variabili hanno un impatto diverso sulla crescita degli impieghi a seconda che l'impresa sia in utile o in perdita e i relativi coefficienti siano stati mantenuti separati.

⁸ A cause delle elevate code delle distribuzioni dei dati, come metodo di stima è stato utilizzato il *quantile regression method* (QREG) in quanto il tradizionale metodo dei minimi quadrati è inadatto allo scopo.

TAB. 3: Stima della crescita dei debiti bancari di un campione di 4917 imprese

Variabile	ROE2009 ≥ 0	ROE2009 < 0
constant	0.024	
$\ln(\text{CR/TA})_{i,t-1}$	-0.047	-0.084
$\Delta \ln(\text{SALES})_{i,t}$	0.286	
$\Delta \ln(K)_{i,t}$	0.500	
$\text{RBANK}_{i,t}$	-0.019	
$\Delta \text{RBANK}_{i,t}$	-0.042	
$\text{ROE}_{i,t}/100$	-0.284	-0.023
$\text{LIQ}_{i,t-1}$	-0.075	
$\Delta \ln(\text{EQUITIES})_{i,t}$	-0.143	
N° imprese	3.602	1.315

Anno 2009; fonte Aida e nostre stime

I risultati ottenuti sono coerenti con quanto atteso. La stima dell'equazione mostra che le imprese italiane che nel 2009 hanno registrato una maggiore crescita dell'indebitamento bancario sono caratterizzate da un'alta crescita del fatturato e da forti politiche di investimento. Al contrario, la crescita dell'indebitamento bancario è risultata negativamente correlata al rapporto tra debiti bancari sul totale attivo dell'anno 2008, in particolare per le imprese con ROE negativo. Ciò può essere interpretato come un'evidenza che le imprese che nel 2008 risultavano già molto indebitate, nell'anno 2009 non hanno chiesto (o non hanno ottenuto) credito aggiuntivo da parte delle banche, soprattutto se erano in perdita. I risultati ottenuti mostrano inoltre un legame negativo tra la crescita dell'indebitamento bancario nell'anno 2009 e il *current ratio*, il costo dell'indebitamento bancario e la sua variazione, l'aumento del patrimonio netto e il ROE. Rispetto a quest'ultima variabile, il coefficiente della regressione appare più elevato (in valore assoluto) in riferimento alle imprese caratterizzate da un ROE positivo. Questo dato può essere interpretato come un'evidenza che le banche nell'anno 2009

hanno concesso, a parità di condizioni, meno credito alle imprese con una minore redditività. Non è da escludere però nemmeno l'ipotesi di una riduzione della domanda da parte di quest'ultime.

Le società utilizzate nella nostra regressione sono state poi divise in due gruppi, a seconda che la crescita del loro debito bancario nell'anno 2009 sia stata superiore (o uguale o inferiore) al valore mediano del campione complessivo. Con riferimento ai due sottocampioni, sono stati calcolati i valori medi delle variabili esplicative della nostra regressione (TAB. 4).

TAB. 4: Caratteristiche medie delle imprese con alta e bassa crescita del credito bancario nel 2009

Variabile	Crescita alta	Crescita bassa
$\ln(\text{CR/TA})_{i,t-1}$	-1.351	-1.284
$\Delta \ln(\text{SALES})_{i,t}$	-0.092	-0.217
$\Delta \ln(K)_{i,t}$	0.032	-0.102
$\text{RBANK}_{i,t}$	4.668	5.844
$\Delta \text{RBANK}_{i,t}$	-2.903	-1.416
$\text{ROE}_{i,t}/100$	1.847	3.095
$\text{LIQ}_{i,t-1}$	0.850	0.883
$\Delta \ln(\text{EQUITIES})_{i,t}$	0.029	0.032

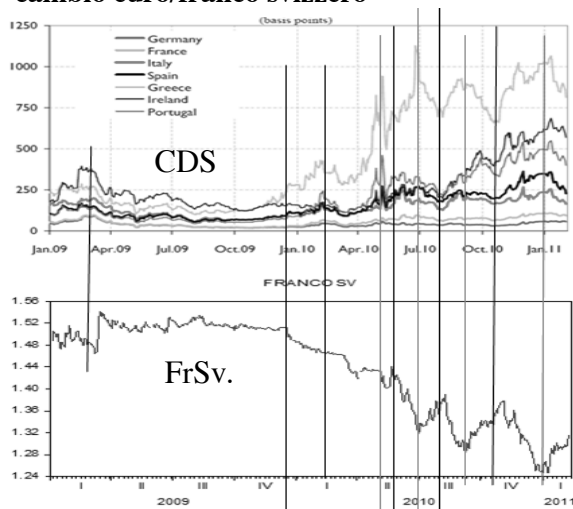
Fonte: Aida e nostra elaborazione

I risultati mostrano chiaramente come le imprese caratterizzate nel 2009 da una crescita dell'indebitamento bancario superiore al valore mediano del campione siano quelle che hanno registrato una minore flessione del fatturato, un maggiore incremento degli investimenti, una maggiore riduzione del costo del debito ed una minore redditività rispetto alle imprese caratterizzate da una ridotta crescita dell'indebitamento.

8. Il tasso di cambio dell'euro e le aspettative sui tassi di interesse

Il tasso di cambio dell'Euro ha conosciuto fasi alterne sui mercati valutari, come conseguenza delle tensioni indotte da diversi episodi di crisi sovrana. Nell'Eurozona il profilo dello spread dei CDS dei debiti sovrani in crisi si è riflesso specularmente sul tasso di cambio fra l'euro e il franco svizzero, con i depositi bancari svizzeri che sembrano rappresentare una sorta di rifugio per chi abbandona la moneta europea (FIG. 22). Nonostante la sterilizzazione degli interventi della BCE, i salvataggi finora eseguiti non hanno completamente convinto gli investitori, che forse ritengono indebolita l'indipendenza della BCE e temono fenomeni di "azzardo morale" da parte delle banche.

FIG. 22: Spread dei CDS sovrani a 5 anni e cambio euro/franco svizzero



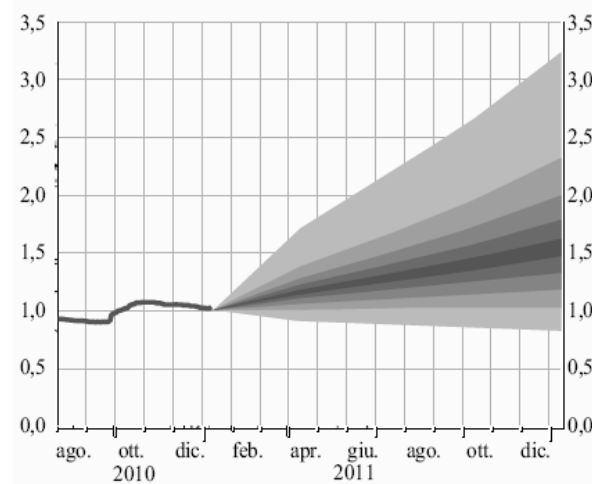
Gen.2009-gen 2011; Fonte: Bini Smaghi e BCE

A questo punto resta da chiedersi quando la BCE deciderà di porre fine all'attuale approccio (transitorio) di "maggior sostegno al credito" per tornare a quello tradizionale di controllo del tasso. Premesso che, come sempre, gli interventi saranno commisurati al pericolo inflazionistico, un primo segnale del futuro abbandono

dell'attuale politica si è avuto nel comunicato stampa del 13 gennaio 2011 (di cui si è già parlato in precedenza) e nell'immediata reazione al rialzo mostrata dai tassi.

Anche le aspettative sull'Euribor a 3 mesi - calcolate dalla stessa BCE a metà gennaio in base ai prezzi delle opzioni (FIG. 23) - segnalano, pur con molte incertezze, un aumento medio atteso di 50 punti base entro dicembre, anche se molto incerto, il che implicherebbe un aumento del Repo di 25 bps (se non addirittura di 50).

FIG. 23: Euribor a tre mesi e relative attese



Fonte: BCE, Boll. Mens. feb. 2011 p.97

Il sondaggio di inizio febbraio condotto da *Bfinance* su di un gruppo di banche/società finanziarie presenta, per la prima volta, un intervistato (su 13) che si attende un aumento di 25 punti base del Repo tra maggio e agosto. C'è invece quasi unanimità (12 su 13) per l'attesa dell'aumento dell'Euribor a 3 mesi, che raggiungerebbe il livello dell'1,22% ad agosto (le altre aspettative per agosto sono: Eurirs a 2anni= 1,20%; a 5anni=2,07% e a 10anni=2,97%).

Una nostra previsione sull'andamento futuro dei tassi a tre mesi - basata sulla struttura dei tassi di mercato monetario, sulla liquidità, sul rischio del mercato monetario e sul contenuto delle

conferenze stampa del Presidente - darebbe invece i seguenti valori puntuali per l'Euribor: 1,2% a maggio, 1,3% ad agosto e 1,5% a novembre (le previsioni dell'Eurepo sarebbero invece rispettivamente pari a: 1,1%; 1,2%; 1,3%), con un grado di incertezza non lontano da quella della precedente FIG. 23.

Un'ultima nostra analisi⁹ ha riguardato in modo esplicito il futuro andamento del Repo, stimato mediante una relazione che simula il comportamento della BCE a fronte dell'evoluzione dei suoi principali indicatori economici. Il risultato è che se i valori di febbraio degli indicatori rimanessero pressoché inalterati nei prossimi mesi, il Repo a fine 2011 sarebbe all'1% (cioè l'attuale livello) oppure all'1,25% (1,50% è assai meno probabile). Quanto accaduto in questi giorni, con il forte aumento del prezzo del petrolio dovuto alla crisi libica, non è stato preso in considerazione nelle nostre previsioni. Va infatti considerato che – se il fenomeno come probabile risulterà transitorio – l'effetto sulla politica della BCE sarà nullo.

9. La politica monetaria della Fed: il ritorno al Quantitative Easing

Con lo scoppio della crisi finanziaria Fed e BCE hanno cercato di attuare politiche monetarie in grado di stimolare le rispettive economie. La strategia delle due banche centrali è stata simile nelle finalità ma abbastanza differente in termini di strumenti utilizzati. La Fed, al contrario della BCE, ha fatto ricorso ad una politica di *Quantitative Easing*¹⁰. Analizziamo come ha

funzionato questo tipo di politica monetaria non convenzionale.

A partire dagli anni '90 e fino all'autunno del 2008, la politica della Fed era focalizzata sulla determinazione di un tasso (target) praticato alle banche che avessero necessità di ottenere prestiti (fondi federali) con scadenza *overnight*. Il prestito si materializzava sotto forma di depositi della Fed presso la banca richiedente. In tempi normali, tale tasso risultava estremamente sensibile alla quantità di depositi e questo consentiva alla Fed di raggiungere il suo obiettivo di tasso variando – anche in modo modesto – la quantità di riserve offerte. Alla fine del 2008, la Fed ha portato il tasso sui fondi federali su livelli prossimi allo zero, fornendo contemporaneamente un'enorme quantità di liquidità al sistema bancario. In conseguenza di ciò, le banche hanno iniziato a detenere grosse quantità di riserve in eccesso e il tasso *overnight* sull'interbancario ha raggiunto un livello molto basso. Inoltre, il raggiungimento del limite inferiore (*zero lower bound*) da parte dei tassi nominali di interesse rendeva lo strumento di politica monetaria normalmente utilizzato dalla Fed – la modificazione del tasso sui Fed Funds, finalizzato al controllo dell'andamento del reddito e dell'inflazione – praticamente inutilizzabile.

La Fed ha quindi introdotto strumenti di politica monetaria non convenzionali. Il più importante tra questi è stato il *Quantitative Easing 1* (QE1), annunciato il 18 Marzo 2009. L'intervento prevedeva l'immissione di liquidità attraverso l'acquisto di 1.200 miliardi di dollari di *agency mortgage-backed securities* e di 100 miliardi di dollari di *agency debt*; inoltre prevedeva l'acquisto di 300 miliardi di dollari di titoli di stato a lungo termine entro i successivi 6 mesi. Nel complesso il programma QE1 contemplava acquisti di *assets* a lunga scadenza per circa 1.600 miliardi di dollari (*Large Scale Asset Purchase*

cospicui acquisti di titoli a lunga scadenza.

⁹Si veda *ECB monetary policy consistency and interbank interest rates forecasts* in SSRN

<http://papers.ssrn.com/sol3/DisplayAbstractSearch.cfm>

¹⁰ Analogamente alla Fed, sia la Bank of England che la Banca Centrale giapponese hanno realizzato delle misure alternative di politica monetaria basate su

program, LSAP) e si poneva il duplice obiettivo intermedio – costituito dalla riduzione sia dei tassi di interesse che dei principali *spread* – al fine di raggiungere l’obiettivo finale rappresentato dalla normalizzazione dell’attività economica (che era prossima ad un vero e proprio collasso all’indomani del fallimento di Lehman). I risultati sono stati positivi. Secondo le stime prodotte in diversi studi – che pure hanno esplicitamente riconosciuto la difficoltà di riuscire a misurare con precisione le conseguenze di QE1 sui livelli di attività economica e sui prezzi delle attività finanziarie – l’effetto sui tassi a lungo termine (scadenza 10 anni) è infatti risultato pari a una riduzione di alcune decine di punti base; un risultato che avrebbe richiesto una (al momento) impossibile riduzione dei tassi sui Fed funds di almeno 200 punti base¹¹. A ciò si dovrebbe aggiungere anche l’effetto (moderatamente) positivo ottenuto sul fronte della riduzione di alcuni cruciali *spreads* per il mercato del credito – quale ad esempio il differenziale Libor-OIS – che nel momento di massima crisi avevano raggiunto livelli storicamente mai provati.

A distanza di più di un anno e mezzo dall’annuncio del QE1, la Fed ha comunicato (ufficiosamente alla fine di agosto 2010 e ufficialmente il 3 novembre 2010) l’intenzione di acquistare ulteriori 600 miliardi di dollari di titoli di stato (concentrati soprattutto sulla scadenza decennale) entro la fine di Giugno 2011, mediante interventi condotti per 8 mesi di entità mediamente pari a 75 miliardi di dollari. Questo nuovo ricorso all’utilizzo di strumenti non

convenzionali – denominato *Quantitative Easing 2* (QE2) – si è reso necessario a causa della perdurante elevata disoccupazione e dei timori di deflazione – catturati da aspettative (quasi) negative di inflazione. Non potendo manovrare ulteriormente al ribasso i tassi di policy direttamente sotto il suo controllo – nello stesso comunicato dello scorso novembre, la Fed confermava l’intenzione di mantenere il tasso sui Fed funds ad un livello compreso tra 0 e 0,25% per un lungo periodo di tempo – la Banca centrale USA è quindi ricorsa a un nuovo round di acquisti su larga scala di titoli a lunga scadenza. Secondo quanto sostenuto da Bernanke in una recente audizione presso il Congresso USA, tale operazione dovrebbe produrre risultati equivalenti a quelli ottenibili con una riduzione del tasso sui Fed funds di 75 bps. Dopo circa 3 mesi dal suo avvio è interessante verificare quali siano i primi parziali risultati di questa nuova operazione di politica monetaria non convenzionale.

10. QE1 vs. QE2: gli obiettivi a confronto

E’ bene chiarire quali siano le analogie e le differenze tra gli obiettivi che la Fed si poneva con il QE1 e quelli che intende perseguire mediante l’attuazione del QE2. Con il QE1 la banca centrale americana intendeva contrastare – di concerto con il Tesoro USA, che nel frattempo effettuava una espansione fiscale senza precedenti per un periodo di pace – la tendenza verso una vera e propria “Grande Recessione” (anche attraverso operazioni di sostegno diretto al settore più colpito dalla crisi quale l’immobiliare).

Mediante QE2 la Fed si pone invece unicamente l’obiettivo di ridurre i tassi reali a lungo termine per favorire una ripresa più robusta che possa successivamente trasformarsi in vera e propria espansione; una condizione che sinora non si è manifestata per le perduranti difficoltà in cui

¹¹ Come illustrato nella sezione successiva, secondo la teoria delle aspettative una riduzione dei tassi a brevissimo termine (come i tassi sui Fed funds) comporta una riduzione di entità decrescente (al crescere delle scadenze) dei tassi a lunga. Ne consegue che per ottenere una riduzione di x punti base dei tassi a lunga è necessaria una riduzione dei tassi sui Fed funds pari a nx punti base, con $n > 0$.

versano ancora molti consumatori americani, gravati da un debito eccessivo – nonostante il processo di *deleveraging* ormai avviato – e poco fiduciosi sulle prospettive di ripresa futura – per via un mercato del lavoro ancora debole. Inoltre, diversamente dal precedente esperimento di politica monetaria non convenzionale, in questa occasione la Fed sembra meno preoccupata dalla necessità di ridurre gli spread.

Per verificare se la Fed sia stata in grado di provocare una riduzione dei tassi reali sulle scadenze più lunghe è necessario analizzare gli spostamenti conosciuti dalla curva dei rendimenti (*yield curve*) che, come noto, fornisce informazioni sui livelli dei tassi di interesse nominali di titoli aventi scadenza diversa. Per comprendere quanto sia avvenuto alla curva dei rendimenti a seguito dell'attuazione del QE2 è però necessario fare un piccolo passo indietro, esaminando

- le diverse teorie presenti in letteratura che spiegano come si determini la posizione e l'inclinazione della *yield curve*;
- l'impatto sulla curva dei rendimenti del duplice annuncio della Fed costituito dall'intenzione di mantenere i tassi a breve termine su di un livello basso ancora per un periodo prolungato e di diminuire contemporaneamente i tassi di interesse a lungo termine acquistando ingenti quantitativi di titoli a lunga, mediante l'attuazione di *LSAP*.

11. La curva dei rendimenti: una relazione empirica in cerca di una teoria

Secondo la teoria delle aspettative (*expectations theory*) della struttura per scadenze dei tassi di interesse, il tasso di interesse a lungo termine prevalente oggi sui mercati è uguale alla media dei tassi di interesse a breve termine correnti e

attesi per il futuro (per la durata del titolo a lunga). Tale risultato è dovuto all'ipotesi di perfetta sostituibilità tra titoli considerati – da parte di operatori neutrali nei confronti del rischio – assolutamente identici (per grado di rischio, grado di liquidità, trattamento fiscale) ad eccezione unicamente della loro scadenza. Qualora si manifestassero divergenze tra il rendimento previsto sulla base della *expectations theory* e quello effettivamente offerto dai mercati entrerebbero istantaneamente in gioco gli arbitraggisti che – attuando operazioni prive di rischio – riallineerebbero in breve tempo i rendimenti con quanto previsto dalla suddetta condizione.

Per comprendere la logica sottostante questo approccio si assuma a titolo di esempio che gli operatori si attendano che il tasso obiettivo (*target*) sui Fed funds rimanga al 5,0% per almeno un anno. In questo caso, il tasso su un titolo ad 1 anno sarebbe pari al 5,0%. Qualora gli operatori si aspettassero che la Fed decida di ridurre il tasso di interesse sui fondi federali dal 5,0% al 4,0% per i primi 6 mesi e di ripristinare il livello del 5% per i successivi 6 mesi, il tasso a 1 anno si abbasserebbe soltanto al $4,5\% = 0,5 \times (4,0\% + 5,0\%)$ ¹².

Verifichiamo ora – utilizzando il quadro logico fornito dalla *expectations theory* – quali potrebbero essere gli effetti del mantenimento del tasso sui Fed funds su di un livello basso e costante per un lungo periodo di tempo. Se la teoria delle aspettative fosse corretta si dovrebbe osservare un'invarianza dei tassi a più lungo termine.

¹² Utilizzando la stessa logica e reiterandola per scadenze più lunghe, è immediato dimostrare che il tasso sui titoli a 2 anni diminuirebbe meno di quello con scadenza 1 anno; il tasso di interesse sui titoli a 3 anni diminuirebbe ancora meno del tasso a 2 anni e così via.

Verifichiamo ora cosa potrebbe accadere a seguito dell'attuazione di un programma di acquisti su larga scala di titoli a lunga (come quello previsto da QE2). Applichiamo il quadro di riferimento logico della teoria delle aspettative a un mondo molto semplice ove esistano solo titoli a 1 anno (che per semplicità definiamo con scadenza breve) e 2 anni (che invece definiamo come titoli con scadenza lunga). Si ipotizzi ora che il tasso di un titolo a 1 anno sia pari al 4,0% e che il mercato si attenda che tale tasso rimanga costante per il successivo anno. Si ipotizzi inoltre che il tasso di interesse su un titolo a 2 anni sia pari al 4,0%, in linea con quanto previsto dalla teoria delle aspettative. La Fed - acquistando un grosso quantitativo di titoli con scadenza lunga (a 2 anni) - provoca inizialmente una diminuzione del tasso di interesse a lunga. A questo punto, gli operatori non hanno più convenienza a detenere il titolo a 2 anni perché il rendimento del titolo a 1 anno risulta ora superiore. Ad esempio potrebbero realizzare profitti acquistando titoli a breve e vendendo titoli a lunga. Se il modello delle aspettative è corretto, il rendimento del titolo a breve anni calerà mentre quello del titolo a lunga aumenterà - per via delle operazioni svolte dagli arbitraggisti - sino a quando le differenze di rendimento verranno completamente eliminate. Il risultato ultimo è che l'intera curva dei rendimenti non si sposterà. Analogamente, anche lo spread tra il rendimento del titolo a 1 e 2 anni - che in questo particolare caso misura la pendenza della *yield curve*¹³ - non cambierà. In altre parole, se si ipotizza perfetta sostituibilità tra titoli con differenti scadenze, un'operazione di QE2 non risulta efficace per ottenere la riduzione desiderata dei tassi a lunga. Un risultato che non dovrebbe

costituire una sorpresa dal momento che - secondo la teoria delle aspettative - l'offerta relativa di titoli non conta per la determinazione dei prezzi e dei rendimenti degli stessi, che risultano unicamente influenzati dal livello dei tassi a breve correnti e attesi per il futuro.

Una spiegazione alternativa della curva dei rendimenti è quella che si fonda sulla teoria dei mercati segmentati secondo cui i tassi su una specifica scadenza sono influenzati soltanto dalla domanda e dall'offerta di titoli con quella specifica scadenza. Tale risultato è conseguenza dell'ipotesi secondo cui i diversi tipi di operatori finanziari - che sono avversi al rischio - sono esclusivamente interessati a detenere titoli aventi una specifica scadenza e perciò risultano del tutto indifferenti ai rendimenti offerti da titoli con scadenza diversa da quella desiderata¹⁴. In tale contesto, le offerte relative dei diversi titoli contano per determinare il loro prezzo e rendimento, in quanto i titoli con scadenze diverse non sono più considerati sostituti perfetti. Evidentemente sulla base di questo approccio diventa possibile per la Fed ridurre i tassi sulle scadenze più lunghe mediante l'attuazione di un LSAP. In questo caso infatti la banca centrale può alterare in modo sostanziale lo stock di titoli a lunga detenuti dal settore privato - provocando un'alterazione nel senso e con l'intensità desiderata dei tassi - senza che ciò induca una serie di operazioni di arbitraggio tra le diverse scadenze (come invece è previsto dalla teoria delle aspettative).

In realtà numerose verifiche empiriche hanno

¹³ In realtà la pendenza della curva dei rendimenti viene sinteticamente colta dallo *yield spread* pari alla differenza tra il tasso di un titolo decennale e quello di un titolo a 3 mesi.

¹⁴ Ad esempio le compagnie di assicurazione - per via della lunga scadenza che caratterizza gran parte delle loro passività - tendono ad essere esclusivamente interessate ad investimenti con scadenza lunga, onde evitare il rischio di reinvestimento derivante dall'acquisizione di attività finanziarie a breve.

dimostrato che la teoria più convincente per spiegare la posizione e la pendenza (nonché gli spostamenti) della curva dei rendimenti sia quella dell'*habitat preferito* secondo cui i diversi investitori, che sono avversi al rischio, esprimono una preferenza (più o meno forte) per una specifica scadenza; tuttavia sono disposti a detenere titoli con scadenza più lunga di quella preferita se viene pagato loro un premio per il rischio (variabile nel tempo), che tende a crescere all'allungarsi delle scadenze. Tale teoria – che può essere considerata il combinato disposto delle prime due – è in grado di spiegare

- il legame tra i tassi a breve (correnti e attesi) e i tassi a lunga, che tendono a muoversi insieme;
- la rilevanza giocata dalle offerte relative di titoli con diversa scadenza per la determinazione dei loro tassi.

Inoltre tale teoria è coerente con l'ipotesi che sui mercati coesistano sia arbitraggisti – come quelli ipotizzati nella teoria delle aspettative, pronti a intervenire sui mercati dei titoli con scadenze diverse per arbitraggiare eventuali differenze di tasso – che *preferred habitat investors* – che invece agiscono quasi esclusivamente sul proprio mercato di riferimento.

Torniamo all'esempio considerato in precedenza utilizzando – come quadro di riferimento logico – la teoria dell'*habitat preferito* e assumendo l'esistenza di un *term premium* sui titoli a lunga pari allo 0,4%. Ciò evidentemente implica che mentre i tassi a breve rimangono pari al 5% quelli a lunga saranno ora uguali al 5,4% = (5,0%+0,4%).

Verifichiamo ora cosa potrebbe accadere a seguito dell'attuazione di un programma di acquisti su larga scala di titoli a lunga (come quello previsto da QE2). Sulla base di quanto appena esposto è lecito prevedere che i tassi a lunga scenderanno per via della minor offerta disponibile per il

settore privato di titoli a lunga. L'esecuzione di tale programma è infatti ora in grado di produrre la riduzione dei tassi a lunga in quanto la presenza accanto agli arbitraggisti di *preferred habitat investor* impedisce la realizzazione di operazioni di arbitraggio in misura tale da eliminare completamente eventuali divergenze tra i tassi sulle diverse scadenze.

Verifiche empiriche condotte per misurare l'impatto di recenti LSAP – precedenti a quello attuale – hanno dimostrato l'efficacia di queste operazioni e la bontà di un approccio fondato sul modello dell'*habitat preferito*. Ad esempio D'Amico S. e King, T. (2010)¹⁵ dimostrano che le operazioni di acquisto di titoli di Stato – condotte dalla Fed nel corso del QE1 – sono state in grado di indurre uno spostamento verso il basso della curva dei rendimenti di almeno 50 bps., concentrato soprattutto sulle scadenze comprese tra 10 e 15 anni. Stime di impatto ancora maggiore (pari a 100 bps.) sono state prodotte da Joyce, M. et al. (2010)¹⁶ con riferimento al programma di Quantitative Easing realizzato dalla Bank of England.

12. La curva dei rendimenti: le prime stime degli effetti del QE2

Siano ora nella condizione di verificare – anche se in modo molto grezzo, rimanendo in attesa di verifiche statistico-econometriche più probanti – i primi effetti di QE2.

Il punto di partenza del nostro esercizio è ancora una volta la curva dei rendimenti, e in modo particolare la sua posizione e inclinazione. Tale curva è inclinata positivamente ogniquale volta i

¹⁵ D'Amico S. e King, T. (2010), "Flow and Stock Effects of Large-Scale Treasury Purchases", Federal Reserve Board, Finance and Economics Discussion Series, 2010-52.

¹⁶ Joyce, M. et al. (2010), The Financial Market Impact of Quantitative Easing, Bank of England, W.P. no.393.

tassi a lunga sono superiori a quelli a breve: una condizione che – seguendo la logica dell'*habitat preferito* – si manifesta quando i tassi a breve futuri sono attesi in aumento. Ciò tipicamente avviene in conseguenza di aspettative di una fase di espansione che induce tensioni inflattive associate ad un output gap positivo. Al contrario una curva dei rendimenti negativamente inclinata (o invertita) esprime aspettative di tassi a breve futuri in decisa diminuzione¹⁷: una condizione che tipicamente si manifesta quando il mercato anticipa una recessione che normalmente comporta una diminuzione dell'inflazione attesa. E' del tutto evidente quindi che le aspettative di inflazione – determinate sia dalle attese riguardanti il futuro *monetary policy stance* che da quelle relative all'andamento del ciclo economico – giocano un ruolo chiave (anche se non unico, considerato quanto affermato in precedenza con riferimento al ruolo delle offerte relative di diversi titoli) nel determinare l'inclinazione e la posizione della curva dei rendimenti nominali.

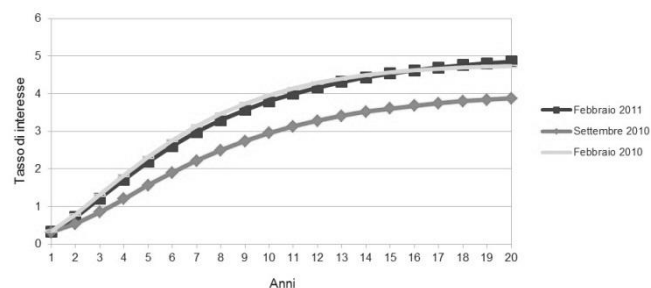
Nella figura 24 è riportata la curva dei rendimenti (nominali) per scadenza in tre differenti periodi: Febbraio 2010, Settembre 2010 e Febbraio 2011. Come si può osservare, la curva dei rendimenti nominali tra Febbraio 2010 e Settembre 2010 (due mesi prima dell'inizio del QE2) è diventata più piatta ed oggi, Febbraio 2011, è tornata al livello dell'anno scorso. Tuttavia, per comprendere se la Fed ha raggiunto l'obiettivo di abbassare i tassi reali bisogna analizzare come si sono modificate le aspettative di inflazione.

Come facilmente intuibile non è semplice misurare le aspettative di inflazione in quanto

¹⁷ E' importante ricordare che secondo il modello di *preferred habitat* perché la curva dei rendimenti si inverte è necessario che la riduzione dei tassi a breve correnti e attesi per il futuro sia tale da contrastare l'esistenza di un *term premium* che è tanto più elevato quanto più lunga è la scadenza.

queste non sono direttamente osservabili. Tuttavia è possibile misurarle in modo indiretto, cioè confrontando il rendimento di un titolo non protetto dall'inflazione con quello di un titolo protetto per l'inflazione.

FIG. 24: Curva dei rendimenti



Fonti: elaborazioni proprie applicando la metodologia descritta in The U.S. Treasury Yield Curve: 1961 to the Present 2010. Gurkaynak, Sack and Wright, Journal of Monetary Economics, Nov. 2007; dati disponibili <http://www.federalreserve.gov/econresdata/researchdata/feds200628.xls>

Un titolo non protetto dall'inflazione solitamente paga al possessore una cedola due volte all'anno ed il capitale nominale viene rimborsato a scadenza. Pertanto, il valore reale della cedola e del capitale sono soggetti all'erosione dell'inflazione. Il rendimento di un tale titolo sarà la risultante del tasso di interesse reale, delle aspettative di inflazione, di un (eventuale) premio per il rischio di inflazione e per la liquidità.

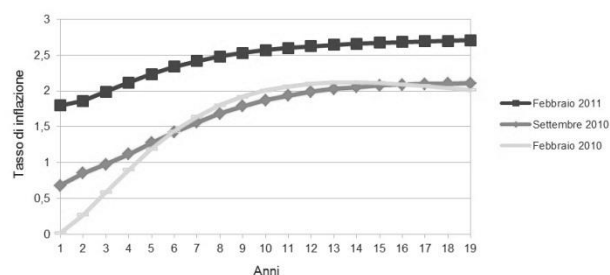
Per contro, un *Treasury Inflation-Protected Securities (TIPS)*¹⁸ è un titolo protetto dal rischio

¹⁸ I primi TIPS furono emessi nel 1997. Il Tesoro americano all'inizio ha emesso TIPS con scadenza a 5, 10 e 30 anni. Il Tesoro cessò di emettere TIPS a 5 anni nel 1998 e TIPS a 30 anni nel 2001. Nel Maggio 2004 i TIPS a 5 anni sono stati re-introdotti insieme alla nuova scadenza di 20 anni. Inizialmente, il mercato dei TIPS era caratterizzato da un numero molto limitato di scambi; oggi costituisce circa il 10% del totale dei titoli di stato americani.

di inflazione. La protezione viene realizzata in modo molto semplice. In occasione del pagamento della cedola (e del rimborso del principale), il valore della cedola (e del capitale nominale a scadenza) viene moltiplicato per un indice pari al rapporto tra il CPI (*Consumer Price Index*, l'indice dei prezzi al consumo) esistente il giorno del pagamento (della scadenza del titolo) e il CPI esistente il giorno dell'emissione del titolo. In questo modo il valore reale della cedola pagata e del capitale prestato rimane inalterato nel tempo. Il rendimento dei TIPS è quindi la risultante del tasso di interesse reale e di un (eventuale) premio per il rischio di inflazione e per la liquidità. Per misurare le aspettative di inflazione sarà quindi sufficiente calcolare la differenza di rendimento tra due differenti titoli (aventi la stessa scadenza): uno non protetto per l'inflazione ed un TIPS. Questa misura delle aspettative di inflazione viene spesso chiamata *break-even-inflation*.

La Figura 25 rappresenta l'andamento della *break-even-inflation* negli stessi periodi della figura 24.

FIG. 25: Aspettative di inflazione



Fonti: elaborazioni proprie applicando la metodologia descritta in "The U.S. Treasury Yield Curve: 1961 to the Present" Gurkaynak, Sack and Wright, American Economic Journal: Macroeconomics, Jan. 2010; dati disponibili

<http://www.federalreserve.gov/econresdata/researchdata/feds200805.xls>

Come si può notare, nel mese di Febbraio 2011 è aumentata l'aspettativa di inflazione sia rispetto a Febbraio 2010 che rispetto a Settembre 2011. Dato che i tassi nominali a Febbraio 2011 sono gli stessi del Febbraio 2010 e che l'inflazione attesa a Febbraio 2011 è maggiore del Febbraio 2010, diventa possibile affermare che la Fed con il QE2 sia stata in grado di diminuire i tassi di interesse reali, scongiurando in tal modo il rischio di deflazione. Di conseguenza anche se la curva dei rendimenti nominali è tornata nella posizione del Febbraio 2010, va sottolineato come la modificazione delle aspettative di inflazione indotta da QE2 abbia favorito il movimento della curva dei rendimenti reali nella direzione desiderata.

A ulteriore conferma dell'impatto – al momento positivo – provocato dal QE2 vi sono anche le dichiarazioni contenute nei verbali della riunione del FOMC del 25 e 26 Gennaio 2011. Dalla lettura dei verbali si ha conferma del lieve miglioramento delle aspettative sull'andamento dell'economia americana. In particolare, le previsioni (TAB. 5) di crescita del PIL per il 2011 passa dall'intervallo 3%-3,6% di Novembre al 3,4% - 3,9% di Gennaio. Il tasso di disoccupazione previsto per il 2011 era nell'intervallo 8,9%-9,1% a Novembre mentre a Gennaio è diventato 8,8%-9,0%. Come si era già visto dalle aspettative di inflazione in fig. 25, si trova conferma di un aumento delle aspettative di inflazione che passano dall'intervallo 1,1%-1,7% di Novembre all'intervallo 1,3%-1,7%. Anche se i miglioramenti non sono molto marcati, sembra ci sia un'ulteriore conferma dell'impatto limitato, ma positivo, del QE2.

TAB. 5: Variazioni delle previsioni sui fondamentali USA – novembre '10 febbraio '11

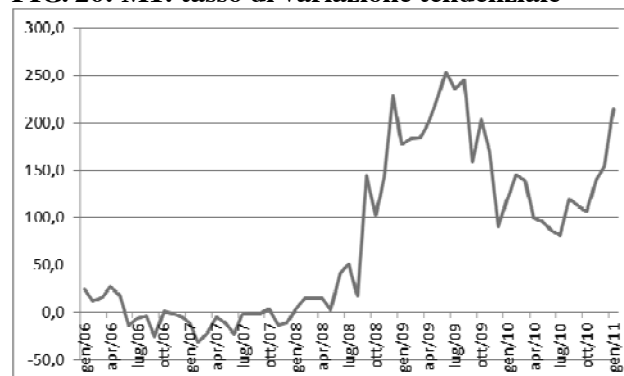
Variabile	2011	2012	2013	Lungo periodo
PIL reale	3,4%-3,9%	3,5%-4,4%	3,7%-4,6%	2,5%-2,8%
Previsione Novembre	3%-3,6%	3,6%-4,5%	3,5%-4,6%	2,5%-2,8%
Disoccupazione	8,8%-9%	7,6%-8,1%	6,8%-7,2%	5%-6%
Previsione Novembre	8,9%-9,1%	7,7%-8,2%	6,9%-7,4%	5%-6%
Inflazione	1,3%-1,7%	1%-1,9%	1,2%-2%	1,6%-2%
Previsione Novembre	1,1%-1,7%	1,1%-1,8%	1,2%-2%	1,6%-2%
Inflazione core	1%-1,3%	1%-1,5%	1,2%-2%	
Previsione Novembre	0,9%-1,6%	1%-1,6%	1,1%-2%	

Fonte: Federal Reserve disponibile a <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomcminutes20110126ep.htm>

13. Andamento degli Aggregati Monetari durante QE2

Dopo aver analizzato i primi effetti del QE2, è interessante esaminare l'andamento degli aggregati monetari M1 ed M2. Nella figura 26 è riportata la variazione rispetto all'anno precedente dell'aggregato monetario M1. Come si può notare, le variazioni di M1 rispetto all'anno precedente sono state negative fino a Luglio 2010. In Novembre, in concomitanza dell'annuncio ufficiale del varo del QE2, la quantità di moneta M1 è iniziata ad aumentare in maniera molto sostenuta.

FIG. 26: M1: tasso di variazione tendenziale



Fonti: proprie elaborazioni su dati disponibili a <http://research.stlouis.org/fred2/>

Per quanto riguarda l'andamento dell'aggregato monetario M2 (Fig. 27) si nota come, a partire da Ottobre 2008, la variazione rispetto all'anno precedente sia sempre stata negativa. In Settembre 2010, si può osservare un deciso cambiamento. Infatti, esattamente come per M1, si può osservare una variazione positiva.

FIG. 27: M2: tasso di variazione tendenziale

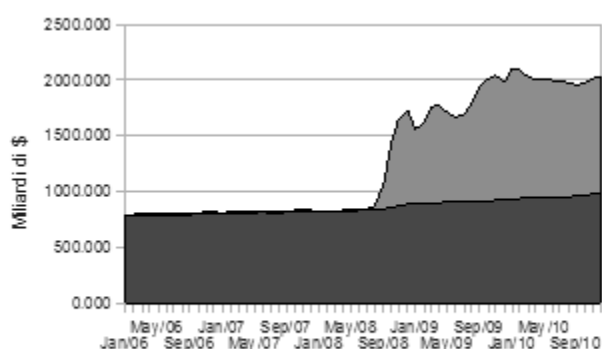


Fonti: proprie elaborazioni su dati disponibili a <http://research.stlouisfed.org/fred2/>

Tuttavia, osservando l'andamento di M1 ed M2 sorge una curiosità. Dal momento che la Fed – per contrastare la grave situazione in cui era precipitata l'economia americana – ha più che raddoppiato la dimensione del proprio bilancio, è lecito chiedersi come sia stata utilizzata questa

moneta. In fondo M1 ed M2 sono sempre diminuiti durante la crisi, con la sola eccezione degli ultimi 4 mesi. Per rispondere è utile guardare la figura 28, che riporta l'andamento della quantità di moneta circolante e delle riserve detenute dalle banche presso la banca centrale¹⁹.

FIG. 28:. Moneta in circolazione e Riserve bancarie



In blu è la moneta circolante in rosso le riserve bancarie

Fonti: proprie elaborazioni su dati disponibili a <http://research.stlouisfed.org/fred2/>

E' immediato notare come fino a Settembre 2008 l'ammontare delle riserve bancarie presso la banca centrale sia stato molto limitato. Infatti, le banche per massimizzare i propri profitti avevano l'incentivo a detenere un basso ammontare di riserve in quanto queste erano infruttifere. Le

eventuali riserve in eccesso venivano investite nel mercato interbancario con prestiti *overnight* in modo da ottenere un rendimento positivo. In una simile situazione, quando la Fed – attraverso operazioni di mercato aperto – generava una crescita dei saldi detenuti sui conti di riserva provocava una iniziale condizione di eccesso di riserve che a sua volta induceva una serie transazioni sull'interbancario che in ultima analisi concorrevano a trasformare le riserve in moneta circolante. In tale contesto il tasso sui Fed Funds era controllato dalla Banca Centrale – e mantenuto il più vicino possibile al livello obiettivo (*target*) definito compatibilmente con gli obiettivi finali della politica monetaria – dalle eventuali operazioni di mercato aperto volte ad influenzare la quantità di riserve offerte.

Con lo scoppio e il successivo aggravarsi della crisi (Ottobre 2008) la situazione cambia. La Fed attua fin da subito una politica monetaria molto aggressiva, riducendo i tassi sui Fed funds e aumentando notevolmente la liquidità offerta al sistema. Inoltre – grazie a una successiva disposizione del Congresso – inizia a remunerare le riserve bancarie (pratica da sempre seguita dalla BCE). In tal modo la Banca Centrale influenza non solo l'offerta ma anche la domanda di riserve da parte delle banche commerciali che, fronteggiando un tasso di remunerazione positivo, ora sono più incentivate a detenerle.

Il punto sostanziale che occorre chiarire riguarda il motivo per cui la Fed – impegnata in un'azione di politica monetaria fortemente espansiva volta a contrastare ciò che poteva assumere le dimensioni di una *Great Recession* – decida di remunerare le riserve, praticando quindi una misura restrittiva – le banche infatti sono ora più disposte a trattenere riserve che non a erogare credito, in quanto fronteggiano un tasso sulle riserve uguale o persino maggiore di quello altrimenti percepito erogando prestiti sull'interbancario. La risposta

¹⁹ Infatti, è bene ricordare che l'offerta di moneta è data dalla somma di moneta legale in circolazione (circolante), detenuta dal pubblico e dalle banche, più i depositi del pubblico presso le banche. La base monetaria è invece pari al circolante più le riserve depositate dalle banche presso la banca centrale obbligatoriamente a fronte dei depositi raccolti (riserve obbligatorie) o in eccedenza rispetto a tale obbligo (riserve in eccesso). Gli aggregati monetari M1 o M2 non registrano le variazioni delle riserve detenute dalle banche commerciali presso la banca centrale.

richiede la considerazione non solo di ciò che è accaduto durante la crisi ma anche soprattutto di ciò che potrà accadere, quando la crisi sarà definitivamente alle spalle.

L'enorme creazione di liquidità unita al raggiungimento del limite inferiore (*zero lower bound*) da parte dei tassi nominali di interesse ha reso lo strumento di politica monetaria normalmente utilizzato dalla Fed (il tasso sui Fed funds) inutilizzabile, sia nell'attuale fase congiunturale che in un prossimo futuro. Come ricordato in precedenza, l'attuale congiuntura richiederebbe un'ulteriore riduzione del tasso sui fondi federali, per indurre la diminuzione desiderata dei tassi a lunga; tuttavia tale provvedimento è impossibile da realizzare, visto il livello prossimo allo zero del Fed funds rate. Peraltro, l'impossibilità di utilizzare con successo il tasso sui Fed funds per gestire la politica monetaria riguarda anche la fase di ripresa – che dovrebbe eventualmente manifestarsi quando la crisi sarà definitivamente alle spalle. Infatti, quando si tornerà a sperimentare una fase di normale espansione economica, ogni singola banca potrà erogare credito (in quantità anche ingenti) senza dovere necessariamente rivolgersi al mercato interbancario per ottenere risorse aggiuntive al costo del tasso sui Fed funds. L'enorme disponibilità di riserve in eccesso mette infatti le banche nella condizione di svolgere la loro funzione creditizia senza subire il vincolo di un crescente tasso sui Fed funds. Per poter implementare una politica monetaria restrittiva la Fed dovrà quindi fare affidamento non tanto sull'incremento del tasso sui Fed funds (che in queste condizioni diventa irrilevante), quanto piuttosto sull'incremento del tasso di remunerazione delle riserve. In tal modo infatti le banche verrebbero disincentivate dall'erogare credito, nonostante le riserve in eccesso a loro disposizione lo consentirebbero.

Ricapitolando, quando la congiuntura economica sarà decisamente migliorata, la Fed dovrà avviare una decisa *exit strategy* ricorrendo

- alla vendita di buona parte degli *assets* (alcuni dei quali non più tossici) che ha acquistato nella fase più acuta della crisi anni. In tal modo le banche acquirenti questi *assets* daranno mandato di addebitare il controvalore di tali operazioni sui loro conti correnti, favorendo quindi il riassorbimento di parte delle riserve bancarie oggi in eccesso.
- all'aumento della remunerazione delle riserve, operazione necessaria per frenare un'erogazione di credito che altrimenti sosterebbe uno *stance* eccessivamente espansivo della politica monetaria.

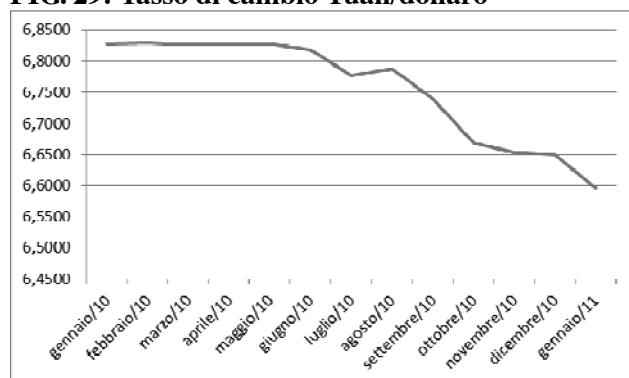
14. Andamento del cambio del dollaro durante QE2

Dopo aver analizzato l'andamento degli aggregati monetari prima e dopo il QE2, è utile guardare il tasso di cambio del dollaro. La questione è assolutamente rilevante in quanto – all'indomani dell'annuncio del varo del programma QE2 – diversi analisti e anche molti *policy-maker* non statunitensi hanno sottolineato la possibilità che il vero obiettivo del ritorno ad una fase di espansione monetaria fosse costituito dal deprezzamento del dollaro. In questo modo infatti l'economia Usa potrebbe godere del duplice beneficio derivante da un lato dal guadagno di competitività sui mercati internazionali – utile a sostenere la componente estera della domanda aggregata – e dall'altro dalla riduzione del valore reale del proprio debito estero – che rimane ancora oggi esclusivamente denominato nella valuta americana. Non casualmente il ministro dell'economia brasiliano aveva addirittura paventato il rischio di vere e proprie guerre

valutarie (*currency wars*) innescate dalla nuova immissione di liquidità da parte della Fed. Inoltre diversi economisti avevano sottolineato la possibilità di una consistente ripresa delle quotazioni delle materie prime sostenute dalla disponibilità di liquidità e/o dalla caduta del cambio del dollaro.

Le tendenze recentemente espresse dai mercati valutari e da quelli delle *commodities* sembrano fornire una prima, parziale conferma di questi timori. In figura 29 è riportato l'andamento del tasso di cambio del dollaro contro Yuan. Come si può osservare, nonostante lo stretto controllo dell'autorità cinese sull'andamento del cambio, il dollaro ha perso valore in modo continuo da Agosto 2010 ed in concomitanza con il QE2 (Novembre 2010) la perdita di valore è divenuta ancora più accentuata.

FIG. 29: Tasso di cambio Yuan/dollaro

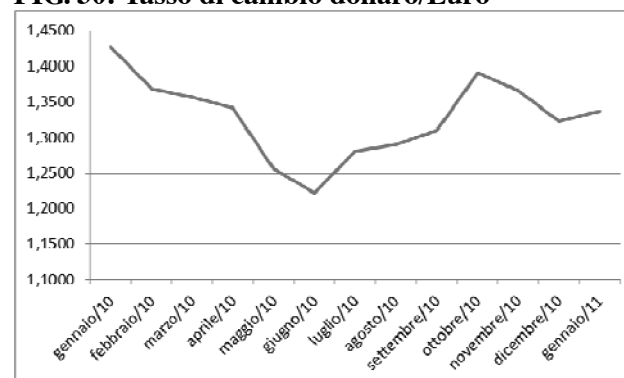


Fonti: proprie elaborazioni su dati disponibili a <http://research.stlouisfed.org/fred2/>

L'entità del deprezzamento è di circa il 6% in termini nominali, dovuto ad un sostanziale rallentamento degli acquisti di Treasury Bonds da parte delle autorità monetarie cinesi. Altri paesi emergenti – come Brasile e Thailandia - hanno cercato di limitare l'apprezzamento delle loro monete nei confronti della valuta USA reintroducendo controlli sui movimenti di capitali volti a limitare l'afflusso di fondi speculativi a

breve termine. In questo contesto – dove il cambio del dollaro nei confronti di diverse valute emergenti è stato caratterizzato da un deprezzamento inferiore a quanto temuto/atteso – l'andamento del cambio euro dollaro (figura 30) è stato caratterizzato (come già discusso in precedenza) da un iniziale relativo rafforzamento della moneta europea – dopo i minimi relativi raggiunti in occasione della crisi greca – cui ha fatto seguito un periodo di sostanziale stabilità con oscillazioni limitate attorno ad un valore di 1,35 dollari per un euro.

FIG. 30: Tasso di cambio dollaro/Euro



Fonti: proprie elaborazioni su dati disponibili a <http://research.stlouisfed.org/fred2/>

Per quanto riguarda l'andamento del tasso di cambio del dollaro contro la sterlina, si può osservare dalla figura che esso sia rimasto stabile per tutto il 2010.

Al contrario, c'è stato un generale deprezzamento del dollaro nei confronti dello Yen giapponese.

Infine, rispetto alle *commodities* basterà ricordare che la parziale flessione registrata dal dollaro sui mercati valutari si è accompagnata ad un incremento proporzionalmente maggiore delle quotazioni delle principali materie prime. Il prezzo del petrolio ha nuovamente superato la barriera di 100 dollari al barile, registrando un aumento rispetto all'estate 2010 del 20%, mentre le quotazioni di *commodities* quali cotone



(+100%), zucchero (+70%) e soia (+35%) hanno registrato incrementi addirittura superiori. Risultati che (in parte) incidono negativamente sulle ragioni di scambio americane, contribuendo a deprimere l'impatto positivo delle operazioni di politica monetaria non convenzionale sul reddito USA. Inoltre non andrebbe neppure sottovalutato l'effetto che una ripresa dei prezzi delle materie prime può esercitare sull'andamento della inflazione *headline*, pur in presenza di una *core inflation* – che come noto è funzione delle determinanti di fondo dei prezzi, quali il costo del lavoro per unità di prodotto e i margini di sfruttamento della capacità produttiva – ancora bassa e stabile.

3. LA CRISI DEL DEBITO SOVRANO IN EUROPA[♦]

1. Dalla crisi greca a quella irlandese

Il 2010 è stato l'anno della crisi del debito sovrano in Europa. Si è trattato, in buona sostanza di una conseguenza diretta del 2009, l'anno della grande recessione, dello stimolo fiscale e del salvataggio del sistema bancario. Col 2010, il conto del massiccio *deficit spending* dell'anno precedente è stato presentato dagli investitori ai Governi sotto forma di incremento dei tassi di interesse sui titoli di Stato che, nel caso dei paesi considerati a rischio di insolvenza, si sono rivelati proibitivi. Questa volta però gli squilibri di finanza pubblica non sono dovuti alla strutturale inefficienza che solitamente si associa alla gestione della spesa pubblica. Gli squilibri sono ovunque il frutto dello sforzo eccezionale intrapreso dal settore pubblico per impedire che l'economia cadesse in depressione e che il sistema bancario finisse in *default*.

In Europa, è il secondo obiettivo ad aver assorbito la quota di gran lunga prevalente delle risorse pubbliche impegnate contro la crisi. Superata in questo modo l'emergenza, gli operatori dei mercati finanziari e le banche son tornate al "business as usual" – seminando il sentiero della ripresa faticosamente in corso con i germi di una potenziale nuova crisi – e la colpa della crisi corrente, come d'incanto, si è ritrovata sulle spalle dei governi. Come ha detto efficacemente Jean Paul Fitoussi, coloro che hanno provocato l'incendio si sono trasformati in avvocati e accusano i vigili del fuoco di aver provocato il disastro.

La manifestazione più eclatante della crisi del debito sovrano in Europa è stata la crisi greca, il cui culmine si è verificato nel maggio dello scorso anno e sulla quale ci siamo soffermati in un precedente numero di OM. E' difficile collocare temporalmente l'inizio della crisi del debito sovrano irlandese. In realtà non esiste una vera e propria soluzione di continuità rispetto alla crisi greca. Le fibrillazioni che dalla crisi greca sono scaturite sui mercati finanziari, in particolare su quelli dei titoli di Stato, si sono "naturalmente" concentrate sui paesi più esposti al rischio di default sovrano, Irlanda in primis ma anche Portogallo e Spagna.

Per amor di cronologia possiamo fissare convenzionalmente l'inizio della crisi irlandese nel *downgrading* del debito sovrano irlandese nell'estate dello scorso anno. A luglio, ad esempio Moody's ha declassato il debito pubblico irlandese a Aa2.¹ Standard & Poor ha seguito Moody's a ruota in agosto. Questi declassamenti hanno scatenato una crisi di fiducia tra gli investitori in titoli irlandesi che ha allargato lo spread tra il rendimento dei titoli irlandesi e quello dei titoli tedeschi. Le cause strutturali della crisi, tuttavia, erano presenti già da tempo e ben note agli operatori dei mercati finanziari.

La situazione della finanza pubblica irlandese, infatti, era notoriamente piuttosto grave. Il rapporto tra deficit pubblico e PIL dell'Irlanda viaggiava nel 2010 attorno al 12%: in termini percentuali, quindi era sostanzialmente in linea

¹ Moody's ha declassato nuovamente il debito pubblico irlandese a dicembre, dopo il varo del pacchetto di aiuti europei all'Irlanda e dopo la riunione del consiglio europeo che aveva approvato il nuovo meccanismo di stabilizzazione (su cui ci soffermeremo tra breve). Il *downgrading* è stato di ben 5 *notches* in una sola volta portando la valutazione del debito a Baa1. Le obbligazioni Baa sono di livello medio. Ai titoli pubblici emessi dalla Grecia Moody's attribuisce un *credit rating* Ba1, ossia quello delle obbligazioni con elementi speculativi.

[♦] A cura di Angelo Baglioni e Domenico Delli Gatti.

con quello greco.² Ciò nonostante, nel corso della crisi greca che si è manifestata e si è sviluppata nel corso della primavera dello scorso anno, gli operatori dei mercati finanziari non erano stati particolarmente esigenti e severi nei confronti dell'Irlanda: lo spread tra i titoli irlandesi e quelli tedeschi non si era allargato sostanzialmente ed era rimasto molto al di sotto di quello associato ai titoli greci.

Per spiegare questo *puzzle* alcuni commentatori – che, col senno di poi, si possono annoverare tra i più benevoli – sostenevano innanzitutto che a differenza della Grecia, l'Irlanda aveva una contabilità pubblica affidabile, i dati erano certi e non soffusi delle incertezze – una vera e propria crisi di confidenza – che avevano caratterizzato la contabilità pubblica greca, considerata dai mercati sostanzialmente fraudolenta. La trasparenza dell'informazione, in altri termini, attenuava l'impatto delle cifre sulla percezione del rischio da parte degli investitori. Inoltre, sempre secondo l'interpretazione benevola, il meccanismo di crescita che aveva fatto dell'economia irlandese la “tigre celtica” – tra il 1990 e il 2007 il PNL irlandese è quadruplicato, ossia è aumentato al tasso medio annuo dell'8.5%, un ritmo quasi “cinese”³ – si era inceppato per effetto della crisi

ma poteva essere rapidamente riavviato consentendo all'Irlanda una fuoriuscita dalla crisi di finanza pubblica molto più rapida di quella greca.

Il governo irlandese di Brian Cowen ha mantenuto fede a questa immagine di trasparenza rendendo pubblica la sua valutazione del costo complessivo a carico del bilancio pubblico del salvataggio delle principali banche irlandesi. Il dato corrisponde al 20% circa del PIL. Sommando questo 20% al pregresso 12% si arriva a un “impressionante” 32% per il 2010. Si tratta, occorre sottolinearlo, di un dato di flusso. Per questo motivo esso risulta assolutamente eccezionale.

Partendo da un rapporto tra debito e PIL del 64% nel 2009, un deficit annuale superiore al 30% fa salire il rapporto debito/PIL al 100% e più.⁴ La velocità del deterioramento è straordinaria se si pensa che solo nel 2007 il rapporto debito pubblico/PIL dell'Irlanda si collocava attorno al 25%, di gran lunga inferiore alla media europea.

Di fronte a questi dati la crisi di fiducia degli investitori ha assunto caratteristiche già viste con la crisi greca: fuga di capitali dall'investimento di portafoglio in titoli irlandesi “verso la qualità” (*flight to quality*) rappresentata essenzialmente dai *bund* tedeschi o verso investimenti in attività denominate in dollari.

² Il PIL irlandese nel 2009 era di circa 170 miliardi di euro, quello greco di circa 250 miliardi.

³ Il PNL si ottiene aggiungendo al PIL (ossia la somma dei redditi dei soggetti economici residenti nel paese) i redditi netti dall'estero. Nel caso irlandese, poiché la crescita è stata trainata dagli investimenti diretti delle multinazionali provenienti soprattutto dagli USA, i redditi netti dall'estero sono negativi perché i profitti delle multinazionali insediatesi in Irlanda vengono riesportati verso la sede di origine. Pertanto il PIL è più grande del PNL del 25% circa. Secondo Morgan Kelly (“*Whatever Happened to Ireland*”, CEPR discussion paper #7811, maggio 2010) l'eccezionale crescita irlandese nel periodo considerato ha due differenti spiegazioni: nel decennio 1990-2000 si è trattato di crescita trainata dalle esportazioni mentre nel periodo successivo la crescita è stata determinata

essenzialmente dal boom del settore immobiliare finanziata dai prestiti bancari.

⁴ Facciamo qualche calcolo “sul retro della busta”. Definendo il debito pubblico nell'anno t (diciamo il 2010) come $D_t = D_{t-1} + Def$ dove Def rappresenta il deficit dell'anno t , il rapporto tra debito e PIL nell'anno t si può scrivere come $D_t/Y_t = (D_{t-1}/Y_{t-1})(Y_{t-1}/Y_t) + Def/Y_t$. Nel 2009 il rapporto D_{t-1}/Y_{t-1} era pari al 64%. Nel 2010 il rapporto Def/Y_t era pari al 32%. Inoltre il PIL è diminuito tra il 2009 e il 2010 ossia il rapporto Y_{t-1}/Y_t è risultato superiore a 1. Il PIL reale è diminuito del 7% mentre il deflatore del PIL è diminuito del 3% circa. Il PIL nominale è quindi diminuito del 10% circa. Pertanto $Y_{t-1}/Y_t = 10/9 = 1.1$. Ne discende che $D_t/Y_t = (0.64)(1.1) + 0.32 = 1.02$ (102%).

Il problema di sostenibilità del debito pubblico, nel caso irlandese, è esacerbato dalla rilevanza del debito estero. Nel 2009 tre quarti del debito pubblico era detenuto da investitori esteri (quindi il debito estero aveva una dimensione pari a circa la metà del PIL). Anche il debito privato delle banche era detenuto per tre quarti da investitori esteri. Il comportamento degli investitori esteri è stato quello più pernicioso per la gestione del debito pubblico e del debito bancario perché il *flight to quality* al primo manifestarsi del rischio di insolvenza è venuto proprio dagli investitori esteri, mentre gli investitori residenti hanno mantenuto le posizioni. I residenti, infatti, che conoscono meglio le caratteristiche intrinseche dell'economia del proprio paese, non si fanno prendere dal panico quando il quadro economico conosce un deciso deterioramento.⁵ Ad esempio, è chiaro che l'extra deficit imputato al 2010, pari come si è detto al 20% del PIL, è effetto di una manovra *una tantum*, sebbene di dimensioni massicce, di *bail out* delle maggiori banche irlandesi; il deficit "vero", quello *core* o strutturale, è il sottostante 12%.

A gennaio 2010 la quota del debito delle banche irlandesi detenuto da stranieri era sceso a circa il 60% e nell'autunno del 2010 era ridotto a 1/3. Ne è derivato un crollo dei prezzi e un aumento drammatico dei rendimenti dei titoli di Stato (e bancari) irlandesi – e quindi del costo medio del debito irlandese. Il governo irlandese ha reagito all'ampliamento dello spread tra titoli irlandesi e bund tedeschi affermando di non aver bisogno di aiuto finanziario e di poter continuare a finanziarsi sul mercato con emissioni di titoli di Stato a tassi di mercato. Nelle dichiarazioni pubbliche rese da esponenti della vita politica sono anche comparse

preoccupazioni per il rischio di perdita di sovranità, un'eco di un nazionalismo d'altri tempi ma anche una manifestazione di consapevolezza dei vincoli che la condizionalità dell'Europa e del FMI avrebbero imposto all'Irlanda (dopo tutto c'era già stato l'esempio doloroso della Grecia).

Come nel caso della Grecia, le dichiarazioni di auto-sufficienza finanziaria si sono rivelate ben presto manifestazioni di *wishful thinking*. Le fibrillazioni del mercato dei titoli pubblici sono diventate insostenibili. I partner "forti" dell'Eurozona, Francia e Germania *in primis*, hanno insistito affinché l'Irlanda accettasse il sostegno finanziario europeo. Il governo irlandese si è infine risolto, a novembre dello scorso anno, a chiedere l'aiuto dell'Unione Europea (UE) e del FMI. Il pacchetto complessivo ammonta a 85 miliardi di euro ma il sostegno finanziario europeo in senso stretto ammonta a 67.5 miliardi di euro, pari a circa il 40% del PIL irlandese, erogati per 2/3 dall'UE e per 1/3 dal FMI.⁶ Come nel caso greco, gli aiuti sono stati caratterizzati da una *condizionalità europea*: sostegno finanziario in cambio di riequilibrio dei conti pubblici mediante una manovra restrittiva di politica fiscale. La condizionalità europea si aggiunge a quella del FMI.

Il governo irlandese di Brian Cowen ha adottato, a novembre 2010, un piano quadriennale di rientro dagli squilibri di finanza pubblica (*National Recovery Plan 2011-2014*) del tipo "lacrime e sangue", i cui ingredienti sono quelli noti e che abbiamo già esaminato nel caso greco: tagli draconiani alla spesa pubblica e incremento delle imposte su un orizzonte temporale di 4 anni, per un ammontare complessivo di 15 miliardi di euro (il 9% del PIL irlandese) al fine di riportare il

⁵ Inoltre, gli investitori residenti sono caratterizzati da una comprensibile "distorsione" della composizione di portafoglio in favore delle attività di emissione domestica (*home market bias*).

⁶ Il pacchetto complessivo di sostegno ammonta a 85 miliardi di euro. La quota residuale è a carico del bilancio irlandese e serve prevalentemente a completare il salvataggio del sistema bancario.

rapporto deficit/PIL al 3% entro il 2014. Il 40% di questa manovra dovrebbe essere attuato nel 2011. Questa manovra straordinaria si aggiunge a manovre di entità minore messe in atto nei due anni precedenti. Il piano è stato approvato dal parlamento all'inizio di dicembre.

La riduzione del deficit si ottiene per 2/3 mediante tagli alla spesa pubblica e per 1/3 per effetto di nuove imposte. I tagli alla spesa pubblica si caratterizzano per la riduzione del welfare – in particolare del salario minimo, considerato finora piuttosto generoso per gli standard europei – e per la riduzione del monte salari nel settore pubblico. Il piano prevede una riduzione dei posti di lavoro nel pubblico impiego per circa 25mila addetti e una riduzione degli stipendi dei nuovi assunti nell'ordine del 10%.

Sul fronte dell'incremento della pressione fiscale, il piano prevede l'aumento delle imposte sul reddito delle persone fisiche e sul valore aggiunto. Tra le imposte oggetto di incremento non compare l'imposta sul reddito d'impresa, che il governo ha deciso di mantenere fissa al 12.5% sollevando perplessità e recriminazioni tra i partner europei. Per questi ultimi, un incremento dell'imposta sul reddito d'impresa avrebbe potuto avere, almeno in linea di principio, un duplice benefico ruolo. Da un lato avrebbe consentito di accelerare in misura consistente il riequilibrio della finanza pubblica irlandese, dall'altro avrebbe ridotto o eliminato il vantaggio fiscale all'insediamento in Irlanda delle multinazionali, che è sempre stato considerato una forma di indebita distorsione competitiva a favore dell'Irlanda da parte dei partner europei.⁷

La ragione del no irlandese a un incremento dell'imposta sui profitti è evidente. La capacità di attrarre investimenti diretti esteri attraverso la

competizione fiscale è infatti la ragione principale dello straordinario sviluppo della "tigre celtica" nel decennio precedente la crisi del 2007. La leadership irlandese non intende rinunciare a questo volano della crescita.⁸ Occorre peraltro notare che l'asserito incremento del gettito di quest'imposta a fronte di un incremento dell'aliquota dipende ovviamente dalla capacità delle multinazionali di spostarsi nel resto d'Europa a seguito dell'inasprimento fiscale. Se l'insediamento delle multinazionali può essere modificato rapidamente e a costi bassi – come alcune multinazionali hanno dichiarato senza mezzi termini – l'aumento dell'aliquota non comporterebbe un rilevante gettito d'imposta pur livellando il terreno della competizione.

Il successo del piano di rientro è basato su alcune ipotesi particolarmente stringenti. Per raggiungere la soglia del 3% del rapporto deficit/PIL entro il 2014 il tasso di crescita del PIL dovrebbe viaggiare attorno al 2.5% medio annuo nel periodo 2011-2014. Inoltre il costo medio del debito non dovrebbe discostarsi significativamente dal 5%. Entrambe le ipotesi appaiono francamente irrealistiche.

I mercati non sono sembrati sollevati all'indomani dell'approvazione del sostegno finanziario europeo e del varo del pacchetto di riequilibrio.⁹ Né si sono calmati i timori di contagio. Basti pensare a quel che è successo appena dopo l'approvazione del pacchetto di sostegno europeo all'Irlanda, quando si è verificato un improvviso

⁷ A titolo di confronto, si ricorda che l'imposta sul reddito d'impresa raggiunge il 34% in Francia e sfiora il 30% in Germania. Negli USA e in Giappone l'aliquota si aggira attorno al 40%.

⁸ Come abbiamo detto sopra, l'eccezionale crescita irlandese almeno nel decennio 1990-2000 è stata trainata dalle esportazioni. Le multinazionali attratte in Irlanda dalle aliquote fiscali straordinariamente basse hanno creato in loco capacità produttiva in grado di generare, congiuntamente ad una forza lavoro ad alta istruzione e specializzazione, esportazioni *high tech*.

⁹ Dai *Credit Default Swaps* (CDS) emerge che la probabilità di *default* che i mercati associano alla Grecia nei prossimi 5 anni è del 50% mentre quella di Irlanda e Portogallo è del 30%.

allargamento dello spread tra titoli di Stato italiani e tedeschi. Si tratta di un episodio per il momento isolato, certo, ma significativo. Finché gli operatori dei mercati finanziari non si convinceranno che il problema del rischio sul debito sovrano in Europa si sta avviando a soluzione, nessuno tra i paesi dell'Eurozona periferica e vulnerabile (i PIGS) si troverà completamente al riparo.

I mercati sono irrazionali? Si tratta di una domanda legittima: dopo tutto sia l'Europa che l'Irlanda si sono mossi rapidamente per spegnere i focolai di incendio, molto più rapidamente e in modo molto più lineare che nel caso greco. E' piuttosto evidente, però, anche agli operatori dei mercati finanziari, che, utilizzando i fondi europei, l'Irlanda – come la Grecia – può trovare momentaneo sollievo al problema di *illiquidità* dovuta agli alti costi di accesso ai mercati dei titoli pubblici ma, per effetto delle ripercussioni negative della manovra di riequilibrio fiscale sulla crescita, il problema di fondo di *insolvenza* potrebbe essere addirittura esacerbato.

La terapia anti-crisi varata a maggio 2010 dal vertice europeo ha due gambe: il sostegno finanziario al paese in crisi e la disponibilità della BCE ad acquistare titoli del debito pubblico (la cosiddetta “opzione nucleare” secondo il linguaggio colorito comparso sui media in tarda primavera). Dal maggio fino alla fine dello scorso anno la BCE ha acquistato oltre 70 miliardi di euro di titoli di Stato dell'Eurozona periferica. La BCE ha anche deciso di effettuare una ricapitalizzazione con un aumento del fondo di dotazione da 5.8 a 10.8 miliardi di euro per preservare la sua solidità patrimoniale a fronte di potenziali perdite su titoli di Stato in portafoglio. La BCE esclude di praticare il *Quantitative Easing (QE)* secondo lo schema statunitense recentemente reiterato (e per questo denominato

QE2)¹⁰. Di fatto le modalità operative dell'intervento della BCE sul mercato dei titoli di Stato assomigliano a quelle adottate oltre oceano perché consistono nell'acquisto di titoli di Stato. Occorre però riconoscere che le finalità dell'intervento della BCE differiscono sostanzialmente da quelle del QE2 statunitense. A parte la dimensione (il programma di acquisto di titoli del debito pubblico denominato QE2 avviato dalla Fed è pari a 600 miliardi di dollari, ossia circa 450 miliardi di euro, su un arco temporale di 8 mesi e quindi è molto più rilevante dal punto di vista quantitativo), il QE *sui generis* europeo non si propone di sostenere la ripresa (semmai questo è un augurabile effetto collaterale) ma di stabilizzare i mercati finanziari e di contribuire ad attenuare la crisi di liquidità dei paesi periferici. Non sorprende quindi il flusso di dichiarazioni da parte dei vertici della BCE – *in primis* Trichet ma anche, e molto autorevolmente, Mario Draghi, membro del *Governing Council* della ECB e presidente del *Financial Stability Board* – inteso a ribadire l'intenzione di delimitare quantitativamente e temporalmente l'impegno dell'istituzione sul mercato dei titoli pubblici. La BCE ha detto e ripetuto che il grosso dello sforzo di riequilibrio deve ricadere sulle spalle dei governi che debbono stabilizzare i rapporti di finanza pubblica a livelli sostenibili. Vale la pena di osservare, peraltro, che in un'intervista al FT del 10 dicembre dello scorso anno Draghi si è detto ottimista sulla capacità di stabilizzazione dei rapporti di finanza pubblica da parte dei paesi in difficoltà “se si concede loro un tempo sufficiente”, un elemento che a volte sembra uscire dal radar dei *policy maker* (ma non da quello degli operatori di mercato).¹¹ Programmi

¹⁰ Su tale tema si rimanda al capitolo 2.

¹¹ Su questo elemento ha sollecitato l'attenzione Luigi Spaventa in un intervento su Repubblica del 12

di riequilibrio di finanza pubblica troppo severi e troppo concentrati nel tempo rischiano di essere controproducenti perché gelano la crescita.

La BCE ha contribuito non solo alla stabilizzazione dei rendimenti dei titoli pubblici irlandesi attraverso l'intervento in acquisto di *bond* ma anche alla stabilizzazione del sistema bancario irlandese ricoprendo il ruolo canonico di prestatore di ultima istanza. A fine novembre 2010 le banche irlandesi avevano accumulato debito verso la BCE per 136 miliardi di euro, un ammontare pari grosso modo all'80% del PIL irlandese e ad un quarto dei finanziamenti complessivi concessi dalla BCE alle banche dell'Eurozona. A questi fondi si erano aggiunti 45 miliardi di euro da parte della banca centrale irlandese.

Il ricorso alle linee di finanziamento della BCE era l'unica forma di finanziamento aperta a queste banche per due motivi. Da un lato il merito di credito presso le altre banche sull'interbancario si era ridotto drasticamente (un fenomeno simile è capitato alle banche greche e a quelle portoghesi). Dall'altro lato, la raccolta attraverso i depositi si era assottigliata drasticamente. Molti correntisti, specialmente corporate, avevano spostato i depositi altrove. Qualche commentatore l'ha definito una corsa agli sportelli silenziosa ("*a quiet bank run*").¹²

Un elemento di novità nel quadro dell'aiuto finanziario alla Eurozona periferica è l'intervento esterno da parte della Cina, che ha manifestato disponibilità ad acquistare titoli portoghesi e greci. La Cina ha un interesse strategico a mantenere in vita l'Unione Economica e

Monetaria (UEM) e spera di ingraziarsi in questo modo le autorità di Bruxelles per ottenere lo status di economia di mercato al fine di godere di condizioni commerciali migliori di quelle attuali.

Le condizioni del mercato dei titoli pubblici nel 2011 sono particolarmente delicate. L'ammontare del debito pubblico da rifinanziare o da rimborsare è di 560 miliardi di euro, con un incremento del 9% rispetto all'anno precedente. Si tratta dell'importo più grande dall'inizio dell'UEM. Il Portogallo, il prossimo paese nella linea di tiro della speculazione dopo Irlanda e Grecia, deve rifinanziare 20 miliardi di euro di debito entro la metà dell'anno in corso.

2. L'architettura attuale dei fondi europei per la stabilità finanziaria

Attualmente il meccanismo di soluzione delle crisi del debito sovrano (ideato a maggio 2010 per far fronte alla crisi greca) è temporaneo (durerà fino alla fine del 2012) e solo parzialmente credibile. Esso consiste nell'attivazione, in caso di crisi, dell'*European Financial Stability Mechanism* (EFSM) e dell'*European Financial Stability Facility* (EFSF). Il primo è limitato (60 miliardi di euro); il secondo è molto più rilevante (440 miliardi di euro nozionali). A questi fondi si aggiungono quelli messi a disposizione dal FMI per un ammontare complessivo di 250 miliardi.

La erogazione degli aiuti europei non è gratuita, si tratta di veri e propri prestiti fruttiferi. Nel caso dell'Irlanda, sui fondi erogati il governo pagherà il 6%, un tasso piuttosto elevato sebbene inferiore a quello che il mercato richiede, nelle condizioni attuali (a fine 2010 lo spread tra titoli irlandesi e bund tedeschi era di 6 punti percentuali). Inoltre la concessione degli aiuti è sottoposta alla *condizionalità* dell'Unione Europea: il paese destinatario deve adottare misure di risanamento

dicembre 2010 significativamente intitolato "La dottrina Draghi per uscire dalla crisi".

¹² Si tratta di un fenomeno che sembra diffuso all'intera euro-zona. Una delle destinazioni preferite dei depositanti in fuga dall'Eurozona, secondo le informazioni raccolte dai giornali, è, non sorprendentemente, la Svizzera.

fiscale concordate con l'Unione per poter accedere ai fondi.

Il fondo di emergenza europeo vale quindi complessivamente 750 miliardi di euro di cui 2/3 forniti dall'Unione Europea e 1/3 dal FMI. Può bastare? Ovviamente la risposta dipende dalla dimensione del contagio sui mercati finanziari. Fino a quando la "linea di tiro" della speculazione comprenderà paesi relativamente piccoli come la Grecia, l'Irlanda e il Portogallo, le risorse messe a disposizione saranno sufficienti. Se la fibrillazione dovesse coinvolgere seriamente i titoli di Stato spagnoli e, a maggior ragione, quelli italiani, tuttavia, l'opinione di consenso è che i fondi di sostegno sarebbero insufficienti.

C'è una ragione di fondo che contribuisce a corroborare questo scetticismo. I fondi effettivamente disponibili, infatti, sono meno cospicui rispetto alle cifre nozionali menzionate precedentemente. Vediamo perché.

Come si è detto, i fondi provengono per 60 miliardi dall'EFSM gestito direttamente dalla Commissione per conto dell'Unione Europea e per 440 miliardi dall'EFSF a cui contribuiscono, gli Stati membri dell'Eurozona. EFSM è un veicolo che emette titoli e li colloca sul mercato per raccogliere fondi da destinare all'aiuto dei paesi in difficoltà. Le garanzie sono fornite dai 27 paesi UE.¹³

EFSF è un veicolo che raccoglierà fondi nella stessa forma. Nel caso di EFSF saranno i 17 paesi membri dell'Eurozona a garantire i prestiti.

Attualmente, come si è detto, l'ammontare complessivo delle garanzie fornite dagli stati membri a sostegno di EFSF è 440 miliardi, ma il Fondo può erogare aiuti solo per una quota parte di questo ammontare, perché per finanziarsi dovrà emettere titoli per i quali è richiesto il massimo *rating*, ossia la tripla A. L'emissione di questi titoli richiede (i) una *over-guarantee* e (ii) delle riserve in *cash*.

- (i) A fronte delle garanzie ricevute, il Fondo può emettere titoli per 367 miliardi, poiché deve mantenere un rapporto del 120% tra garanzie e titoli emessi;¹⁴
- (ii) Il rapporto tra prestiti erogati e titoli emessi è pari a circa due terzi. Secondo le regole di funzionamento del Fondo, infatti, il restante terzo dei fondi eventualmente raccolti verrebbe investito in una riserva liquida (*cash reserve*). Di conseguenza, a fronte di una raccolta potenziale di 367 miliardi, il Fondo potrebbe erogare prestiti per 246 miliardi.

In fin dei conti, quindi, a fronte di una mobilitazione nozionale di risorse per 440 miliardi di euro, gli aiuti effettivamente erogabili ammonterebbero a 246 miliardi, ossia poco più della metà.

All'Irlanda sono arrivati aiuti europei per 67.5 miliardi, di cui 2/3 da EFSM ed EFSF e 1/3 dal FMI. Al salvataggio ha contribuito anche, fuori dal pacchetto europeo, il Regno Unito e la Svezia. Dello stesso ordine di grandezza sostanzialmente potrebbe essere l'intervento a favore del

¹³ I titoli emessi da parte dell'EFSM si caratterizzano come *bond* dell'Unione Europea ossia *EU-bonds*. L'emissione di EU bonds avvenuta a gennaio dell'anno in corso ha offerto un rendimento del 2.6% (con uno spread di quasi $\frac{3}{4}$ di punto base rispetto ai *bund* tedeschi). Quasi il 40% di questi titoli è stato acquistato da banche centrali. L'Unione Europea era già ricorsa agli *EU-bonds* nel dicembre 2008 per raccogliere fondi destinati a soccorrere l'Ungheria, e nel febbraio 2009 per soccorrere la Lettonia.

¹⁴ L'emissione di titoli EFSF ha natura parzialmente diversa da quelli dell'EFSM perché non si tratta di EU-bonds ma di titoli garantiti dai paesi dell'Eurozona. Alcuni investitori e commentatori temono una forma di cannibalizzazione del mercato dei titoli di Stato dei singoli paesi membri da parte di questi titoli. Come ha detto un banchiere citato dal FT del 20/12/2010: "*Investors love this stuff. But if you buy an EFSF bond, why on earth would you buy Spain?*"

Portogallo. Dopo questi due paesi, a parità di altre condizioni, rimarrebbero fondi sufficienti per intervenire a sostegno di un'economia relativamente piccola (come quelle dei paesi incontrati finora, Grecia, Irlanda e Portogallo). Ma la Spagna è molto più grossa. Si stimava (a fine 2010) che il fabbisogno di fondi spagnolo per il *roll-over* del debito pubblico sia di 300 miliardi di euro nei 3 anni dal 2011 al 2014. Naturalmente il problema potrebbe essere ancora più rilevante se ai fondi necessari per il *roll-over* del debito si dovessero aggiungere fabbisogni finanziari aggiuntivi per la ristrutturazione del debito bancario.

Sulla base delle considerazioni precedenti, nel dibattito politico è stata spesso indicata l'opportunità di aumentare la dotazione dell'EFSF. Indicazioni in questo senso sono venute dalla BCE. La Germania, tuttavia, è fermamente contraria a questa prospettiva. Nel caso dell'Irlanda (l'unico intervento finora attivato), il Fondo prevede di erogare 17,7 miliardi di prestiti nel biennio 2011 - 2012, finanziati da emissioni di titoli per 26,5 miliardi. Va anche tenuto presente che le garanzie prestate dai paesi a tripla A (Germania, Francia, Olanda, Austria, Finlandia, Lussemburgo) sommano a 255 miliardi, cifra superiore ai 246 di prestiti potenziali. Riassumendo: ogni euro di titoli emesso dal Fondo è garantito per un terzo dalla riserva in contanti e per due terzi dalla garanzia prestata dai paesi che già godono della AAA. Questo meccanismo ha consentito al Fondo di ottenere la AAA sulle sue passività. Esso è anche alla base del successo della prima emissione di titoli effettuata dal Fondo alla fine di gennaio, con domande pari a nove volte l'importo offerto (5 miliardi), nonostante un tasso di rendimento (2,89%) di soli 6 punti base superiore al tasso interbancario (*swap*) sulla stessa scadenza (cinque anni).

Aumentare le risorse dello EFSF potrebbe rivelarsi insufficiente. Un recente rapporto di Citigroup riporta il fabbisogno finanziario (definito dalla somma del debito pubblico in scadenza e del disavanzo di bilancio) dei paesi che potrebbero candidarsi per l'assistenza del Fondo (si veda la Tabella 1): il totale ammonta a oltre 1750 miliardi per il triennio 2011-2013 (prima che entri in funzione il futuro *European Stability Mechanism* - ESM). Qualsiasi ragionevole ipotesi di aumento della dotazione del Fondo non potrà mai avvicinarsi a questa cifra.

TAB. 1: Fabbisogno finanziario del settore pubblico: debito in scadenza + deficit (2011 – 2013; miliardi di euro)

Belgio	192
Grecia	141
Irlanda	68
Italia	818
Spagna	467
Portogallo	72
TOTALE	1758

Fonte: CITI Economics, "Global Economics View: the Debt of Nations", Gennaio 2011

La vera innovazione consisterebbe nell'ampliamento del raggio d'azione dello EFSF. Attualmente esso può intervenire solo con prestiti a favore di paesi che si trovino in difficoltà nell'accedere ai mercati finanziari, secondo un piano di assistenza concordato con i ministri finanziari dell'area euro, la Commissione europea ed il FMI; in sintesi il Fondo interviene solo in caso di "salvataggio" di un paese sull'orlo dell'insolvenza. Questo è ciò che sta accadendo per l'Irlanda. Se invece fosse autorizzato a intervenire sul mercato secondario dei titoli pubblici, il Fondo potrebbe stabilizzare il mercato stesso senza attendere che un paese si trovi in una situazione estrema, come è accaduto per Grecia e Irlanda. In questo modo si ridurrebbe il costo del finanziamento per gli stati con alto debito.

Altrimenti questo compito di stabilizzazione ricade tutto sulla BCE, con la conseguenza che parte del debito pubblico viene monetizzato. L'argomento della "sterilizzazione" degli acquisti di titoli pubblici da parte della BCE non regge, in presenza di operazioni di politica monetaria di ammontare illimitato. Gli acquisti di titoli emessi dagli stati periferici da parte della BCE ammontano ormai a circa 80 miliardi di euro. In realtà, l'esposizione della BCE verso gli stati sovrani è ben superiore, se si tiene conto dei titoli ricevuti come *collateral* nelle operazioni di politica monetaria.

3. Twin crises: crisi bancaria e crisi del debito sovrano

I governi europei hanno impegnato ingenti somme per ripristinare la fiducia sui mercati finanziari, a cominciare dalla fase più acuta della crisi recente, in particolare dopo il collasso della Lehman Brothers. Questo sforzo ha avuto un ruolo determinante nella crisi di finanza pubblica successiva. Le risorse pubbliche impegnate nei salvataggi bancari hanno appesantito i conti pubblici in misura talvolta "insostenibile", come il caso irlandese ha dimostrato in modo eclatante. Esiste pertanto un legame evidente tra la crisi bancaria e quella del debito sovrano.

Gli sviluppi della crisi irlandese, d'altro canto, mettono in luce un secondo legame, questa volta in direzione opposta, dalla crisi del debito sovrano alla crisi bancaria. Il sistema bancario europeo, infatti, ha massicciamente investito in titoli di Stato nel corso della crisi nel tentativo di ripulire i propri bilanci dai titoli tossici che si trovavano all'origine della crisi. Le banche hanno attinto alla liquidità messa a disposizione dalla BCE, dando in garanzia titoli a basso *rating*, per investire in titoli di Stato considerati, fino al 2008, sicuri. I titoli tossici sono stati quindi di fatto trasferiti e messi a carico dell'Eurosistema mentre le banche

private si imbottivano di titoli di Stato. Con la crisi del debito sovrano anche i titoli di Stato dell'Eurozona periferica sono diventati a basso *rating* di modo che i bilanci bancari si sono trovati appesantiti di nuovo e di nuovo esposti al rischio di perdite. E' cambiata la natura dell'emittente dei titoli a rischio in portafoglio alle banche ma non il grado di sicurezza dei titoli stessi.

In buona sostanza crisi bancaria e crisi sovrana sono legati da un duplice rapporto causale: (i) dalla prima alla seconda per via del costo dei salvataggi a carico del bilancio pubblico; (ii) dalla seconda alla prima per via del declassamento dei titoli pubblici in portafoglio alle banche. Chiusi questi due legami ad anello, si manifesta un pericoloso circolo vizioso che potrebbe attanagliare la crescita per un lungo periodo. Il meccanismo è quello tipico di un *feedback* positivo, ossia di un meccanismo che si auto-rinforza perversamente.

3.1. Dalla crisi bancaria alla crisi del debito sovrano

Analizziamo più a fondo il primo legame dell'anello, ossia il peso degli schemi di aiuto alle banche per le finanze pubbliche.

Nel periodo che va dall'ottobre 2008 al marzo 2010, gli stati membri della UE-27 hanno stanziato un ammontare complessivo di risorse pari a 4131 miliardi di euro, equivalenti al 32,6% del PIL¹⁵. La Tabella 2 riporta in dettaglio l'ammontare degli interventi effettuati dai principali paesi europei.

La maggior parte delle risorse è stata devoluta agli schemi di garanzia. I governi hanno fatto ricorso intensamente a questo strumento, soprattutto fino alla metà del 2009, essendo quello meno costoso per sostenere la fiducia degli investitori. In questo modo, le passività di una banca sono assistite

¹⁵ Si veda "State Aid Scoreboard", Rapporto della Commissione europea, maggio 2010.

dalla garanzia fornita dallo Stato; allo stesso tempo, il bilancio statale non è gravato da un esborso di cassa immediato. Il “take-up rate” – la quota di utilizzo effettivo rispetto ai fondi stanziati – è stato mediamente pari al 32%, pur essendo nettamente più elevato in qualche paese (ad esempio il Portogallo: 51%).

Un problema emerso durante la crisi è la sotto-capitalizzazione di molte banche. I governi hanno reagito sia tramite programmi di ricapitalizzazione generali, rivolti a tutto il sistema bancario, sia mediante misure specifiche per istituti in evidente difficoltà. Il “take-up rate” differisce notevolmente tra le due forme di intervento: 27% per gli schemi generali e 90% per gli interventi specifici. La ragione è naturalmente il fatto che gli interventi specifici sono stati fatti per venire incontro e esigenze urgenti di ricapitalizzazione di alcune banche.

TAB. 2: Risorse pubbliche impegnate a sostegno del settore finanziario (Ottobre 2008 – Marzo 2010 - miliardi di euro)

	Garanzia	Ricapitalizzazione	Altro (*)	Int. individuali	TOT.
AUSTRIA	75	15		0,5	90,5
FRANCIA	265	23,95		62,2	351,15
GERMANIA	400	80		107,6	587,6
GRECIA	15	5	8		28
IRLANDA	376		54	25,6	455,6
ITALIA		20			20
OLANDA	200			56,2	256,2
PORT.	16	4		0,5	20,5
SPAGNA	200	99	30		329
UK	381,87	62,79		405,6	850,26
TOTALE	1928,87	309,74	92	658,2	2988,81

Fonte: Commissione europea; (*) Liquidity e asset relief schemes

Due paesi, Regno Unito e Irlanda, rappresentano l’80% delle risorse spese nella terza forma di intervento, denominata “*impaired asset relief*”,

nella quale il governo fornisce una assicurazione contro la svalutazione dell’attivo bancario, o diventa direttamente acquirente di *asset* di dubbia qualità. Mentre l’Irlanda ha approvato un piano generale di “*asset relief*”, gli interventi nel Regno Unito sono stati su base individuale.

La Tabella 3 mostra, per ciascun paese, il costo complessivo delle misure appena descritte, sia in proporzione alla dimensione del sistema bancario sia in rapporto al PIL. I numeri riportati nella tavola evidenziano notevoli differenze tra paesi. L’Irlanda ha impegnato un enorme ammontare di risorse, sia in rapporto all’attivo del sistema bancario sia come quota del PIL. E’ seguita da UK e Olanda: questi paesi hanno impegnato risorse pari a circa la metà del PIL. Tutti gli altri paesi hanno impegnato somme importanti in rapporto al PIL, benché inferiori rispetto ai paesi già menzionati. L’unica eccezione è l’Italia, che si distingue per avere speso somme esigue.

TAB. 3: Stanziamenti pubblici in rapporto all’attivo bancario e in rapporto al PIL

	Risorse impegnate in % dell’attivo del settore bancario (A)	Attivo bancario in rapporto al PIL (B)	Risorse impegnate in % del PIL (A*B)
AUSTRIA	8,78	3,72	32,68
FRANCIA	4,59	4,01	18,41
GERMANIA	7,90	3,09	24,41
GRECIA	5,69	2,07	11,79
IRLANDA	27,88	9,99	278,58
ITALIA	0,53	2,46	1,32
OLANDA	11,56	3,89	44,93
PORTOGALLO	3,94	3,17	12,51
SPAGNA	9,55	3,28	31,30
UK	8,99	6,04	54,27

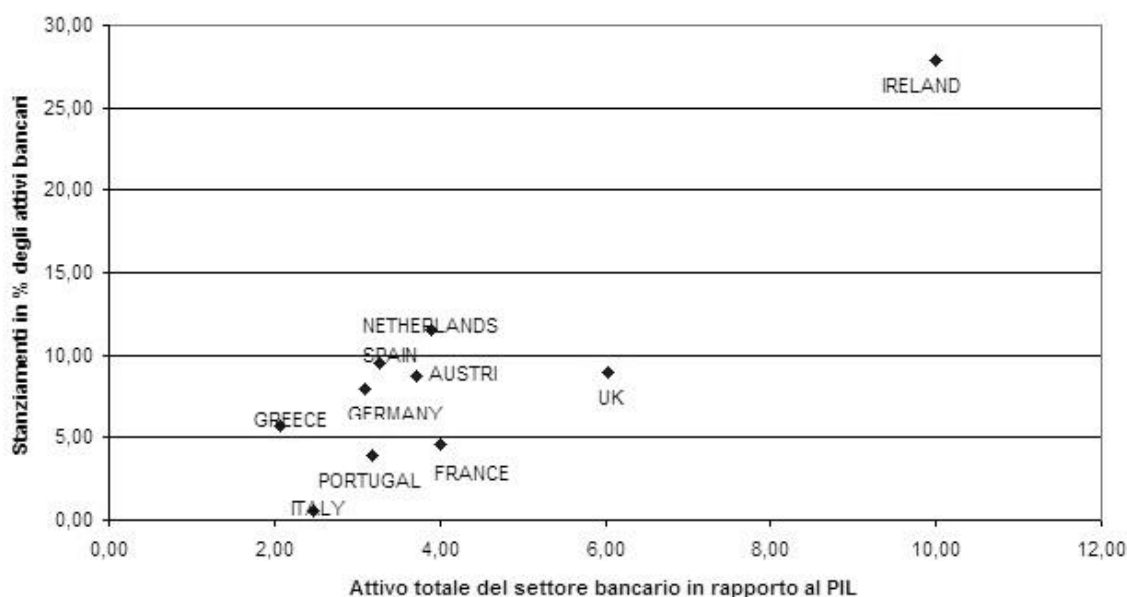
Fonte: Commissione europea; attivo del settore bancario (fine-2009): BCE (BoE per UK)
PIL (2009): Eurostat

Va notato che il peso dell’intervento statale sul PIL è il risultato di due fattori: l’ammontare di risorse impegnate in rapporto alla dimensione del

sistema bancario, e la dimensione relativa del settore bancario rispetto al PIL. E' interessante domandarsi se vi sia qualche relazione tra questi due fattori. La Figura 1 fornisce una risposta positiva a questa domanda, seppure solo qualitativa. Si osserva che in quei paesi dove il settore bancario è più grande in rapporto all'economia (maggiore valore dell'attivo bancario in rapporto al PIL), i governi sono stati indotti a intervenire più pesantemente a sostegno delle banche. In particolare, l'ammontare notevole di risorse impegnate da Irlanda e UK può essere parzialmente spiegato dalla dimensione del settore

bancario in quei paesi. Il ben noto principio denominato "too-big-to-fail" dice che un governo non può permettersi di lasciare fallire una singola istituzione finanziaria di grandi dimensioni, poiché ciò avrebbe costi eccessivi per l'intero sistema economico. L'evidenza qui riportata sembra implicare l'esistenza di un principio simile a livello macroeconomico: l'incentivo dei governi a "salvare" il sistema bancario nel suo complesso sarebbe tanto maggiore quanto più elevata è la dimensione di quel settore rispetto all'economia di un paese.

FIG. 1: Stanziamenti governativi a favore del settore bancario e dimensione del settore



I piani di intervento dei governi europei a sostegno del sistema bancario hanno confermato le aspettative del mercato relative alle politiche di *bail-out*.

Il principio di *too-big-to-fail*, appena richiamato, si concentra sulla "efficienza *ex-post*": una volta che un debitore di grandi dimensioni è arrivato al punto di essere sull'orlo della bancarotta, bisogna intervenire in suo aiuto, perché i costi del non

intervento sono troppo alti. C'è invece chi sostiene che salvando un debitore insolvente si incoraggiano i partecipanti al mercato finanziario a comportamenti irresponsabili: i debitori sono incentivati ad accumulare alti debiti e i creditori ad incorrere in rischi elevati, nella speranza che qualcun altro salvi tutti e due qualora emergano problemi. Questa visione si concentra sulla "efficienza *ex-ante*": lasciando fallire i debitori

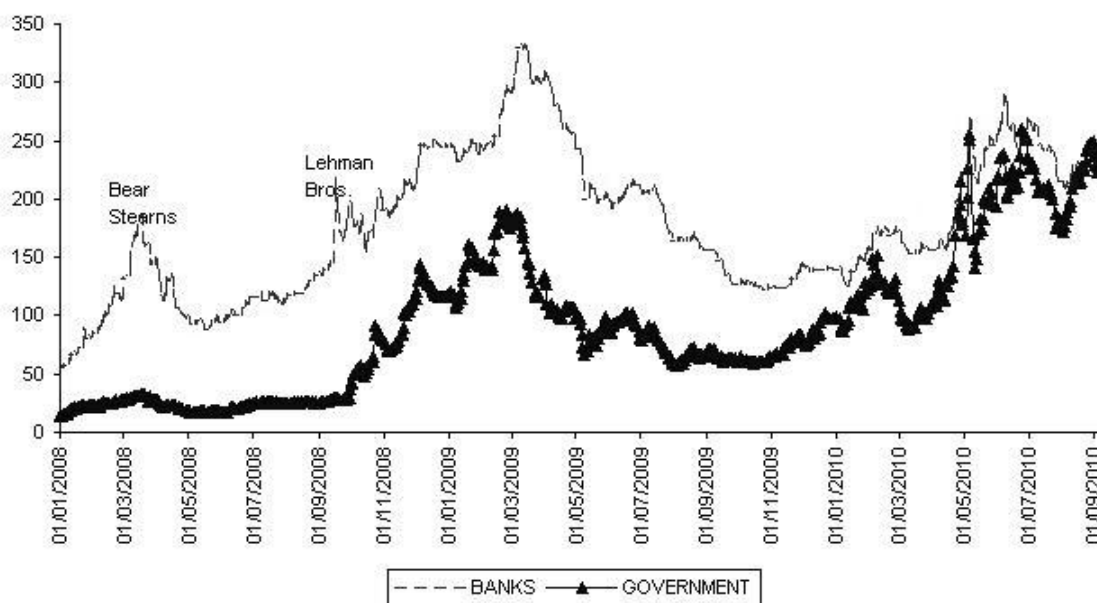
insolventi si riducono le aspettative di *bail-out* futuri, imponendo così maggiore disciplina ai mercati finanziari.

Se le cose stessero effettivamente in questi termini, sarebbe impossibile dire quale delle due tesi sia la più ragionevole, perché ciò dipenderebbe da quale ottica viene privilegiata: efficienza *ex-post* o *ex-ante*. Tuttavia vi sono buoni motivi per ritenere che le cose stiano diversamente nel caso di debitori con impatto sistemico. In questo caso, la rinuncia al salvataggio non è solo inefficiente *ex-post*, ma lo è anche *ex-ante*. Questo perché le conseguenze del fallimento di un grande debitore sono così costose e diffuse, da portare a un *aumento delle aspettative di bail-out futuri*, anziché ad una loro riduzione.

Guardiamo a quello che è successo a partire dal 2008, con l'aiuto della Figura 2: essa riporta i premi pagati sui *Credit Default Swaps* (CDS a cinque anni) relativi alle banche europee e al

debito sovrano dell'area euro. Si vede bene come il fallimento di Lehman Brothers produce un repentino aumento dei *CDS premia* per gli stati sovrani dell'area euro, che da allora seguono da vicino quelli delle banche della stessa area. Ciò significa che da quel momento i mercati finanziari si aspettano che eventuali insolvenze del settore bancario ricadano sui bilanci pubblici; in altri termini, è aumentata sensibilmente l'aspettativa di *bail-out*. Chi credeva che “punendo” i banchieri di Lehman Brothers si sarebbe imposta maggiore disciplina sugli altri è rimasto deluso, perché la promessa implicita di salvataggio è aumentata, anziché diminuire. Si noti che il salvataggio della Bear Stearns, al contrario, non ha portato a un aumento delle aspettative di *bail-out*. Il principio per cui sarebbe meglio non salvare i debitori insolventi, per non generare aspettative di altri salvataggi futuri, sembra quindi sovvertito dall'evidenza dei fatti.

FIG. 2: Indice europeo dei CDS a 5 anni



Come si è visto, molti governi europei hanno già stanziato somme enormi per sostenere le loro banche. Inoltre, l'aspettativa di *bail out* emerge chiaramente dai premi sui CDS quotati sul mercato finanziario. Questa evidenza suggerisce che i governi stanno fornendo una garanzia implicita di sostegno, che va al di là delle somme già esplicitamente impegnate: il mercato si attende che i governi si facciano carico delle eventuali perdite future del settore bancario.

Possiamo quindi chiederci: se la garanzia implicita di salvataggio delle banche fosse valutata al valore di mercato (*marked-to-market*), quale sarebbe l'effetto sui conti pubblici? In altre parole: quanto costerebbe allo stato acquistare un'assicurazione contro il fallimento di una grande banca, al limite di tutto il sistema bancario? Questa domanda è cruciale nel dibattito sulla riforma del Patto di stabilità europeo, nel quale qualche partecipante ha chiesto che il debito privato venga incluso nella valutazione della sostenibilità finanziaria di un paese. Questa posizione sembra ragionevole, se riferita alle passività del settore finanziario, proprio per l'impatto che queste possono avere sul bilancio pubblico, tramite la garanzia implicita di *bail out*. L'onere per lo stato, implicito nella garanzia di salvataggio del settore bancario, rappresenta una quota rilevante del PIL in molti paesi, come si può vedere dalla Tabella 4.

E' enorme per l'Irlanda, minore ma comunque considerevole per gli altri paesi "periferici" (PIGS), per l'Italia e per il Regno Unito. Può consolare il fatto che l'Italia è il paese che ne esce meglio tra quelli periferici. I fattori cruciali, che stanno dietro ai numeri esposti nella tabella, sono: (i) la dimensione del settore bancario rispetto all'economia di ciascun paese; (ii) la correlazione tra le probabilità di fallimento delle banche di un paese, che determina la probabilità di una crisi sistemica.

TAB. 4: Valore della garanzia implicita di *bail out* e rapporto Debito/PIL nel 2009

	Debito/PIL	Garanzia/PIL	Totale
Portogallo	76.80%	44.96%	121.76%
Irlanda	64.00%	163.17%	227.17%
Italia	115.80%	16.63%	132.43%
Grecia	115.10%	51.16%	166.26%
Spagna	53.20%	37.54%	90.74%
Germania	73.20%	7.68%	80.88%
Francia	77.60%	14.31%	91.91%
UK	68.10%	32.34%	100.44%
Olanda	60.90%	17.23%	78.13%
Austria	66.50%	26.33%	92.83%

I numeri riportati nella colonna centrale della tabella sono stati ottenuti moltiplicando la probabilità di un evento sistemico (che coinvolga tutto il settore bancario di un paese) per l'ammontare delle perdite generate in tale caso. Questo prodotto misura la *perdita attesa* per lo stato, dovuta alla assicurazione implicita che esso fornisce al sistema bancario, ed equivale al premio che esso dovrebbe pagare per acquistare una riassicurazione sul mercato finanziario. A sua volta, la probabilità di un evento sistemico è stata calcolata sfruttando l'informazione contenuta nelle serie storiche dei CDS *spreads* a cinque anni, relativi alle maggiori banche presenti in ciascun paese europeo. La perdita (*loss given default*) è stata fissata al 60% del totale attivo delle banche, seguendo la convenzione utilizzata nel mercato dei CDS.¹⁶

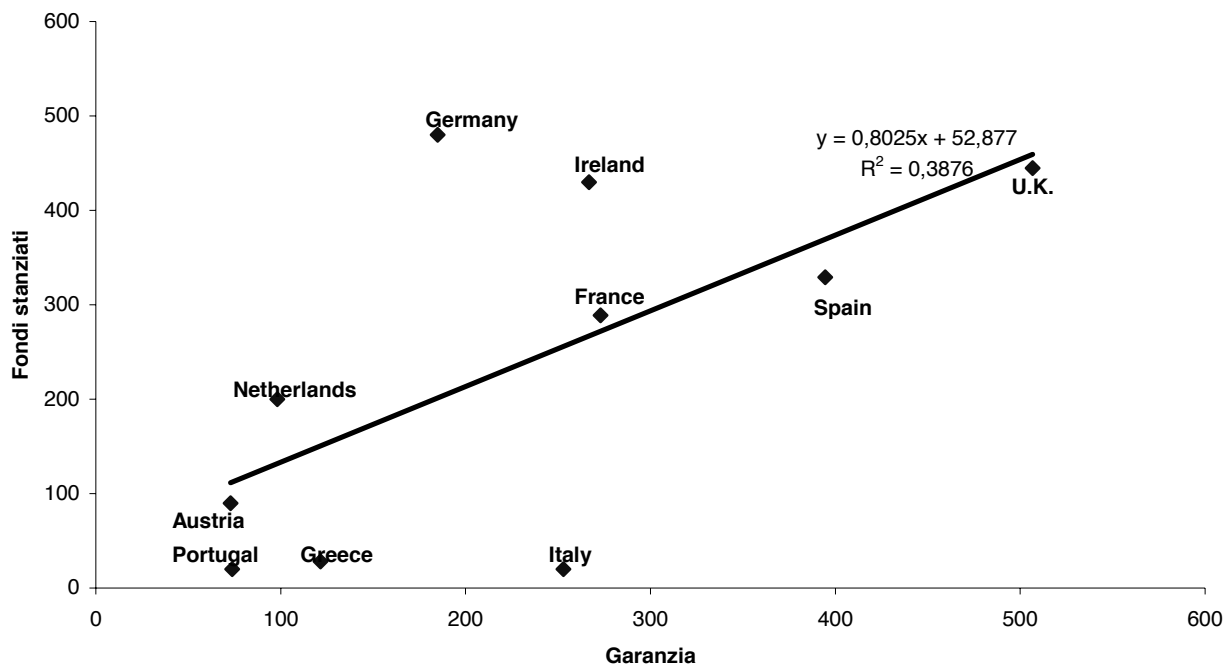
I valori di mercato – così stimati – della garanzia di *bail out* a fronte del rischio sistemico mostrano una relazione positiva con le somme effettivamente stanziare finora dai governi europei a questo scopo; le somme totali, per i dieci paesi considerati, sono molto simili: 2.245 miliardi di

¹⁶ Per ulteriori dettagli tecnici, si veda: A. Baglioni e U. Cherubini, *Marking-to-market Government guarantees to financial systems. An empirical analysis of Europe*, Novembre 2010 (<http://ssrn.com/abstract=1715405>).

euro (garanzie implicite) e 2.330 miliardi (somme stanziati). La relazione positiva emerge chiaramente dalla Figura 3. Tuttavia, lo scostamento tra il valore della garanzia implicita e le somme stanziati varia molto da un paese all'altro. I due casi estremi sono, da un lato, la Germania, per cui le somme stanziati sono largamente superiori all'onere implicito nella garanzia di *bail out*, e ciò è dovuto al basso rischio sistemico in quel paese; dall'altro lato, l'Italia, che ha stanziato la somma più bassa

(insieme al Portogallo), nonostante la dimensione del suo sistema bancario. A sorpresa, si scopre che l'Irlanda è il paese che presenta – dopo la Germania – il maggiore eccesso di risorse stanziati rispetto alla perdita attesa implicita nella garanzia di *bail out*; ciò non toglie che, una volta scoppiata la crisi, il peso che le banche irlandesi hanno trasferito sul bilancio pubblico di quel paese si sia rivelato insostenibile, costringendolo a ricorrere all'assistenza della comunità internazionale.

FIG. 3: Valore della garanzia implicita di *bail out* e fondi stanziati (mld. euro)



3.2. Crisi del debito sovrano e bilanci bancari

Il secondo legame del circolo vizioso richiamato precedentemente va dalla crisi del debito sovrano ai bilanci bancari. Un appesantimento insostenibile dei bilanci bancari per effetto dei default effettivi o attesi di debitori sovrani potrebbe creare le premesse di una nuova crisi bancaria. Nella Tabella 5 riportiamo l'esposizione delle banche dei grandi paesi europei (Germania,

Francia, Italia, Regno Unito) verso l'Eurozona periferica.

Il paese più esposto è la Germania, le cui banche sono esposte per oltre 512 miliardi di dollari verso i PIGS, prevalentemente Irlanda e Spagna. Segue a ruota la Francia, con 410 miliardi, di cui quasi la metà verso la Spagna. Terzo il Regno Unito, esposto per quasi la metà verso l'Irlanda. L'Italia ha un'esposizione molto più bassa. D'altro canto la posizione del nostro paese è in un certo senso

ambigua. E' uno dei grandi paesi europei ma anche per certi versi un elemento dell'elenco dei paesi vulnerabili.

TAB. 5: Esposizione delle banche dei grandi paesi europei (sulle righe) verso il debito sovrano dei paesi dell'Eurozona periferica (sulle colonne). Dati al II trimestre 2010. Miliardi di dollari.

	Grecia	Irlanda	Portogallo	Spagna	Tot.
Germania	65.4	186.4	44.3	216.6	512.7
Francia	83.1	77.3	48.5	201.3	410.2
Italia	6.8	24.7	7.6	37.2	76.3
Regno Unito	17.0	187.5	29.0	136.5	370.0

Fonte: BRI

4. Alla ricerca di una soluzione di lungo periodo

La gestione della crisi del debito sovrano in Europa rappresenta una sfida formidabile non solo per i governi, ma anche per gli economisti, chiamati a fare proposte concrete per scongiurare una degenerazione della crisi stessa, che porti ad una insolvenza degli stati ad alto debito e potenzialmente al dissolvimento dell'unione monetaria europea. Per salvare la moneta unica occorre procedere in due direzioni: (a) introdurre un meccanismo *credibile e permanente* di soluzione delle crisi del debito sovrano dei paesi partecipanti all'UEM, (b) varare una *politica fiscale comune*. Su (b) ci siamo già soffermati in un precedente numero di OM. Per quanto riguarda (a) si sono fatti passi avanti essenziali, più rapidamente che sul fronte fiscale, ma c'è ancora molto da fare e da chiarire.

Possiamo individuare due proposte, che hanno attirato l'attenzione nel recente dibattito sull'argomento: (i) istituire un'agenzia del debito europea, che emetta "eurobonds"; (ii) creare un Fondo Monetario Europeo, in grado di gestire una "ristrutturazione ordinata" del debito di alcuni

paesi europei. Prima di esaminare queste proposte, descriviamo le caratteristiche essenziali del futuro Meccanismo europeo di stabilità (ESM), approvato di recente dai governi europei.

4.1 Lo European Stability Mechanism (ESM)

L'attuale Fondo europeo di stabilità finanziaria (EFSF) è un meccanismo temporaneo di gestione delle crisi debitorie dei debitori sovrani dell'Eurozona. Esso è destinato ad essere sostituito da una struttura permanente a partire dal giugno del 2013, secondo quanto stabilito dal Consiglio europeo di metà dicembre scorso. Tale struttura, denominata "Meccanismo europeo di stabilità" (*European Stability Mechanism* o ESM) ha in comune con l'EFSF la logica di fondo: il problema dei paesi a rischio di default sovrano è la carenza di liquidità, non un problema di fondo di insolvenza. L'ESM però presenta caratteristiche istituzionali diverse rispetto all'attuale EFSF, volte ad accogliere le richieste avanzate sul piano politico dalla Germania e appoggiate dalla Francia.

La caratteristica essenziale e innovativa (rispetto ai fondi di sostegno attuali) dell'ESM – e probabilmente quella più controversa – è la partecipazione degli investitori privati alla soluzione della crisi, ossia il cosiddetto *bail in*. In buona sostanza – e questo i mercati l'hanno capito benissimo – si tratta di una forma di ristrutturazione strisciante del debito sovrano. La ristrutturazione del debito, comunque venga attuata, è penosa per i creditori finali/investitori e ha suscitato un dibattito vivace. Un autorevole membro del comitato esecutivo della BCE come Bini Smaghi (FT del 17/12/2010) la reputa assolutamente e radicalmente pernicioso. Un accademico di rango e autorevole commentatore di politica economica come Paul De Grauwe ritiene che anche solo paventare la ristrutturazione

genera attacchi speculativi contro i titoli dei paesi in odore di default.¹⁷ L’annuncio del *bail in*, infatti, ha innervosito i mercati perché gli investitori in obbligazioni di Stato anticipano il costo di doversi accollare una ristrutturazione – peraltro soft e ordinata – del debito e si precipitano a vendere i titoli del debito pubblico già in sofferenza, esacerbando i problemi dei debitori sovrani più deboli. I leader di questi paesi, proprio per questo motivo, son stati finora avversari di questa prospettiva. Qualche commentatore con propensioni dietrologiche ha attribuito alla Germania esattamente l’intento di provocare una nuova tempesta finanziaria – attraverso l’insistenza sulla partecipazione degli investitori alla stabilizzazione finanziaria – al fine di piegare gli Stati periferici a un’impostazione ortodossa di bilancio. Sarebbe questo il *Berlin consensus*.

Tuttavia, a giudizio di chi scrive – e probabilmente della maggioranza dei commentatori – quella di una ristrutturazione “controllata” è la via maestra per uscire dalle secche della crisi attuale,¹⁸ congiuntamente a un

ripensamento della tempistica del riequilibrio fiscale.

Il *bail in* avverrebbe attraverso una riduzione del valore dei titoli (*haircut*) o un allungamento delle scadenze o riduzione del servizio del debito. In altri termini, del meccanismo di soluzione farebbe parte non solo il *bail-out* a carico dell’Unione Europea ma anche il *bail-in* a carico degli investitori privati.

La partecipazione degli investitori alla soluzione del problema debitorio avverrebbe attraverso clausole di azione collettiva (*collective action clauses*): se il governo emittente non è in grado di servire il debito, può concordare un *haircut* con la maggioranza dei creditori. Se raggiunge un accordo, questo sarà valido per tutti gli investitori. Questo meccanismo elimina la condizione dell’unanimità per la ristrutturazione e lo velocizza notevolmente. I titoli emessi dal 2014 quindi saranno molto più rischiosi di quelli attuali perché incorporano il rischio di una ristrutturazione a maggioranza. Questa caratteristica costituisce obiettivamente un elemento di “assottigliamento” del mercato. Essa infatti tende a ridurre sia la domanda che l’offerta di questi titoli. In altri termini, l’introduzione del meccanismo di risoluzione permanente e partecipata rischia di rendere ancor meno spesso il mercato dei titoli di Stato dell’eurozona periferica. A quel punto chi finanzierebbe questi paesi? Il meccanismo di stabilizzazione ovviamente. Quello che dovrebbe essere un sistema di finanziamento di emergenza finirebbe per diventare l’unica fonte di finanziamento per questi paesi.

¹⁷ De Grauwe auspica invece la costituzione di un Fondo Monetario Europeo, proposta avanzata da Gros e Mayer e discussa brevemente nel paragrafo 3.4.3.

¹⁸ L’esperienza latino-americana dei primi anni 80 è significativa da questo punto di vista. L’episodio *clou* della crisi debitoria latino-americana fu la dichiarazione di *default* del Messico nel 1982, seguita da un processo di aggiustamento reale penoso nel mezzo di una stagnazione dell’economia. Prima del Giappone è stata l’America Latina a registrare una *lost decade* dal punto di vista della crescita economica. La ristrutturazione non fu possibile immediatamente: per alcuni anni, si vivacchiò nell’incertezza. La ristrutturazione riuscì solo nel 1989 con il piano Brady. Con questo piano, il debito latino-americano venne trasformato in Brady bonds, con un allungamento delle scadenze a parità di tasso (*par bonds*) o con uno sconto sul tasso e scadenze più corte (*discount bonds*), garantiti dal Tesoro americano. Gli investitori – prevalentemente banche USA – quindi accettarono la perdita di valore del loro credito grazie alla garanzia

del Tesoro americano. Si può notare il parallelismo con la situazione europea attuale. I Brady bonds europei potrebbero essere ottenuti dai titoli del debito pubblico dei paesi dell’Eurozona mediante *haircuts* o allungamento delle scadenze. La garanzia dovrebbe venire in solido dai partner dell’Eurozona.

Occorre però aver chiaro che prima o poi il problema di una ristrutturazione del debito sovrano di paesi come Grecia o Irlanda si riproporrà. I pacchetti di aiuto hanno solo “comprato tempo”. Inoltre la condizionalità dell’Unione è per certi versi poco credibile. I risparmi di spesa e l’incremento di entrate rischiano di essere vanificati se il Paese assistito è quindi oggetto della condizionalità non riesce più a crescere. Per uscire dal *cul de sac*, gli operatori dei mercati finanziari dovrebbero adattarsi a una prospettiva di più lungo periodo nel riequilibrio della finanza pubblica e a partecipare a una ristrutturazione soft e ordinata del debito pubblico esistente. Ciò li aiuterebbe anche a prezzare meglio il rischio che si assumono. Inoltre occorre riconoscere che un investitore in un titolo di Stato di un paese partecipante all’Euro ha due rischi: quello ovvio e immediato di default del debitore sovrano e quello implicito e più remoto del break-up dell’area Euro. Questo secondo rischio è allontanato se si procede a una ristrutturazione ordinata.

Una seconda non meno importante (ma meno discussa) caratteristica dell’ESM sta nel fatto che esso godrà dello stato di creditore privilegiato rispetto ai privati, il credito dell’ESM essendo *junior* solo rispetto a quello del FMI. Questa caratteristica è stata criticata, ad esempio, da Daniel Gros. Qualora infatti i titoli dei paesi in crisi finissero per essere soggetti ad *haircut*, ad essere colpiti sarebbero i privati, non i paesi che garantiscono l’ESM. Se i ministri delle finanze dell’Eurozona “decidono di aver bisogno di una clausola di *seniority*, stanno mandando un segnale chiarissimo ai mercati finanziari: *buyers beware!* (attenzione compratori!). Non dovrebbe essere sorprendente quindi che i premi al rischio nell’Euro-zona siano schizzati verso l’altro per reazione.” (Wall Street Journal, 15 dicembre 2010). Questa critica si applica anche agli

Eurobonds se e nella misura in cui essi sarebbero senior rispetto ai titoli detenuti dai privati. Ma allora, implicitamente, i Governi ammettono che il rischio di insolvenza è reale ossia ammettono che non c’è solo un problema di liquidità per i paesi dell’Eurozona periferica.

L’ESM potrà concedere assistenza finanziaria a uno stato membro della zona euro, a condizione che esso attui un programma di aggiustamento economico e di bilancio concordato con la Commissione europea e di concerto con il FMI e la BCE. La decisione di fornire l’assistenza richiesta dovrà essere presa all’unanimità dai ministri dell’Eurogruppo. L’ESM fornirà la necessaria liquidità ad uno stato insolvente, solo se questo negozierà con i creditori privati una ristrutturazione del suo debito, tale da ripristinare le condizioni per la futura sostenibilità del debito rimanente. A questo fine, le nuove emissioni di titoli di stato, a partire dal giugno 2013, dovranno includere una clausola di azione collettiva (CAC) standardizzata. Questa permetterà ad una maggioranza qualificata di obbligazionisti di prendere una decisione di rinegoziazione (sospensione dei pagamenti, proroga della scadenza, riduzione del tasso d’interesse e/o del valore di rimborso del titolo), che abbia valore giuridicamente vincolante per tutti i detentori dei titoli oggetto della ristrutturazione.

Un altro aspetto centrale è quando e come attivare l’ESM. La valutazione che consente di stabilire se uno Stato è insolvente o meno sarà fatta caso per caso e l’analisi di sostenibilità del debito sarà fatta dalla Commissione Europea e dal FMI. Inoltre, sulla base delle pressioni tedesche, è stata inserita la clausola che prevede l’attivazione dell’ESM solo se indispensabile per la salvaguardia dell’area euro nel suo complesso. C’è qui un elemento di discrezionalità che rende flessibile il piano ma a costo di un grado di incertezza certamente sgradito ai mercati finanziari.

Ci sarà bisogno di una modifica del Trattato di Lisbona per superare la *no-bail out clause* e incorporare il nuovo ESM nell'architettura istituzionale dell'UE, "blindandolo" secondo i desiderata tedeschi. La decisione formale dovrebbe essere presa a marzo dell'anno in corso e la procedura di ratifica dovrebbe prendere tutto il 2012 di modo che la nuova versione del Trattato dovrebbe entrare in vigore nel gennaio 2013, in tempo per l'attivazione dell'ESM.

4.2. Eurobonds

La creazione di una agenzia del debito europea (*European Debt Agency*, EDA), che emetta *eurobond* in nome e per conto dell'insieme dei paesi membri, è stata recentemente proposta (tra gli altri) da Mario Monti (Rapporto al Presidente della Commissione UE, maggio 2010) e da Juncker (presidente dell'Eurogruppo) – Tremonti (*FT*, 5/12/2010). L'idea di emettere euro-bond (o e-bond come si comincia a dire sulla scia della proposta Tremonti-Juncker) non è nuova. Circola in ambienti europei da vent'anni. In sostanza, secondo la proposta Tremonti-Juncker la Commissione Europea avrebbe la possibilità di emettere titoli pubblici a nome e per conto dell'Unione Europea, non di singoli Stati. Quest'idea aggiungerebbe un altro tassello al puzzle che dovrebbe comporre, alla fine di un processo che sarà necessariamente piuttosto lungo di costruzione del consenso politico-sociale, l'auspicata unione fiscale. La possibilità di emettere e-bonds, infatti, darebbe modo all'Unione di ampliare quantitativamente il proprio bilancio, attualmente molto limitato, e soprattutto consentirebbe di allargare la gamma d'azione della politica fiscale comunitaria (che attualmente serve prevalentemente a finanziare la

politica agricola comune). ¹⁹La proposta non incontra grande consenso proprio perché alcuni paesi sono fieramente avversi a concedere spazio sovrano alle autorità europee in materia di politica fiscale. Il Regno Unito è da sempre avverso a un allargamento del bilancio europeo. Più recentemente, la Germania della *Kanzlerin* Merkel si è messa sullo stesso binario, in buona sostanza perché teme di dover pagare il conto del lassismo altrui. Storicamente, almeno nella repubblica post-gollista, la Francia si è dimostrata aperta a proposte di ampliamento e rafforzamento politico del bilancio europeo. Più recentemente però la Francia di Sarkozy sembra essersi allineata alla Germania di Angela Merkel.

L'EDA giocherebbe di fatto il ruolo di una banca che fa provvista di fondi mediante l'emissione di e-bonds e si specializza nel credito agli Stati. Un elemento rilevante della proposta consiste nel porre un limite alla quota di debito che ciascun paese membro può rifinanziare presso la EDA: l'EDA presterebbe direttamente fino al 50% delle nuove emissioni dei singoli Stati membri (100% solo nel caso di Stati a cui è di fatto precluso l'accesso al mercato dei titoli di Stato). Gli acquisti sul mercato primario servirebbero a calmierare i rendimenti all'emissione (o nel caso degli Stati deboli a fornire loro liquidità prima del – e possibilmente in alternativa al – sostegno finanziario attraverso il meccanismo di sostegno finanziario europeo).

L'EDA potrebbe inoltre comprare sul mercato secondario titoli di Stato che i privati vogliono liquidare in cambio di e-bond. Gli acquisti sul mercato secondario servirebbero a stabilizzare i

¹⁹ E' questo lo spirito con il quale Attali e Pamboukis hanno enfatizzato gli eurobonds: "A fianco della BCE deve essere messo in piedi un vero e proprio governo economico europeo dotato di più strumenti indispensabili: titoli di stato europei, una tassazione federale, un vero potere di vincolo al comportamento degli Stati." *Le Monde*, 18/12/2010.

rendimenti ma potrebbero comunque avvenire con uno sconto tale per cui di fatto gli investitori che vendono, ad esempio, titoli di Stato dell'eurozona periferica subirebbero un *haircut*.

A regime e in condizioni normali l'EDA dovrebbe fare prestiti a ciascun stato membro per un ammontare non superiore al 40% del PIL. Inoltre i prestiti della EDA agli stati dovrebbero essere *senior* rispetto ai titoli pubblici detenuti dai soggetti privati: in caso di insolvenza, la EDA ha diritto ad essere rimborsata prima degli altri creditori. Queste due caratteristiche consentirebbero di raggiungere i seguenti obiettivi.

Anzitutto si uscirebbe dalla situazione attuale, in cui la garanzia offerta dai paesi "forti" dell'area euro a favore dei paesi "deboli" è opaca e poco credibile. Una garanzia esplicita e limitata sarebbe più trasparente. La sua credibilità sarebbe rafforzata dalla *seniority*: questa ridurrebbe le perdite a carico dei creditori *senior* in caso di insolvenza, riducendo quindi l'eventuale onere per gli stati garanti. Grazie alla garanzia degli stati forti e alla *seniority*, la EDA potrebbe finanziarsi emettendo titoli a rischio nullo o molto basso; questo beneficio andrebbe trasferito agli stati che si finanziano tramite la EDA stessa. Attualmente ciò non avviene: lo EFSF concede prestiti all'Irlanda al tasso d'interesse del 6%, a fronte di un costo di finanziamento pari a meno della metà. D'altra parte, il fatto che una parte del debito pubblico, quello detenuto dai privati, sia junior porterebbe ad un aumento del tasso d'interesse pagato su questi titoli, equivalente ad un incremento del costo marginale del debito pubblico, poiché la componente junior sarebbe quella eccedente il limite del 60% del PIL. Ciò dovrebbe esercitare un effetto disciplina sui governi, creando un incentivo a impostare e rispettare piani di aggiustamento della finanza pubblica, tali da garantire la riduzione graduale

del rapporto debito/PIL. Naturalmente un espediente di carattere finanziario non si può sostituire ad una correzione degli squilibri fondamentali. Tuttavia, esso potrebbe aiutare il processo di aggiustamento, se riuscisse nell'intento di ridurre il costo complessivo del debito pubblico (*senior* + *junior*).

Ovviamente il merito di credito degli e-bond sarebbe minore, in linea di principio, rispetto a quello dei *bund* tedeschi, poiché sarebbe rappresentativo della media dei paesi UE. Pertanto il costo del debito per la Germania se essa decidesse di ricorrere al credito dell'EDA sarebbe maggiore del costo "di mercato". Ad esempio, il costo medio del debito per la Germania a fine anno 2010 era di circa 1.75 contro quasi il 3 e mezzo medio dell'Eurozona. Perché mai i tedeschi dovrebbero accettare questa linea? Il vantaggio starebbe nel fatto che l'EDA stabilizzerebbe i rendimenti e ridurrebbe la volatilità sui mercati finanziari, una caratteristica che anche la Germania non apprezza. Inoltre, il ricorso all'EDA potrebbe prevenire l'emergere di una vera e propria crisi del debito sovrano per uno stato periferico ed eviterebbe quindi l'attivazione dei meccanismi di sostegno finanziario. In altri termini la Germania risparmierebbe sul costo del salvataggio.

L'emissione di e-bond renderebbe molto più liquido il mercato dei titoli di stato europei, almeno per i titoli entro la quota (del 40%). Per i titoli fuori quota il mercato potrebbe rivelarsi meno liquido e spesso.

4.3. Fondo Monetario Europeo

Da più parti è stata sollevata l'opportunità di disporre di meccanismi istituzionali per gestire la ristrutturazione del debito di un paese membro dell'area euro, limitando l'impatto di questa eventualità sui mercati finanziari e soprattutto evitando che ciò si traduca necessariamente nella

uscita di quel paese dall'area euro. La necessità di disporre di un simile meccanismo deriva, nella situazione contingente, dalla difficoltà di paesi come Grecia e Irlanda nel mettere in pratica programmi di aggiustamento fiscale molto impegnativi, che rischiano di creare contraccolpi forti sia sul piano economico sia sul piano sociale. Una proposta concreta in questa direzione è venuta da D. Gros e T. Mayer (CEPS *Policy Brief*, febbraio 2010). Essi propongono l'istituzione di un Fondo Monetario Europeo (FME), che avrebbe – tra gli altri – proprio il compito di intervenire in caso di insolvenza di un paese membro dell'area euro. Una forma di intervento prevista consiste nella assistenza finanziaria ai *creditori* di quel paese, anziché al governo del paese stesso. In questo modo, il *default* di uno stato sovrano sarebbe meno traumatico: l'intervento del FME dovrebbe in linea di principio evitare effetti di contagio, limitando le perdite a carico delle istituzioni finanziarie e dei soggetti privati che detengono titoli dello stato insolvente. Il FME dovrebbe acquistare a sconto questi titoli, pagandoli con proprie passività: in questo modo i detentori dei titoli di uno stato insolvente diventerebbero creditori del FME stesso, pur sopportando un costo per accedere a questo scambio.

Pertanto, questa forma di intervento non sarebbe l'unica a disposizione del FME; anzi, essa dovrebbe essere l'ultima *chance*. In prima battuta, il FME dovrebbe finanziare uno stato sovrano in difficoltà finanziaria, subordinatamente all'adozione di un piano di aggiustamento fiscale. Sotto questo profilo, il FME agirebbe in modo analogo al FMI; ciò potrebbe generare qualche problema di sovrapposizione e di coordinamento tra le due istituzioni. Ciò non toglie che prevedere esplicitamente delle forme di gestione di una crisi debitoria di uno stato membro dell'area euro sarebbe comunque un notevole passo in avanti,

rispetto alla situazione attuale nella quale l'assistenza finanziaria è demandata alla negoziazione tra i governi europei, la Commissione, la BCE e il FMI. La difficoltà di raggiungere un accordo tra i diversi soggetti è stata del tutto evidente nel caso della crisi greca; meno grave ma comunque presente anche nel caso di quella irlandese.

5. Alcune considerazioni di *political economy*

Quella tedesca è stata definita da Wolfgang Munchau sul FT del 20/12/2010 una leadership europea “a responsabilità limitata”. Angela Merkel ha un “*enlightened self-interest*” (Martin Wolf) a mantenere in vita l'euro perché il ritorno al marco implicherebbe un apprezzamento del cambio e una perdita di competitività insostenibile nelle condizioni attuali. Inoltre il salvataggio dei paesi membri salverebbe anche indirettamente le banche tedesche creditrici che, come abbiamo visto sopra, sono esposte verso i paesi dell'eurozona periferica per oltre 500 miliardi di dollari (quasi 400 miliardi di euro). Ma la Kanzlerin vuol salvare l'euro al minimo costo per il contribuente tedesco.

Questo sembra anche il “sentire comune” nel paese. Ancora nel 2008 il 58% dei tedeschi avrebbe preferito tornare al marco. Nel 2010 questa percentuale era scesa al 47% (ed è solo il 31% tra i tedeschi sotto i 30 anni). D'altro canto, e senza percepire la cosa come una contraddizione, due terzi dei tedeschi sono contrari al salvataggio dei paesi membri dell'Eurozona a rischio default. La logica sottostante a questa seconda posizione è la tradizionale ortodossia fiscale: occorre che ciascuna metta in ordine il proprio giardino perché la co-esistenza sia pacifica e fruttuosa. Il contribuente tedesco, quindi, non vuol farsi carico dell'altrui lassismo (come nel caso della Grecia) o delle banche altrui (come nel caso dell'Irlanda).

La corte costituzionale di Karlsruhe sembra l'interprete più accreditato di questo comune sentire e gioca un ruolo rilevante nelle scelte della cancelliera. La corte sanziona il salvataggio come una violazione dei trattati europei (perché viola la *no bail out clause*) ma lo ammette se serve a salvare la moneta unica. Con il salvataggio della Grecia prima e dell'Irlanda poi non si salva la Grecia o l'Irlanda ma la moneta unica e quindi (anche) la moneta tedesca (implicita è l'idea che un singolo default renderebbe l'unione monetaria insostenibile via contagio).

Il patto stretto a Deauville tra Sarkozy e Merkel del 18 ottobre 2010 è emblematico da questo punto di vista. La seconda, con l'appoggio del primo, voleva la modifica del Trattato di Lisbona per blindarvi il nuovo ESM, comprensivo del *bail in*, ma voleva anche la massima sanzione politica per i paesi fiscalmente lassisti: la revoca del diritto di voto nel consiglio europeo. Il compromesso franco-tedesco è risultato indigesto al resto d'Europa, in particolare all'Eurozona periferica. Da un lato, la proposta di *bail in* è stata percepita come penalizzante sul piano economico perché fa schizzare verso l'alto i tassi sui titoli di Stato di questi paesi (si veda sopra). Dall'altro, la revoca del diritto di voto nel consiglio europeo è stata vissuta come estremamente penalizzante sul piano politico (e contro questa proposta tedesca si è schierato fermamente il presidente della Commissione Barroso). Nel consiglio europeo di dicembre 2010 quindi la cancelliera Merkel ha ottenuto il via libera sulla prima parte della proposta ma non sulla seconda.

Alcuni circoli politici tedeschi attualmente non di maggioranza si dimostrano più duttili. Esponenti di punta del partito socialdemocratico hanno proposto un mix di *haircut*, garanzie per il debito dei paesi stabili e introduzione limitata degli eurobonds, accompagnati da un maggior rigore

fiscale (Steinmeier e Steinbrück su FT del 15/12/2010).

Può funzionare il modello europeo proposto dalla Germania? E' ovvio che un modello che enfatizza la disciplina di bilancio in completa assenza di flessibilità del cambio, può essere di successo solo se un paese riesce a essere competitivo dal punto di vista dei costi unitari. Quindi controllando la dinamica dei costi nominali e puntando tutto sulla produttività. Questo modello alla fine dei conti è un modello di crescita *export driven*. Ma a livello aggregato non tutti i paesi possono crescere sulla base delle esportazioni. Qualcuno dovrà pur importare. E c'è il rischio concreto della deflazione e di una politica pro-ciclica. Di questo i mercati sono consapevoli. Il "modello tedesco" sembra essere uno dei pochi prodotti tedeschi di difficile esportazione.

4. LA RISCHIOSITÀ DELLE AZIONI BANCARIE NEL PERIODO 2000-2010[♦]

1. Introduzione

Obiettivo di questo capitolo è valutare l'andamento del rischio delle azioni bancarie negoziate nei principali mercati azionari mondiali nel periodo 2000-2010 e identificare le determinanti di tale andamento.

Dai prezzi negoziati nei mercati azionari è possibile estrarre valutazioni relative a tre diverse dimensioni di rischio: la rischio sistematica, la rischio specifica e la rischio totale. La rischio sistematica misura la reattività del rendimento di un'azione all'andamento del mercato azionario complessivo, non si riduce con la diversificazione di portafoglio e influenza il rendimento richiesto dagli azionisti (e quindi il costo del capitale). La rischio specifica (o idiosincratICA) misura invece la componente di rischio azionario non riconducibile all'andamento del mercato ed è, quindi, propriamente ascrivibile all'andamento della società emittente. La rischio specifica può essere ridotta con la diversificazione e, quindi, non influenza la remunerazione richiesta dagli azionisti. La rischio totale dipende, oltre che da quella specifica e da quella sistematica, dal livello di rischio del mercato azionario complessivo.

Precedenti analisi sull'andamento del rischio delle azioni bancarie europee (Haq e Heany, 2009)¹ hanno evidenziato una riduzione del rischio sia sistematico sia specifico delle azioni bancarie europee nel periodo 2000-2006. Recenti studi condotti sul mercato azionario statunitense nel medesimo periodo (Bhattacharyya e

Purnanandam, 2010)² hanno invece riportato evidenze difformi: alla riduzione del rischio specifico si è contrapposto un aumento del rischio sistematico.

In questo studio si intende contribuire al dibattito sul rischio delle azioni bancarie sotto due profili non ancora indagati: allargando la copertura dell'analisi empirica attraverso la considerazione congiunta sia delle banche europee che di banche statunitensi ed estendendo il periodo di riferimento dell'analisi fino al 2010.

Questo tipo di analisi può essere utile sia alle autorità di regolamentazione per identificare i fattori che influenzano il profilo di rischio delle azioni bancarie, che a sua volta influenza le condizioni di solvibilità degli intermediari, sia agli investitori per valutare le implicazioni sul rischio del proprio investimento di particolari scelte strategiche.

Il contributo è organizzato come segue: nel successivo paragrafo 2 si presentano in rassegna sinteticamente i principali lavori che hanno trattato di rischio delle azioni bancarie, nel paragrafo 3 si descrive il campione, la metodologia e i risultati dell'analisi empirica effettuata, nel paragrafo 4 si sintetizzano le conclusioni e si discutono le implicazioni delle evidenze presentate.

2. Studi precedenti

L'analisi del rischio delle azioni bancarie è stata oggetto di tre contributi che, sebbene con riferimento a periodi e mercati diversi, forniscono un prezioso punto di partenza per l'analisi condotta nel presente lavoro.

[♦] A cura di Giovanni Petrella.

¹ Haq, M., Heaney, R. (2009), "European bank equity risk: 1995-2006", *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money* **19**, 274-288.

² Bhattacharyya, S., Purnanandam, A. (2010), "Risk-taking by banks: What did we know and when did we know it?", University of Michigan.

Vander Vennet et al. (2005)³ studiano la reattività del rendimento delle azioni bancarie europee a diversi fattori di rischio su un campione che si estende nel periodo 1988-2004. Dal punto di vista metodologico è interessante notare che, nonostante gli autori propongano diversi modelli di generazione dei rendimenti, la specificazione econometrica più semplice (il modello di mercato) risulta essere la migliore in termini di capacità di rappresentazione della struttura delle correlazioni dei rendimenti bancari. Per quanto riguarda i risultati ottenuti, gli autori evidenziano che il rendimento del mercato azionario europeo complessivo è in grado di spiegare più compiutamente l'andamento del rendimento delle azioni bancarie rispetto al rendimento del mercato azionario di riferimento locale (il mercato azionario nazionale). Questa evidenza supporta l'ipotesi di integrazione del mercato bancario europeo. In termini di scomposizione del rischio totale, la percentuale di varianza complessiva spiegata dall'andamento del mercato risulta essere 10 volte superiore a quella spiegata dall'andamento dei tassi di interesse e ciò conferma la bontà del modello monofattoriale rispetto al modello bifattoriale (cioè quello con rendimento di mercato e tasso di interesse). La quota di varianza spiegata dal modello di mercato cresce nel tempo e passa dall'11% del periodo 1988-1992 al 15% del periodo 1999-2005. Questa evidenza indica un crescente contributo degli shock aggregati a livello europeo⁴ sulla rischiosità complessiva delle azioni bancarie.

In un contributo realizzato su un campione simile a quello impiegato nel lavoro appena descritto, ma

con un quesito di ricerca diverso, Baele et al. (2007)⁵ indagano la relazione tra la diversificazione funzionale e il profilo di redditività/rischio delle banche. Per diversificazione funzionale gli autori intendono la possibilità di combinare attività riconducibili a diverse aree di business (servizi di banca commerciale, banca d'investimento, assicurativi) in un'unica banca. Il mercato azionario, secondo le evidenze di Baele et al. (2007), sconta un effetto positivo sui flussi di cassa futuri derivante dai processi di diversificazione. L'effetto sul rischio dei processi di diversificazione non è univoco: la diversificazione riduce il rischio specifico, ma al tempo stesso aumenta il rischio sistematico. Le banche maggiormente orientate verso attività diverse dalla tradizionale intermediazione creditizia – e quindi più diversificate – hanno un beta più elevato in quanto più esposte agli shock macroeconomici e al *sentiment* di mercato (cioè a fattori che influenzano fortemente il timing delle attività di *investment banking* e l'andamento delle commissioni associate alle operazioni di *trading*). Haq e Heaney (2009) esaminano l'andamento del rischio delle azioni bancarie europee nel periodo 1995-2006 e lo pongono in relazione all'adozione dell'euro e al generale processo di armonizzazione legislativa in ambito finanziario adottato per aumentare la concorrenza nel settore finanziario europeo. Haq e Heaney (2009) usano i rendimenti mensili di 181 banche europee per studiarne l'andamento del rischio totale, sistematico e specifico. Gli autori evidenziano che, confrontando il periodo posteriore all'adozione dell'euro (1999-2006) con il periodo campionario precedente l'adozione dell'euro (1995-1998), si osserva una riduzione del rischio totale per circa il

³ Vander Vennet, R., Baele, L., De Jonghe, O. (2005), "Determinants of Systematic and Idiosyncratic Banking Risk in Europe", Ghent University.

⁴ Questa conclusione è giustificata dal fatto che Vander Vennet et al. (2005) impiegano un indice azionario europeo (Datastream Total Market Europe) nella stima del modello di mercato.

⁵ Baele, L., De Jonghe, O., Vander Vennet, R. (2007), "Does the Stock Market Value Bank Diversification?" *Journal of Banking & Finance* **31**, 1999-2023

70% del campione delle banche dell'area euro, una riduzione del rischio idiosincratico per circa il 60% del campione delle banche dell'area euro e una riduzione del rischio sistematico per il 66% del campione delle banche dell'area euro.

Vale la pena notare, tuttavia, che le riduzioni di rischio statisticamente significative sono nettamente inferiori: 51% del campione per il rischio totale, 42% del campione per il rischio idiosincratico e 27% del campione per il rischio sistematico. Limitando l'analisi alle sole variazioni statisticamente significative il quadro che emerge circa l'andamento del rischio azionario delle banche europee deve quindi essere interpretato con maggior cautela rispetto alle conclusioni avanzate da Haq e Heaney (2009), in particolare per quanto riguarda l'andamento del rischio sistematico.

3. L'analisi empirica

3.1 Il campione e i dati

In questo lavoro si indaga la rischiosità delle azioni bancarie nel periodo 2000-2010. In

dettaglio, l'analisi empirica è stata realizzata con riferimento alle azioni ordinarie emesse da banche negoziate nei mercati azionari dei seguenti paesi: Francia, Germania, Italia, Regno Unito, Spagna, Svizzera e Stati Uniti. Sono state considerate esclusivamente le azioni ordinarie negoziate presso i mercati principali e, quindi, non sono state considerate le negoziazioni in sedi di esecuzione (o *trading venue*) alternative e le quotazioni in secondi mercati. Per evitare distorsioni legate al *survivorship bias* sono state considerate sia le azioni bancarie ancora negoziate sia le azioni bancarie delistate e, quindi, non più negoziate. Il campione finale contiene 445 azioni bancarie, di cui 249 statunitensi (53 negoziate e 196 delistate) e 196 europee (88 negoziate e 108 delistate).

La TAB. 1 riporta, per ogni paese del campione, il numero di azioni bancarie ancora negoziate, il numero di azioni bancarie delistate e la media per paese della capitalizzazione di mercato delle azioni negoziate al 31 dicembre 2010.

TAB. 1: Composizione del campione

	Francia (F)	Germania (D)	Italia (I)	Regno Unito (UK)	Spagna (E)	Stati Uniti (USA)	Svizzera (CH)	Totale
Azioni bancarie attualmente negoziate	16	9	20	8	9	53	26	141
Azioni bancarie delistate	20	16	35	10	19	196	8	304
Totale azioni del campione	36	25	55	18	28	249	34	445
Capitalizzazione media delle azioni attualmente negoziate al 31.12.2010 (euro milioni)	8.442	5.918	4.186	31.912	13.128	16.651	5.498	11.735

Per ogni azione sono stati successivamente raccolti da Thomson Datastream i seguenti dati campionati con frequenza settimanale dal 1.1.2000 al 1.1.2011: prezzo di chiusura, dividendo (se erogato), capitalizzazione di mercato, livello dell'indice del mercato di

riferimento. Il data set dei dati di mercato contiene 245.525 osservazioni titolo-settimana.

Da Worldscope sono stati raccolti i principali dati di bilancio, con frequenza annuale, relativi agli 11 anni del campione. Il data set dei dati di bilancio contiene 4.697 osservazioni titolo-anno.

Il data set panel finale copre 427 azioni e contiene 4.697 osservazioni titolo-anno.

3.2 La metodologia

Il rischio azionario è comunemente stimato sulla base del modello di mercato. In questo lavoro si segue l'impostazione dominante e condivisa sia in accademia che nell'industry e si stima il seguente modello:

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} + \varepsilon_{i,t}$$

dove $R_{i,t}$ è il rendimento dell'azione i al tempo t ; $R_{m,t}$ è il rendimento del mercato di riferimento dell'azione i al tempo t e $\varepsilon_{i,t}$ è il residuo (o termine di errore) della regressione distribuito normalmente con media nulla e varianza costante.⁶

Il modello di regressione appena specificato, eventualmente arricchito con variabili di controllo, consente di stimare congiuntamente sia la rischiosità sistematica sia la rischiosità specifica. La rischiosità sistematica è misurata dal coefficiente beta stimato che è rappresentativo della reazione del rendimento dell'azione bancaria alla variazione del rendimento del mercato azionario complessivo. La rischiosità specifica è invece misurata dalla varianza del residuo che, essendo per definizione ortogonale rispetto al rendimento di mercato, consente di catturare la componente di rischio non ascrivibile all'andamento di mercato.

Dalla precedente equazione è possibile anche ottenere, considerando la varianza di entrambi i

lati dell'equazione, la seguente scomposizione del rischio azionario totale:

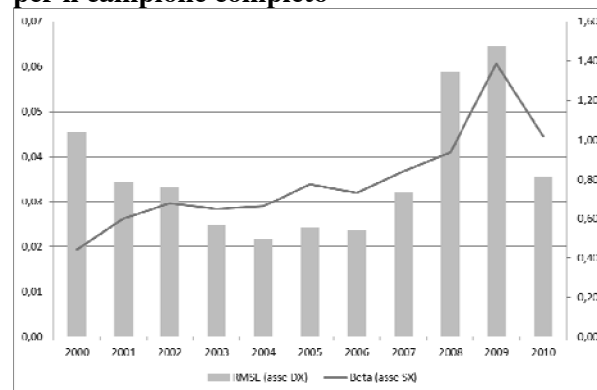
$$\sigma_i^2 = \beta_i^2 \sigma_m^2 + \sigma_\varepsilon^2$$

dove σ_i^2 è la volatilità totale dell'azione i , $\beta_i^2 \sigma_m^2$ è il rischio sistematico dell'azione i e σ_ε^2 è il rischio specifico dell'azione i .

3.3 I risultati

La Figura 1 mostra l'evoluzione del rischio sistematico e del rischio specifico per i titoli del campione nel periodo 2000-2010.

FIG. 1: Rischio sistematico e rischio specifico per il campione completo



Il rischio sistematico è rappresentato dal beta del modello di mercato, il rischio specifico è rappresentato dalla deviazione standard del termine di errore del modello di mercato (Root Mean Squared Error, RMSE)⁷. Si osserva un deciso aumento sia del rischio sistematico sia del rischio specifico in corrispondenza del biennio 2008-2009 a cui segue una stabilizzazione a un livello più elevato del livello pre-crisi per quanto riguarda il rischio sistematico e un ritorno verso la media per quanto riguarda il rischio specifico.

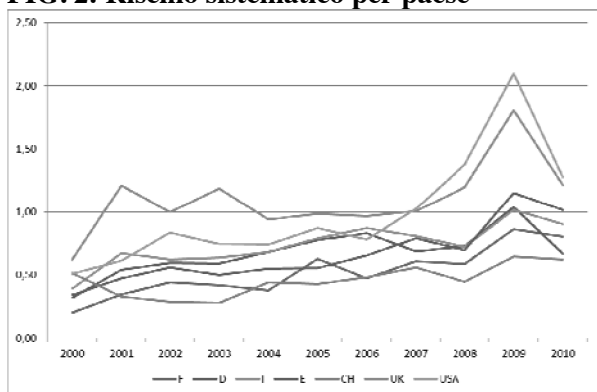
⁶ Per indice del mercato di riferimento si intende l'indice CAC40 per i titoli negoziati nel mercato francese, l'indice DAX30 per i titoli negoziati nel mercato tedesco, l'indice FTSE MIB per i titoli negoziati nel mercato italiano, l'indice FTSE100 per il mercato inglese, l'indice IBEX35 per il mercato spagnolo, l'indice S&P500 per il mercato statunitense e l'indice SMI per il mercato svizzero.

⁷ La Figura 1 e le successive Figure 2, 3 e 4 riportano esclusivamente l'andamento della media degli indicatori considerati. L'analisi dell'andamento della mediana conduce sostanzialmente ai medesimi risultati e, per motivi di spazio, non è stato riportato.

Tale andamento si inserisce in un trend crescente del rischio sistematico sull'intero periodo osservato e un trend decrescente del rischio specifico nel primo quinquennio del periodo campionario (2000-2004).

L'andamento di un indicatore calcolato per tutto il campione può nascondere comportamenti al suo interno differenziati. Per questo motivo la Figura 2 riporta l'andamento del beta per i diversi paesi rappresentati nel campione. Il trend crescente è confermato anche suddividendo il campione per paese. Nel confronto tra paesi emerge, inoltre, che nella prima metà del campione le banche inglesi sono state le più rischiose dal punto di vista sistematico, mentre le banche statunitensi – epicentro della crisi finanziaria del 2007-2009 – lo sono state nella seconda parte. Viceversa, le banche francesi e svizzere hanno evidenziato i minori livelli di rischio sistematico nel periodo indagato.

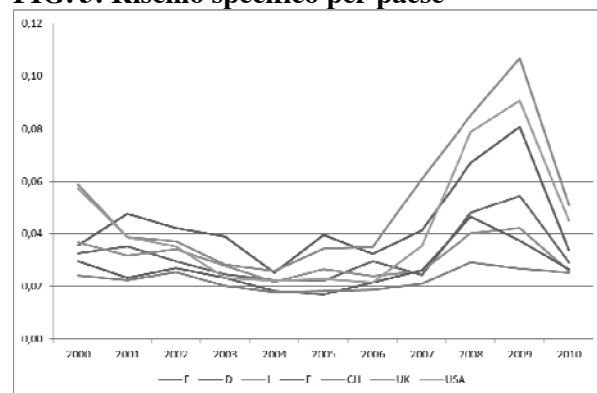
FIG. 2: Rischio sistematico per paese



La Figura 3 riporta l'andamento della rischio specificità suddiviso per paese sull'intero periodo campionario. L'andamento evidenziato per il campione complessivo dalla Figura 1 è anch'esso confermato dall'analisi per paese. Particolarmente evidente è l'incremento di rischio specifico osservato in corrispondenza del biennio 2008-2009 per Regno Unito, Stati Uniti e Germania. Al contempo, le banche svizzere e le banche italiane

hanno mostrato i minori aumenti di rischio sistematico nel medesimo periodo.

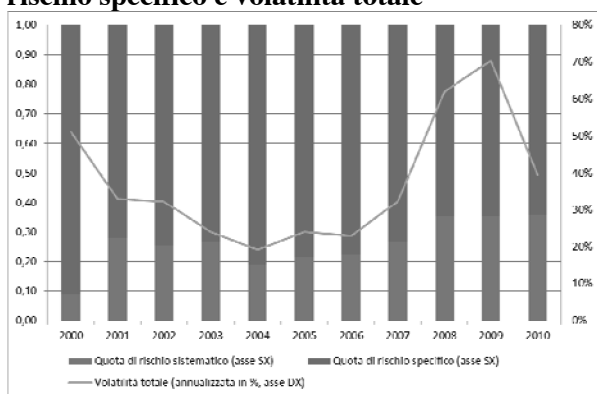
FIG. 3: Rischio specifico per paese



Il beta isolatamente considerato non consente di apprezzare il contributo del rischio sistematico alla rischio complessiva del rendimento di un'azione. Per fare ciò è necessario ricorrere alla scomposizione della varianza illustrata nel precedente paragrafo 3.2. La varianza riconducibile all'andamento del mercato consiste in pratica nel prodotto tra il quadrato del coefficiente beta e la varianza del rendimento di mercato. Alternativamente è possibile anche ricorrere al coefficiente R-quadro del modello di mercato che, per definizione, rappresenta la quota di varianza della variabile dipendente spiegata dalla variabile indipendente. La Figura 4 riporta sia la scomposizione tra rischio sistematico e rischio specifico (istogramma, quota percentuale sul rischio totale) sia l'andamento del rischio totale nel periodo campionario (linea continua, volatilità annualizzata). L'andamento della volatilità totale è caratterizzato da due picchi in corrispondenza della bolla del 2000 e della crisi finanziaria del 2008-2009. A fronte di un ritorno verso la media della volatilità totale registrato nel 2010, la scomposizione della varianza evidenzia invece un ininterrotto trend crescente della quota di rischio sistematico che nel 2010 raggiunge il 36% del rischio totale. La crescita della

percentuale di varianza spiegata dall'andamento di mercato può peraltro essere fatta risalire alla fine degli anni Ottanta, secondo le evidenze riportate da Vander Venet et al. (2005) e riprese nel precedente paragrafo 2.

FIG. 4: Scomposizione rischio sistematico-rischio specifico e volatilità totale



L'andamento della quota di rischio sistematico sul rischio totale è in prima battuta spiegato dall'andamento crescente del beta, atteso che la volatilità complessiva del mercato azionario nel 2010 si è fortemente ridotta rispetto al biennio 2008-2009 (39% vs. 66% su base annua). Per approfondire tale aspetto tenendo conto anche delle variazioni intercorse in altre variabili potenzialmente rilevanti si è proceduto a stimare un modello di regressione multifattoriale.

I fattori considerati come potenzialmente esplicativi dell'andamento del beta sono i seguenti:

- o la qualità del credito, misurata dagli accantonamenti per perdite su crediti sul totale dei prestiti (indicatore indiretto e *forward looking* della qualità del credito);⁸

⁸ È stato impiegato anche il rapporto tra crediti deteriorati e prestiti come *proxy* (diretta e *backward looking*) della qualità del credito. I risultati sono qualitativamente analoghi e non si riportano per brevità.

- o il grado di diversificazione della banca, misurato dall'indice Herfindal costruito sui ricavi associati alle diverse aree di attività della banca;⁹
- o dalla composizione dell'attivo bancario e, in particolare, dal peso dell'avviamento e delle attività immateriali sul totale attivo;
- o il grado di leva finanziaria, misurato dal rapporto tra il totale attivo e il patrimonio di vigilanza Tier 1;
- o la dimensione della banca, misurata dal totale attivo.¹⁰

La qualità del portafoglio creditizio dovrebbe essere negativamente correlata con il grado di rischio sia sistematico sia specifico della banca. Un portafoglio creditizio problematico si ripercuote negativamente sui rendimenti bancari sia attraverso una reazione più forte a shock macroeconomici veicolati dall'andamento generale del mercato (rischio sistematico) sia attraverso la generazione di rendimenti anomali, cioè rendimenti non spiegati dall'andamento di mercato (rischio specifico).

La diversificazione delle attività svolte dalla banca può influenzarne il rischio in quanto l'operatività in diversi mercati – in presenza di mercati non perfettamente correlati – rappresenta una modalità naturale di stabilizzazione dei flussi di cassa futuri generati dalla banca. Il mercato azionario valuta l'intensità di tale effetto sulla rischiosità dei flussi di cassa futuri in relazione al grado di correlazione atteso tra i diversi mercati in cui ciascuna banca opera. Al tempo stesso, le

⁹ È stata impiegata anche la quota del margine di intermediazione non riconducibile al margine di interesse come *proxy* del grado di diversificazione della banca. I risultati sono qualitativamente analoghi e non si riportano per brevità.

¹⁰ È stata impiegata anche la capitalizzazione di mercato come *proxy* della dimensione della banca. I risultati sono qualitativamente analoghi e non si riportano per brevità.

banche maggiormente diversificate sono anche più esposte alla volatilità che tipicamente caratterizza le attività di intermediazione non creditizia (servizi di *investment banking*, servizi di *securities trading*, attività di *proprietary trading*, ecc.). La prevalenza del primo gruppo di effetti (che associa alla diversificazione una riduzione del rischio) o del secondo gruppo di effetti (che associa alla diversificazione un aumento del rischio) è una questione empirica.

Il peso delle attività immateriali e, in particolare, dell'avviamento sul totale dell'attivo può influenzare il grado di rischio percepito dal mercato azionario per effetto della specifica problematicità e della particolare incertezza che caratterizzano le valutazioni delle attività immateriali.

Il grado di leva finanziaria è un indicatore di rischiosità legato alla funzione di trasformazione delle scadenze. L'influenza di tale fattore sulla rischiosità delle azioni bancarie dipende dalla valutazione del mercato azionario rispetto alla capacità delle banche di essere in grado di fronteggiare condizioni economiche avverse che possono rendere particolarmente oneroso il processo di trasformazione delle scadenze.

La dimensione della banca rappresenta, infine, una variabile di controllo per valutare l'impatto del fattore dimensionale sulla valutazione del rischio percepito dal mercato azionario. L'interpretazione della variabile dimensionale è peraltro problematica. Nell'ipotesi *too-big-to-fail* la dimensione è un fattore di rischio in sé. Al tempo stesso la dimensione di una banca cattura anche altri aspetti come la diversificazione delle attività svolte, l'efficienza operativa, la complessità delle attività svolte (e quindi l'opacità o comunque la maggiore difficoltà di valutazione della qualità dei flussi di cassa generati).

La TAB. 2 riporta le stime di quattro specificazioni aventi come variabile dipendente il

beta osservato per ogni banca del campione in ogni anno del periodo campionario. Il rischio sistematico aumenta, con coefficienti statisticamente significativi al 99%, al diminuire della qualità del credito (ovvero all'aumentare degli accantonamenti per perdite su crediti), all'aumentare della quota di attività immateriali e avviamento sul totale attivo, all'aumentare della dimensione. Con segni coerenti con le aspettative ma solo debolmente significativi dal punto di vista statistico, in quanto significativi al 90%, i coefficienti stimati per la leva finanziaria e il grado di diversificazione. L'assenza di una relazione forte tra leva e rischio sistematico appare coerente con un mercato azionario che, almeno fino all'esplosione della crisi finanziaria, non ha penalizzato comportamenti aggressivi nell'uso della leva finanziaria da parte delle banche.

Il fattore dimensione, come anticipato, si presta invece a diverse interpretazioni. Le banche di maggiori dimensioni tendono a essere più diversificate, ma anche al tempo stesso più esposte a shock comuni. La stessa diversificazione peraltro non ha un effetto *ex ante* univoco sul rischio sistematico. Inoltre, l'ampiezza e la complessità delle attività di intermediazione poste in essere dalle banche di maggiori dimensioni le rende particolarmente esposte nelle fasi di tensione finanziaria ("interconnessione") e anche più difficili da valutare ("opacità" e "complessità"). Specularmente, le banche di minori dimensioni tendono ad operare sui mercati locali e con forme tradizionali di intermediazione. La relazione positiva tra dimensione e beta è peraltro coerente anche con i risultati di Vander Venet et al. (2005) per le banche europee e di Bhattacharyya e Purnanadam (2010) per le banche statunitensi.

TAB 2: Determinanti del beta

		Modello 1		Modello 2		Modello 3		Modello 4	
	<i>Variabile dipendente</i>	BETA		BETA		BETA		BETA	
<i>Variabile indipendente:</i>									
Intercepta	Parametro	0,63	**	0,63	**	0,61	**	0,53	**
	T-stat	25,76		26,83		25,07		15,78	
Totale attività (x 10⁸)	Parametro	0,47	**	0,47	**	0,43	**	0,39	**
	T-stat	13,39		13,60		12,53		9,60	
Diversificazione	Parametro	-0,01		-0,01		-0,02		-0,02	*
	T-stat	-1,66		-1,67		-1,87		-1,97	
Leva (x 10³)	Parametro	0,03		0,03		0,03		0,02	
	T-stat	1,91		1,81		1,98	*	1,25	
Acc.to per perdite su crediti	Parametro	26,53	**	26,34	**	22,84	**	27,55	**
	T-stat	16,33		16,85		13,73		16,53	
Avviamento	Parametro	3,32	**			2,73	**	2,97	**
	T-stat	3,97				3,34		3,20	
Attività immateriali	Parametro			2,57	**				
	T-stat			3,57					
Dummy crisi finanziaria	Parametro					0,25	**	0,25	**
	T-stat					7,18		7,41	
Stati Uniti	Parametro							0,14	**
	T-stat							3,56	
Regno Unito	Parametro							0,30	**
	T-stat							4,80	
Germania	Parametro							0,14	
	T-stat							1,86	
Francia	Parametro							0,14	
	T-stat							1,69	
Svizzera	Parametro							0,40	**
	T-stat							4,29	
Spagna	Parametro							0,11	
	T-stat							1,73	
	F-test	104,9		111,3		100,9		55,6	
	Prob > F	0,00		0,00		0,00		0,00	
	Adj R ²	0,37		0,36		0,40		0,42	
	n. oss.	1.709		1.709		1.709		1.709	

** (*) indica che il parametro è statisticamente significativo all'1% (5%).

La crisi finanziaria ha aumentato la rischiosità sistemica delle banche: il beta medio delle banche è aumentato di 0,25 in corrispondenza del

triennio 2007-2009, come indicato dai modelli 3 e 4.

Per verificare l'eventuale presenza di specificità associate ai diversi paesi rappresentati nel

campione il modello 4 considera anche una serie di *dummy* paese. Non è stata inclusa alcuna *dummy* per l'Italia, che diventa quindi il caso base il cui valore è già rappresentato nell'intercetta, mentre i coefficienti associati alle singole *dummy* paese vanno interpretati come differenze rispetto all'Italia. Dai coefficienti stimati per il modello 4 emerge con evidenza che l'Italia mostra, quando si controlla per gli altri fattori che determinano il livello del beta (come non è stato fatto nella Figura 2), il livello medio di beta più basso del campione, mentre i livelli più elevati sono associati a Svizzera, Regno Unito e Stati Uniti.

La medesima metodologia può essere estesa per valutare l'evoluzione temporale del beta e la significatività statistica delle variazioni intercorse nel periodo campionario. Sono state quindi incluse 10 *dummy* temporali, ciascuna rappresentativa di un anno del campione, con l'esclusione dell'anno 2000. Il caso base rappresentato dall'intercetta è quindi l'Italia nell'anno 2000 e le *dummy* temporali (e paese) misurano l'entità della variazione rispetto al caso base.

La Figura 5 riporta l'andamento (istogrammi) del coefficiente stimato per le *dummy* temporali rappresentative delle variazioni del beta rispetto all'anno 2000. La parte inferiore della figura riporta in tabella il t-stat e il p-value associato all'ipotesi nulla che il parametro sia nullo. Tale test consente di valutare se la variazione intercorsa sia statisticamente significativa rispetto al valore del beta dell'anno 2000. La Figura 6 riporta le medesime informazioni relative alla deviazione standard del termine di errore del modello di mercato, indicatore rappresentativo del rischio specifico, e la Figura 7 riporta con la medesima struttura le stime relative alla quota di varianza riconducibile al rischio sistematico.

FIG. 5: Variazioni del beta rispetto all'anno 2000

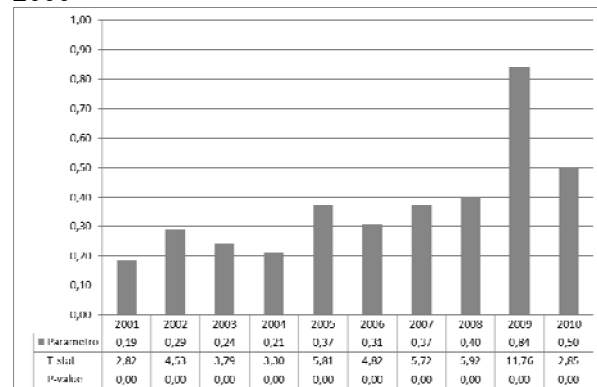


FIG. 6: Variazioni del rischio specifico rispetto all'anno 2000

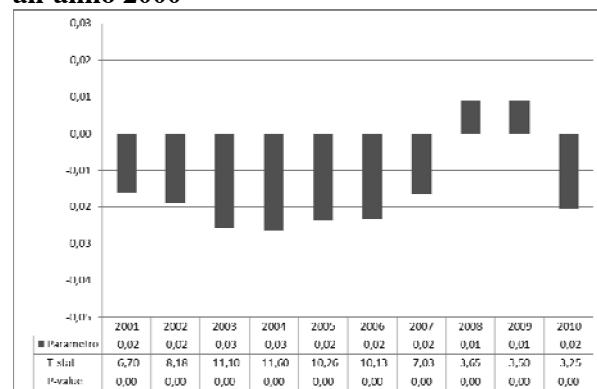
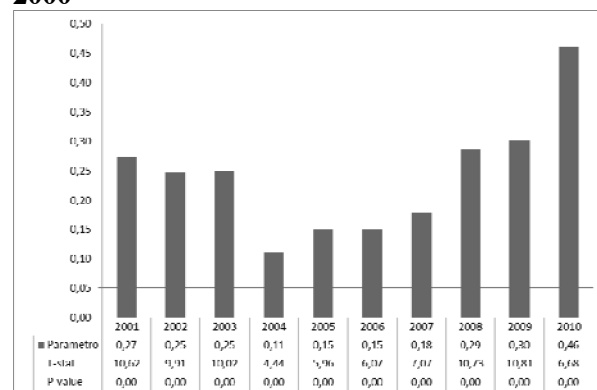


FIG. 7: Variazioni della quota di rischio sistematico sul rischio totale rispetto all'anno 2000



Diversamente dalle medie non condizionate riportate nei Grafici 1-4 i coefficienti riportati

nelle Figure 5-7 tengono conto anche degli altri fattori che influenzano il livello della variabile indagata (cioè sono “medie condizionate”) e sono inoltre associati a test che consentono di valutare la significatività statistica della variazione empiricamente osservata. Il beta è significativamente aumentato rispetto agli inizi del decennio scorso. Il picco osservato nell’anno 2009 non è stato completamente riassorbito e la variazione del 2010 è superiore al valore condizionato del beta nel 2000. Ancora più marcata è la tendenza all’aumento della quota di rischio sistematico sul rischio totale, mentre stabile rispetto all’anno 2000 è il rischio specifico. La medesima specificazione è stata stimata anche usando il rischio specifico come variabile dipendente. Il rischio specifico si riduce all’aumentare della dimensione della banca e aumenta all’aumentare degli accantonamenti per perdite su crediti. Gli altri fattori non sono statisticamente significativi. La relazione positiva tra rischio specifico e problematicità del credito è indirettamente confermata dalle evidenze prodotte da Bhattacharyya e Purnanadam (2010) i quali mettono in relazione la riduzione del rischio specifico all’attività di *securitization* volta a ridurre la componente di crediti problematici in bilancio.

Dal punto di vista geografico le banche italiane evidenziano, rispetto a quelle degli altri paesi del campione, un minor rischio specifico. Maggiormente rischiose sono le banche inglesi e tedesche. Dal punto di vista temporale la crisi finanziaria ha incrementato il rischio specifico negli anni 2007-2009, come evidenziato anche dalla Figura 6.

4. Conclusioni

Questo capitolo ha analizzato l’andamento del rischio delle azioni bancarie nel periodo 2000-

2010. Le principali evidenze emerse sono sintetizzabili come segue:

- il rischio sistematico delle azioni bancarie è aumentato significativamente nel decennio indagato;
- si è osservato un aumento transitorio del rischio specifico (o idiosincratico) in corrispondenza della crisi finanziaria;
- mentre il livello attuale del rischio idiosincratico è comparabile con il livello osservato agli inizi del decennio scorso, il beta dei titoli bancari (sia non condizionato sia condizionato rispetto alle sue determinanti) è raddoppiato nell’arco del medesimo periodo temporale;
- si è assistito a una significativa ricomposizione delle fonti di rischio delle azioni bancarie con il rischio sistematico che ha assunto una quota del rischio totale superiore sia a quella precedente la crisi finanziaria del 2007-2009 sia a quella degli inizi del decennio scorso;
- in ogni caso la quota di rischio complessivo riconducibile all’andamento del mercato si colloca nell’ultimo triennio nell’intorno del 35%. Ciò implica che le informazioni specifiche alla banca spiegano ancora la maggior parte del rischio complessivo.

I modelli stimati hanno consentito di ricondurre almeno in parte l’andamento della rischiosità delle azioni bancarie a specifiche caratteristiche delle banche. Le evidenze emerse in questo capitolo consentono inoltre di identificare nella dimensione, nella qualità del credito e nella rilevanza delle attività immateriali i principali fattori che influenzano il rischio sistematico delle azioni bancarie.

In coerenza con altri studi recenti (Brownlees, 2010)¹¹, la rischiosità sistematica aumenta

¹¹ Brownlees, C. (2010), “On the Relation between Firm Characteristics and Volatility Dynamics with an

all'aumentare della dimensione della banca. Questa relazione positiva può apparire in prima battuta sorprendente in quanto sovente si sostiene che le imprese di maggiori dimensioni sono più diversificate e, quindi, meno rischiose in quanto meno esposte agli effetti di shock comuni. In effetti all'effetto diversificazione si aggiungono altri effetti, che possono anche empiricamente annullare l'effetto di riduzione del rischio associato alla diversificazione. In particolare nelle fasi di crisi sistemica, le banche di maggiori dimensioni possono essere considerate maggiormente rischiose dal punto di vista sistematico in quanto più "interconnesse" con il resto del sistema finanziario delle banche di minori dimensioni. L'aumento della frazione di rischio sistematico sul rischio totale può essere peraltro intesa anche come un'evidenza di rischio sistemico.

Le evidenze presentate in questo studio hanno diverse implicazioni. Per un investitore in grado di diversificare, l'aumento del beta, in quanto trattasi di una misura di rischio non diversificabile, implica un aumento del rendimento atteso dall'investimento. Per le banche, specularmente, l'incremento del rischio sistematico comporta un aumento del rendimento richiesto dagli investitori e, pertanto, un aumento del costo del capitale. Per un azionista di controllo, o comunque un investitore con un portafoglio concentrato su un certo titolo bancario, la riduzione del rischio specifico si ripercuote in una minore volatilità del proprio patrimonio. Per le autorità di regolamentazione e supervisione la crescita della quota di rischio sistematico per le azioni bancarie comporta un maggior rischio sistemico in quanto l'incremento osservato interessa in particolare le banche di maggiori dimensioni e inoltre perché ha per definizione natura sistemica, in

contrapposizione al rischio specifico, in quanto attiene alla reattività dei titoli bancari a uno shock di mercato.