

Associazione
per lo Sviluppo
degli Studi di
Banca e Borsa



Università Cattolica
del Sacro Cuore

OSSERVATORIO MONETARIO

1/2018

Sede: Presso Università Cattolica del Sacro Cuore – Milano, Largo Gemelli, 1
Segreteria: Presso Ubibanca – Milano, Via Monte di Pietà, 7 – Tel. 62.755.1
Cassiere: Presso Banca Popolare di Milano – Milano, Piazza Meda n. 2/4 – c/c n. 40625



Associazione per Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa

Università Cattolica del Sacro Cuore

LABORATORIO DI ANALISI MONETARIA

OSSERVATORIO MONETARIO

n. 1/2018

Autori del presente rapporto sono: Marco Lossani (Introduzione), Fedele De Novellis (cap. 1), Elisa Coletti, Rossella Locatelli (cap. 2), Anna Florio, Alessandro Gobbi (cap. 3), Andrea Boitani, Andrea Monticini (cap. 4), Angelo Baglioni, Rony Hamaui (cap. 5).

Direzione e coordinamento: Marco Lossani. Segreteria: Barbara Caprara.

Il rapporto è stato redatto sulla base delle informazioni disponibili al 15 marzo 2018.

Laboratorio di Analisi Monetaria:

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

Associazione per lo Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa:

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

Segreteria: presso Ubibanca – Milano, Via Monte di Pietà, 7 – tel. 02-6275.5252



Comitato Scientifico del Laboratorio di Analisi Monetaria:

Proff. M. LOSSANI (Direttore), A. BAGLIONI, A. BANFI, A. BOITANI,
D. DELLI GATTI, P. GIARDA

INDICE

SINTESI	pag. I
INTRODUZIONE	pag. 1
1. LA RIPRESA DEL 2018 E LA DIFFICILE USCITA DAL QE	pag. 3
1. Politiche monetarie espansive in un'economia in ripresa, lo strano caso del 2017	4
2. Gli effetti sulla crescita e le prospettive a inizio 2018	6
3. Espansione monetaria e fase del ciclo	9
4. Tempi lunghi per la "normalizzazione": la caduta dell'inflazione globale"	10
5. Non è mai stato semplice normalizzare la politica monetaria	12
6. I rischi di un aumento significativo dei tassi d'interesse	14
7. I rischi della normalizzazione legati al rally delle borse	15
8. I rischi della normalizzazione legati all'elevato indebitamento	16
9. Italia "sorvegliato speciale"	18
10. Maneggiare con cautela	20
2. IL FUNDING DELLE BANCHE ITALIANE TRA NORMALIZZAZIONE DELLA POLITICA MONETARIA E NUOVI REQUISITI	22
1. Obiettivi e struttura del lavoro	22
2. Il contributo del rifinanziamento BCE all'evoluzione del funding mix delle banche	23
3. Le trasformazioni nella struttura e nelle forme della raccolta da clientela	26
4. Tempi e volumi attesi della normalizzazione della politica monetaria	35
5. L'implementazione del MREL	37
6. Una valutazione degli impatti complessivi sulle politiche di raccolta delle banche italiane	40
3. LE INTERAZIONI TRA POLITICA MONETARIA E FISCALE: GLI EFFETTI DELLA NORMALIZZAZIONE DELLA POLITICA MONETARIA SULLE FINANZE PUBBLICHE	44
1. Politiche convenzionali e non per fronteggiare la crisi	44
2. Il processo di normalizzazione	46
3. Le interazioni tra politica monetaria e politica fiscale	48
4. Conclusioni	58



4. EFFETTI MACROECONOMICI DELLE MISURE NON CONVENZIONALI DELLA BCE IN ITALIA	59
1. Le misure non convenzionali della BCE	59
2. Misure non convenzionali e dinamica dei prestiti in Italia	62
3. La spesa per interessi	66
4. Conclusioni	68
5. MODELLI DI GESTIONE DEI CREDITI DETERIORATI NEL NUOVO ASSETTO REGOLAMENTARE	70
1. L'anomalia europea e quella delle banche italiane	70
2. La "spinta non troppo gentile" della BCE e delle altre autorità europee	74
3. Le iniziative italiane	78
4. La reazione delle banche: cessione dei crediti, della piattaforma, gestione interna, ecc.	81
5. Il ruolo degli altri intermediari: fondi, piattaforme, service provider	84
6. Conclusioni	85

SINTESI

Questo numero di Osservatorio Monetario è dedicato all'analisi delle implicazioni del tapering in corso di attuazione da parte della BCE a partire dallo scorso mese di gennaio e ad un aggiornamento della situazione dell'industria bancaria italiana per quanto riguarda i NPLs.

Il primo capitolo propone una serie di valutazioni relative all'andamento della congiuntura (reale e finanziaria) internazionale, utili per esprimere un giudizio sul tipo di politica monetaria attualmente in essere e sulla sua (probabile) evoluzione futura. Alla luce di quanto analizzato, l'estrema cautela delle banche centrali nel procedere nella fase di normalizzazione delle politiche monetaria risulta più che comprensibile. Nel caso dell'eurozona – in cui l'avvio del processo di normalizzazione della politica monetaria è più recente rispetto al caso USA e britannico – è lecito affermare che prima di vedere una vera risalita del livello dei tassi d'interesse dovrà passare molto tempo. Peraltro, la presenza di diversi fattori di vulnerabilità del sistema a uno scenario di tassi d'interesse crescenti suggerisce che eventuali cambiamenti nel quadro macroeconomico che dovessero modificare il livello dei tassi – ad esempio un aumento dell'inflazione o un allargamento del premio al rischio – potrebbero impattare sulla domanda aggregata riportando le maggiori economie avanzate in condizioni prossime alla deflazione, in tempi relativamente brevi.

Da questo punto di vista per l'Italia si annunciano sfide importanti. Il coordinamento con le autorità europee diverrà sempre più rilevante in un contesto in cui gli scenari politici si modificano rapidamente e in vista di un avvicinamento alla guida della BCE.

Il secondo capitolo è strutturato in due parti. La prima ricostruisce l'evoluzione del *funding mix* negli ultimi dieci anni a partire dalla crisi finanziaria e attraverso le varie fasi succedutesi nel tempo. La seconda delinea le prospettive del *funding mix* alla luce del graduale processo di normalizzazione della politica monetaria e di adeguamento delle banche al nuovo requisito MREL, tenendo conto del fatto che – nella rimodulazione del *funding mix* e nel riassorbimento degli eccessi di liquidità – rilevano anche fattori di offerta e di domanda collegati alla struttura dei tassi e agli impatti sul margine di interesse e sul rischio di trasformazione delle scadenze.

Da tale analisi emergono risultati interessanti. La situazione del *funding* delle banche italiane – a oltre dieci anni dallo scoppio della crisi – appare caratterizzata da sviluppi positivi insieme ad alcuni elementi di attenzione. Tra questi, si osserva che la composizione della raccolta da clientela si è spostata sul breve periodo, per l'effetto congiunto della notevole crescita dei conti correnti e del forte calo delle obbligazioni. Inoltre, emerge una considerevole dipendenza delle banche italiane dal rifinanziamento da banche centrali. Nel complesso, non vi è dubbio che la situazione sia più equilibrata di dieci anni fa. Tra gli elementi di fragilità restano molto evidenti i rischi dal lato dell'attivo, ma anche su questo versante i progressi che si stanno conseguendo in termini di miglioramento della qualità del credito sono evidenti, anche in prospettiva. Inoltre, la riduzione dei rischi interessa anche il portafoglio titoli governativi, che vede progressi nella diversificazione tra emittenti, verso il (relativo) ridimensionamento dell'esposizione nei confronti del sovrano domestico.

Resta, tuttavia, una situazione del *funding* differenziata tra banche, con i primi cinque



gruppi che in aggregato si caratterizzano per una quota maggiore di obbligazioni sul totale di bilancio e le banche piccole e minori che poggiano di più sui depositi da clientela, rappresentativi di oltre la metà del passivo.

Per quanto riguarda la valutazione complessiva della possibile evoluzione futura della composizione della raccolta è opportuno usare molte cautele, per via della pluralità di elementi in azione. Relativamente agli impatti generati dall'effetto volumi, connesso al rimborso delle TLTRO, si può presumere che il processo potrà svolgersi con sufficiente gradualità, senza creare pressioni eccessive sulla raccolta delle banche. Tuttavia, non va sottovalutato l'impegno rappresentato dal rientro dalle TLTRO e dal graduale adeguamento ai requisiti MREL / TLAC. In ogni caso, ipotizzando che all'appuntamento con queste scadenze il sistema bancario sia risanato, la frammentazione superata, i casi di banche in difficoltà ridotti a livello fisiologico, per numero e dimensione, si può ragionevolmente ritenere che il processo di rientro dalle operazioni straordinarie di politica monetaria sarà ordinato. La sostituzione con altre forme di funding potrà realizzarsi in modo graduale, anticipata rispetto alla scadenza delle TLTRO-II, o in toto all'ultima data utile per il rimborso delle operazioni. Ciò considerato, è ragionevole ipotizzare che l'abbandono da parte della BCE della piena aggiudicazione potrà avvenire dopo il rientro delle TLTRO-II.

Con riguardo alla raccolta da clientela, è ragionevole attendersi un graduale sgonfiamento dei conti correnti delle imprese, col venire meno dei fattori che lo hanno determinato e con la crescita degli investimenti fissi, finalmente avviata e attesa proseguire anche nei prossimi anni. Il punto debole è rappresentato dalle obbligazioni, sebbene non in senso generalizzato. Infine, con riferimento al rispetto

dei requisiti MREL / TLAC sembra opportuno che le banche italiane comincino a rafforzare la dotazione di strumenti ammissibili approfittando opportunisticamente dei momenti di mercato favorevoli e della disponibilità degli investitori, che presumibilmente non sarà costante nel tempo.

Il terzo capitolo analizza l'effetto della normalizzazione dei tassi di interesse sulle condizioni della finanza pubblica dei paesi dell'eurozona, con particolare attenzione al caso italiano. Al fine di quantificare l'impatto del tapering sulla conduzione della politica fiscale, sono stati presi in considerazione i cosiddetti effetti *snow-ball* (calcolati dalla Commissione Europea) che misurano l'impatto delle variazioni di tassi di interesse, inflazione e tasso di crescita del PIL sul rapporto debito pubblico/PIL. Questi effetti hanno un segno negativo per l'Euro area nel suo complesso e concorrono a spiegare per circa un terzo la riduzione del rapporto debito/PIL a partire dal 2014. Tuttavia, non va dimenticato che alcuni paesi – come l'Italia – sono invece caratterizzati dalla presenza di effetti snowball positivi, che la Commissione spiega con alti premi al rischio sui tassi e/o una bassa crescita. Una normalizzazione dei tassi indotta dal tapering potrebbe quindi comportare importanti conseguenze fiscali di segno negativo, per paesi come il nostro. Una conclusione simile viene raggiunta considerando la relazione che esprime il vincolo di bilancio delle amministrazioni pubbliche e che consente di calcolare il tasso di interesse che garantisce la stabilizzazione del debito, in funzione di inflazione, crescita reale e quota dell'avanzo primario (calcolata rispetto al debito). Questa relazione implica che il rapporto debito/PIL di un paese cresca ogni qual volta il tasso di interesse medio pagato sui titoli di debito pubblico sia superiore al tasso

stabilizzante. Ne consegue che un basso rapporto avanzo primario/debito, nonché modesti tassi crescita di prezzi e output, concedono alla banca centrale meno spazio di manovra per aumentare i tassi di interesse, senza che tale aumento si rifletta in un peggioramento del rapporto debito/PIL.

Il quarto capitolo muove dalla considerazione dell'ampio dibattito – sia di carattere teorico che empirico – riguardante l'efficacia delle misure di politica monetaria non convenzionali realizzate negli ultimi anni dalla BCE. In seguito, viene svolta una serie di esercizi econometrici volti a valutare se e quanto il QE nell'Eurozona abbia avuto un ruolo (nel nostro paese) nella ripresa dell'erogazione dei prestiti bancari e nel contenere la spesa per interessi sul debito pubblico. L'analisi empirica svolta mostra come – tra le diverse misure non convenzionali di politica monetaria adottate dalla BCE a partire dalla metà del 2014 – il QE abbia avuto il maggior impatto sull'andamento dei prestiti erogati dal sistema bancario alle imprese italiane. Anche la riduzione del tasso sulle *deposit facilities* – giunto in territorio negativo – è risultato efficace, sia pure in misura inferiore rispetto al QE e con minore significatività statistica. L'analisi empirica mette invece in evidenza come le operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine varate nel 2016, non abbiano avuto alcuna efficacia.

Inoltre, nel loro complesso le operazioni non convenzionali adottate dalla BCE hanno consentito al Tesoro un significativo risparmio nella spesa per interessi rispetto alle attese precedentemente formulate dello stesso Ministero dell'Economia. Secondo le stime realizzate si tratta, nel complesso del triennio 2015-2017, di circa 51 miliardi di euro, ovvero il 2,97% del Pil italiano del 2017. Infine, alla

realizzazione del QE è associata una maggior vita media residua del debito, passata da 6,38 anni (fine 2014) a 6,90 anni (fine 2017). Un risultato che può essere interpretato come un mix tra la necessità di breve termine di comprimere la spesa per interessi e l'esigenza di sfruttare la generale diminuzione dei tassi di interesse per allungare la vita media del debito e proteggersi dal rischio di liquidità in caso di crisi sui mercati obbligazionari.

Il quinto e conclusivo capitolo affronta il tema dei crediti deteriorati (NPL) nell'industria bancaria italiana. Dopo aver raggiunto un picco a metà del 2015, i crediti deteriorati hanno conosciuto una rapida discesa fino a toccare il 11,8% degli attivi lo scorso settembre. Al netto degli accantonamenti le sofferenze sono passate da 88 a 64,4 miliardi di Euro. Inoltre, a partire dall'inizio del 2017 il flusso di nuovi crediti deteriorati è risultato inferiore al flusso in uscita dal sistema bancario. Dietro questa performance positiva vi sono le politiche attive di gestione dei crediti problematici da parte delle banche italiane (basate su maggiori accantonamenti, cessione di significativi portafogli di NPL, etc..) attuate sotto la spinta esercitata dalle autorità di vigilanza e di mercato. Nel corso degli ultimi tempi le autorità europee (BCE; EBA, Commissione) così come quelle italiane hanno infatti introdotto numerose innovazioni nel quadro regolatorio, volte a influenzare l'operatività dell'industria bancaria. Rimane ancora da sviluppare un vero e proprio mercato efficiente dei NPL. Al momento attuale i prezzi in base ai quali vengono scambiati i crediti deteriorati sono molto inferiori ai tassi di recupero e agli accantonamenti posti in essere. Maggiore accuratezza delle informazioni disponibili, tempestività dei processi di reazione al presentarsi di situazioni di crisi, competenze,



soprattutto in ambito immobiliare, e più in generale un ulteriore efficientamento del processo di gestione dei crediti deteriorati sono quindi ancora necessari .

Da ultimo, ma non per ultimo, viene sottolineato come le istituzioni europee – pur rimanendo un pungolo all’efficientamento della gestione dei crediti deteriorati – farebbero bene a riconoscere gli sforzi compiuti (e i parziali successi conseguiti) dal sistema bancario italiano e non usino la pur necessaria riduzione dei rischi come un pretesto per ostacolare il completamento dell’Unione bancaria.



ATTRAVERSO LE GUERRE COMMERCIALI?♦

Lo scenario internazionale rimane caratterizzato da un continuo miglioramento del quadro macroeconomico reale che si contrappone a una crescente incertezza di natura geo-politica.

Gli USA sono ormai entrati in una delle fasi di espansione ciclica più lunghe del secondo dopoguerra. Per la prima volta dopo lo scoppio della Crisi Finanziaria Globale, si sono manifestati chiari segnali di crescita del livello dei prezzi. L'inflazione al consumo ha registrato per due mesi consecutivi una crescita su base tendenziale superiore al 2%, mentre la *core inflation* si è attestata poco al di sotto del valore obiettivo – sostenuta da una dinamica salariale che è tornata a crescere decisamente (+2,9, su base tendenziale). La fase espansiva del ciclo è attesa continuare per tutto il 2018, come mostrato anche dal continuo miglioramento degli indici di fiducia. Il combinato disposto di perdurante espansione produttiva e di prezzi in crescita ha rafforzato le aspettative di almeno tre rialzi dei tassi policy da parte della Fed nel corso del 2018. Allo stesso tempo, l'Eurozona vede rafforzarsi la ripresa contemporaneamente a un miglioramento di tutti gli indicatori di fiducia. Secondo la BCE quest'anno la crescita dovrebbe raggiungere il 2,4%, con un tasso di inflazione pari all'1,4% che – sebbene inferiore al target – risulta in lieve rialzo rispetto all'anno precedente. Anche se la BCE ha più volte affermato che i tassi di interesse verranno aumentati in modo molto graduale (*at a measured pace*) e solo molto tempo dopo (*well past*) il termine del programma di QE, non va dimenticato che in occasione dell'ultima conferenza stampa il Presidente Draghi non ha più menzionato il cosiddetto *easing bias*, cioè la

disponibilità della BCE ad aumentare il programma di acquisto dei titoli in termini di dimensioni/durata. Un segnale che starebbe ad indicare la convinzione – maturata presso l'Istituto di Francoforte – che i rischi maggiori sono (forse) ormai alle spalle. In questo contesto di espansione diffusa anche l'economia italiana ha fatto la sua (piccola) parte. Le previsioni di crescita per il biennio 2018/2019 sono migliorate rispetto a un anno fa, nonostante il recente rallentamento registrato dalla produzione nel manifatturiero.

E' invece lo scenario geo-politico a destare preoccupazione, dopo le recenti misure di politica commerciale da parte dell'Amministrazione Trump. Dapprima l'annuncio di tariffe aggiuntive sulle importazioni di acciaio e alluminio. Poi il veto sull'operazione di acquisizione di Qualcomm da parte di Broadcom – società leader nel comparto ICT con sede a Singapore – posto prima ancora che l'operazione stesa venisse completata, invocando ancora una volta ragioni legate alla sicurezza nazionale. Due mosse, nell'arco di pochi giorni, che danno una chiara misura del progressivo irrigidimento dell'Amministrazione USA nei confronti del resto del mondo.

Ciò che preoccupa non è tanto e solo il rischio di guerre commerciali, come sottolineato dallo stesso Presidente Draghi che ha evidenziato come misure protezionistiche unilaterali potrebbero condurre rapidamente verso ritorsioni (che scatenerebbero inevitabilmente delle vere e proprie *trade wars*). Per certi versi le maggiori preoccupazioni sono legate al rischio di ricadute sui mercati finanziari. Le reazioni sul mercato valutario potrebbero essere di un certo rilievo, almeno in termini di maggiore volatilità dei cambi. Inoltre, non è da escludere che anche il mercato dei titoli del debito sovrano USA

♦ A cura di Marco Lossani



potrebbe subire delle ripercussioni. E' noto come la Cina – attraverso la propria Banca Centrale e altri soggetti vicini alle autorità di Pechino – detenga una quota importante di Treasuries. In caso di una guerra commerciale tra gli USA e la Cina è facile prevedere che quest'ultima potrebbe – come misura ritorsiva – ridurre i propri acquisti di titoli Usa contribuendo a un rialzo dei tassi di interesse sui dollari, ben superiore a quello eventualmente innescato dalla normalizzazione della politica monetaria USA. Uno scenario che tutti – forse persino lo stesso Trump – preferirebbero evitare.

1. LA RIPRESA DEL 2018 E LA DIFFICILE USCITA DAL QE*

Introduzione

L'economia mondiale sta sperimentando una fase di crescita che presenta diversi tratti peculiari rispetto alle analoghe fasi cicliche del passato.

Innanzitutto, la ripresa in corso, iniziata oramai nel 2010, presenta una durata particolarmente estesa. La maggiore profondità della crisi che l'ha preceduta rispetto alle altre recessioni del dopoguerra, e la relativa modestia dei tassi di crescita degli ultimi anni, non rendono però immediato stabilire se siamo entrati in una fase ciclica avanzata, con un livello del prodotto prossimo o superiore al potenziale in diversi paesi, o se vi siano ancora a livello globale spazi di capacità produttiva sottoutilizzata.

A questi aspetti si devono poi aggiungere le divergenze nelle posizioni cicliche delle diverse economie, in particolare all'interno dell'area euro.

Definire una strategia di politica monetaria quando vi sono elevati margini di incertezza su quale sia la fase attraversata dall'economia è evidentemente una questione complessa; lo è a maggior ragione quando la politica monetaria viene da una fase del tutto straordinaria, nel corso della quale sono state adottate misure eccezionali, con pochi precedenti sulla base dei quali poterne valutare il funzionamento.

I rischi sono elevati, e le banche centrali si muovono con estrema cautela. D'altra parte, le fasi di normalizzazione della politica monetaria non sono mai state un passaggio semplice. Gli ultimi due episodi, quello della metà degli anni novanta e quello della metà degli anni duemila, sono stati seguiti da periodi di elevata instabilità

finanziaria. Nel primo caso la politica monetaria della Fed innescò un aumento dei tassi a lunga Usa, un aumento dei flussi di capitali diretti verso il dollaro e pesò soprattutto sulle economie emergenti; la successiva inversione nella politica della Fed diede la spinta all'ultima fase del ciclo della borsa Usa, prima dell'avvio della grande correzione del mercato azionario.

La stretta degli anni duemila non produsse invece effetti di rilievo sui tassi a lunga ed ebbe scarse conseguenze sul dollaro, ma l'aumento dei tassi da parte delle banche centrali rivelò le fragilità della finanza legata all'immobiliare, innescando una serie di fallimenti, all'origine della crisi più profonda dell'ultimo secolo.

Questa volta i principali rischi stanno negli elevati livelli dei prezzi sul mercato azionario e su quello obbligazionario, cui si aggiunge la dimensione significativa dello stock di debito, sia pubblico che privato, in molti paesi.

Per certi versi la configurazione in corso sa di *deja vu*, e suggerirebbe di prepararsi al peggio, ma non mancano aspetti che potrebbero indurre a pensare che, forse per davvero, *this time is different*.

Lo snodo sta nella combinazione del tutto peculiare di una fase di crescita che si protrae, e che da alcuni trimestri coinvolge tutte le aree dell'economia mondiale, e di tassi d'inflazione che restano bassi.

La bassa inflazione ha sinora restituito gradi di libertà aggiuntivi alle banche centrali, sebbene alla bassa crescita dei prezzi di beni e servizi si contrapponga un'inflazione degli asset ben più sostenuta.

Il dibattito si divide fra quanti sostengono che l'inflazione troppo bassa è un rischio, e che occorrerebbe riportare la dinamica dei prezzi su ritmi vivaci prima di cambiare la strategia di politica monetaria, e le voci critiche, che sostengono che la politica monetaria sta

*a cura di Fedele De Novellis, REF Ricerche

favorendo gli aumenti dei prezzi delle attività – finanziarie e reali – fornendo incentivi distorti agli investitori, e che più passa il tempo e più maturano le condizioni per una “bolla”.

Dal punto di vista della posizione italiana, è soprattutto dal versante della finanza pubblica che paiono emergere i maggiori elementi di incertezza; il rischio di un aumento dei tassi europei potrebbe essere amplificato da un allargamento degli spread.

Nel complesso, la strategia sinora adottata dalle banche centrali evidenzia una estrema cautela. Prevale l'intento di minimizzare gli impatti sui prezzi degli asset. La tesi prevalente è che, in assenza di un vero segnale di accelerazione dell'inflazione, le banche centrali debbano cercare di evitare un deterioramento delle condizioni finanziarie.

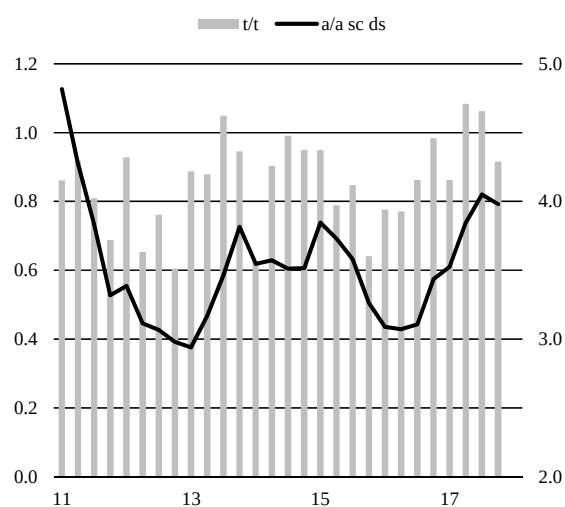
I tempi della normalizzazione delle politiche monetarie saranno quindi necessariamente lunghi e i cambiamenti gradualisti: d'altra parte, da quando Bernanke, nella primavera del 2013, iniziò a parlare di “normalizzazione” della politica monetaria Usa, sono trascorsi oramai quasi cinque anni, e forse altri cinque non basteranno prima di ritornare alle politiche monetarie prevalenti prima della grande crisi.

1. Politiche monetarie espansive in un'economia in ripresa, lo strano caso del 2017

Il quadro economico internazionale del 2017 e le tendenze tracciate dai principali indicatori congiunturali a inizio 2018 si caratterizzano per un andamento relativamente vivace dell'economia mondiale. Il ciclo è in una fase di espansione - pur a tassi non eccezionali in una prospettiva storica - condivisa dalle principali aree (FIGG. 1 e 2).

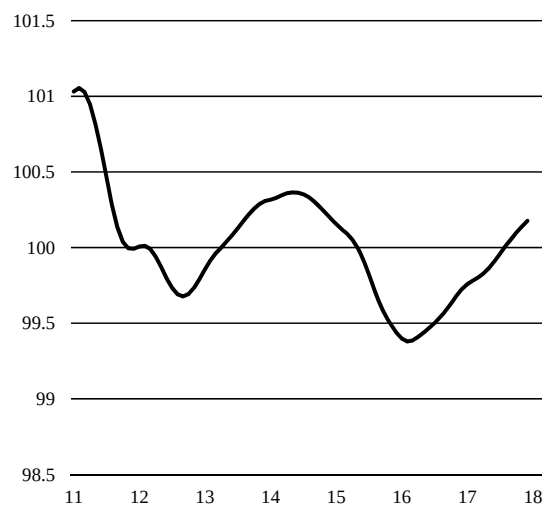
Tali andamenti costituiscono una sorpresa positiva, non tanto per l'entità della crescita, quanto piuttosto perché appaiono decisamente migliori rispetto alle attese formulate dai principali previsori sino a poco più di un anno fa.

FIG. 1 – Pil mondiale (tasso di variazione tendenziale)



Fonte: elaborazioni su fonti statistiche nazionali

FIG. 2 – Leading economic indicator Ocse



Componente di ciclo. Fonte: elaborazioni su dati Ocse

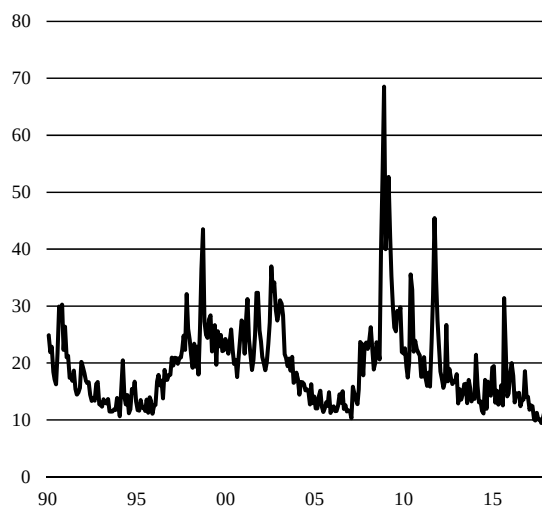
In particolare, nel corso della seconda metà del 2016 gli scenari economici scontavano un elevato grado di incertezza, legato soprattutto a fattori di natura politica. Innanzitutto, l'inatteso esito del referendum sulla Brexit e, successivamente, l'altrettanto sorprendente risultato delle elezioni presidenziali americane, avevano aumentato l'incertezza anche sulla successione di tornate elettorali europee del 2017, e in particolare sugli appuntamenti elettorali programmati in Francia e in Germania. Al mutamento del quadro politico si associava anche una maggiore difficoltà a anticipare le strategie di politica economica che sarebbero state adottate dai nuovi Governi.

L'aumento dell'incertezza politica spiega quindi l'adozione di politiche monetarie di segno espansivo, ispirate dall'intento di prevenire un aumento del premio al rischio sui mercati finanziari.

La Fed, che da fine 2014 aveva avviato il percorso di uscita dal QE, e aveva appena iniziato la fase di aumento dei tassi d'interesse, con un primo gradino a fine 2015, interrompe la sequenza dei rialzi attendendo sino a fine 2016 per il secondo rialzo. Sempre alla fine del 2016, la BCE decide di estendere di altri 9 mesi il programma APP di acquisto di titoli.

Grazie all'azione delle banche centrali, la prima parte del 2017 si caratterizza per una ampia divergenza fra gli indicatori di incertezza politica e di rischio finanziario. L'indice VIX si riduce progressivamente, mantenendosi poi su livelli bassissimi durante l'intero 2017 (FIG. 3). Mentre l'Economic Policy Uncertainty Index si porta sui massimi storici, anche in vista delle tornate elettorali europee di Francia e Germania (FIG. 4).

FIG. 3 – Volatilità della borsa Usa: Indice VIX



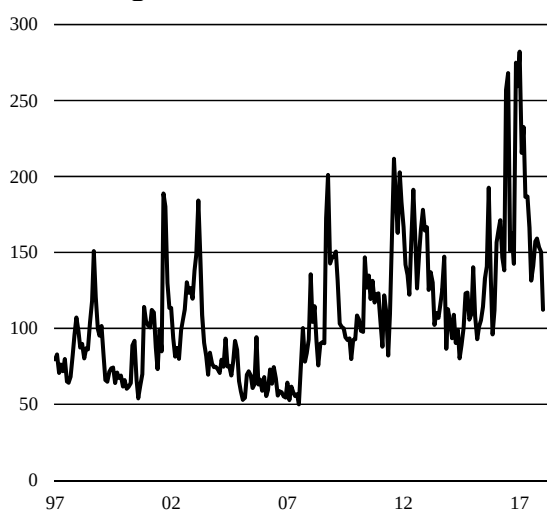
Indice Vix - Attese su volatilità indice S&P100, calcolate dai prezzi di opzioni di durata media di 30gg.

Il risultato, abbastanza paradossale, è che l'aumento dell'incertezza politica avrebbe sollecitato l'adozione di politiche monetarie particolarmente espansive, producendo effetti positivi sui mercati. Dobbiamo insomma ringraziare Nigel Farage e Donald Trump se, soprattutto nell'eurozona, abbiamo goduto di condizioni finanziarie più accomodanti, e quindi beneficiato di una ripresa più robusta di quella che avremmo invece avuto se gli elettori avessero premiato David Cameron e Hillary Clinton, come era nelle attese.

Se dalla politica monetaria è partito l'innescò alla ripresa dei mercati e dell'economia nel 2017, è dalla politica che è arrivato ancora nuovo carburante al *sentiment* dei mercati. In particolare, già dai primi mesi dell'anno si è avuta contezza del fatto che la nuova Presidenza degli Stati Uniti non avrebbe realizzato le politiche economiche annunciate in campagna elettorale. Lo spartiacque è stato però

rappresentato dalla sconfitta di Marine Le Pen alle elezioni presidenziali francesi: l'indicatore di incertezza delle politiche economiche crolla, mettendo fine ai timori innescatisi dopo il referendum britannico.

FIG. 4 – Economic Policy Uncertainty index: indicatore globale



Fonte: <http://www.policyuncertainty.com>

2. Gli effetti sulla crescita e le prospettive a inizio 2018

Nel 2017 la decisa azione delle banche centrali ha portato a un significativo miglioramento delle condizioni finanziarie internazionali. I tassi a lunga si sono mantenuti per tutto l'anno su livelli bassissimi, e hanno spinto i mercati a ricercare rendimenti più elevati negli asset più rischiosi.

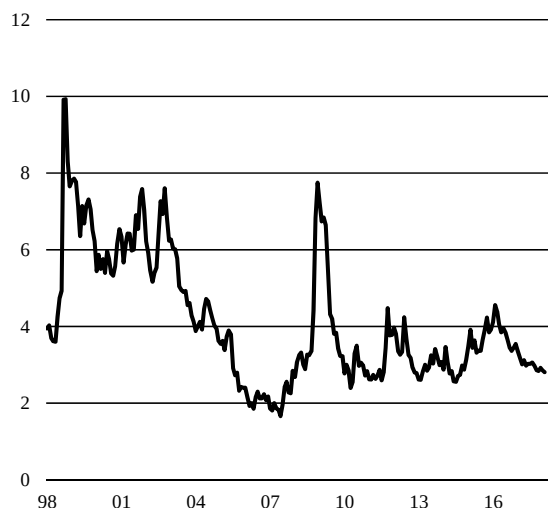
L'aumento dell'appetito per il rischio ha portato alla caduta degli spread pagati dalle economie emergenti e dalle società con rating peggiori (FIG. 5); anche i paesi periferici europei hanno registrato una riduzione delle tensioni sugli spread.

Inizialmente la spinta della politica monetaria non ha sortito effetti sul cambio del dollaro, che nella prima parte dell'anno ha registrato un rally guidato dalle politiche economiche annunciate da Trump; la valuta Usa è stata sostenuta dall'attesa dell'introduzione di barriere commerciali e dagli annunci di politiche di bilancio di segno espansivo. Nella seconda parte dell'anno, ridimensionatesi le attese sulle politiche commerciali protezionistiche, il dollaro ha preso a indebolirsi guidato dal gradualismo della politica monetaria. Difatti, i mercati, dati i bassi rendimenti dei titoli delle economie a minore rischio, si sono mossi alla ricerca di asset con rendimenti più elevati. Le valute di molte economie emergenti hanno iniziato a registrare gli effetti positivi degli afflussi di capitali.

Il miglioramento delle condizioni finanziarie ha sostenuto la domanda interna delle economie emergenti, la cui ripresa ha contribuito a rafforzare la crescita degli scambi commerciali internazionali. Dopo un lungo periodo di stagnazione, la crescita del commercio mondiale si è riportata in linea con quella del Pil.

Le tendenze del 2017 hanno quindi evidenziato come la prevalenza di condizioni finanziarie di segno permissivo a livello internazionale, abbia generato effetti diffusivi della crescita. Non a caso, gli sfasamenti ciclici fra le diverse aree si sono molto ridimensionati.

FIG. 5 – Spread sovrano (Paesi emergenti-USA)



JPM EMBI Composite - Blended yield. Differenziale rispetto ai tassi a 10 anni Usa

La riduzione del premio al rischio e i tassi d'interesse ai minimi storici hanno, infine, favorito una fase di ripresa della borse, cui hanno contribuito nel corso dell'anno anche i segnali positivi dal lato della congiuntura economica, che hanno sostenuto le aspettative sull'andamento degli utili delle società quotate; un effetto positivo sui mercati azionari è derivato anche dall'annuncio di politiche di riduzione delle imposte negli Stati Uniti.

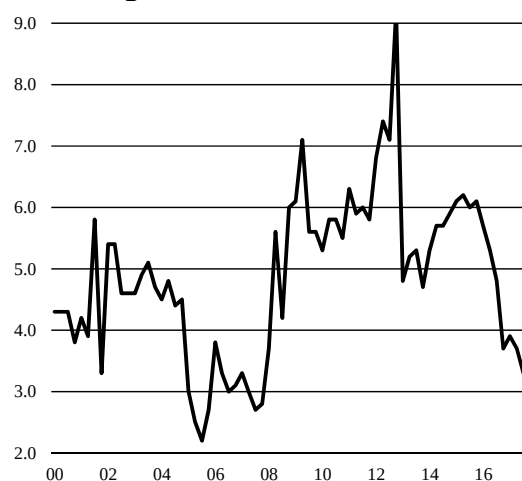
L'aumento del valore della ricchezza delle famiglie ha fornito un sostegno ai consumi. Il saggio di risparmio ha mostrato un andamento decrescente nella maggior parte dei paesi (FIGG. 6 e 9). La crescita dei consumi si è quindi progressivamente rafforzata, contestualmente a un significativo aumento del clima di fiducia dei consumatori.

Un altro tema più volte sottolineato nel dibattito recente è rappresentato dal recupero del comparto immobiliare. Pur con differenze

significative a seconda dei paesi, la domanda di case e i relativi prezzi sono in crescita nella maggiore parte dei paesi.

Meno evidenti sono apparsi invece gli effetti della crescita delle borse sugli investimenti non residenziali.

FIG. 6 – Stati Uniti: propensione al risparmio delle famiglie



In % del reddito disponibile. Fonte: Federal Reserva

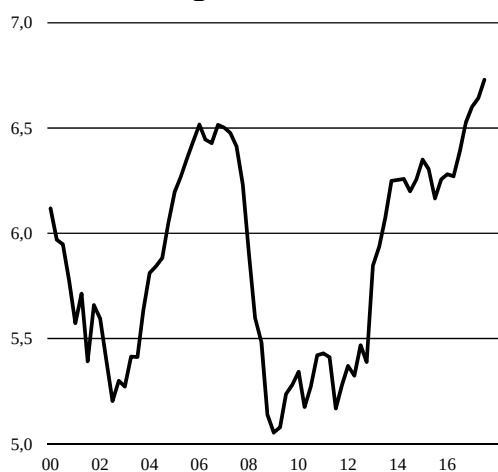
FIG. 7 – Area euro: propensione al risparmio delle famiglie



In % del reddito disponibile. Fonte: Eurostat

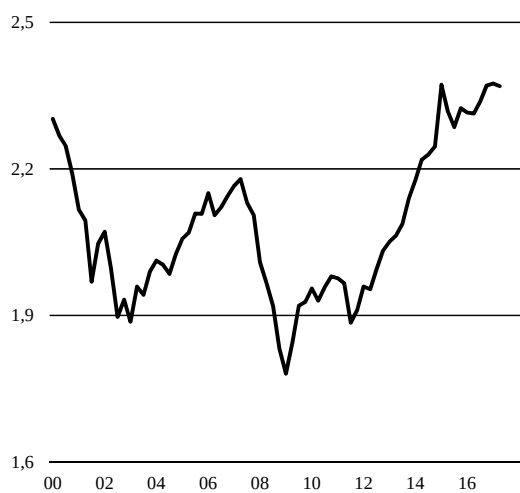
Le prospettive appaiono comunque in rafforzamento, alla luce della crescita degli utili e del progressivo aumento del grado di utilizzo della capacità produttiva in corso in diverse economie.

FIG. 8 – Stati Uniti: ricchezza finanziaria netta delle famiglie



In % del reddito disponibile. Fonte: Federal Reserva

FIG. 9 – Area euro: ricchezza finanziaria netta delle famiglie



In % del reddito disponibile. Fonte: Eurostat

Considerando le premesse, ovvero le attese prevalenti a fine 2016, si può certamente affermare che il 2017 è stato un anno di sorprese positive. L'entità di tali sorprese può essere colta attraverso la TAB. 1, che illustra le previsioni di crescita per il 2017-18 effettuate dai maggiori organismi internazionali per l'area euro e gli Stati Uniti.

L'entità della revisione al rialzo è significativa soprattutto per l'area euro. Va peraltro anche ricordato che a fine 2016, nel periodo immediatamente successivo al referendum sulla Brexit e alle elezioni americane, il *bias* delle stime secondo la maggior parte dei previsori era orientato verso il basso. Si temeva cioè che le cose potessero andare peggio di quanto anticipato nei valori medi delle stime.

TAB. 1 - La revisione delle previsioni dei principali organismi internazionali

		AREA EURO				STATI UNITI			
		Pil		Inflazione		Pil		Inflazione °	
		2017	2018	2017	2018	2017	2018	2017	2018
preconsuntivi		2.5		1.5		2.3		2.1	
(nov)	Commissione Ue	2.2	2.1	1.5	1.4	2.2	2.3	2.0	2.1
(nov)	Oecd	2.2	2.5	1.5	1.5	2.4	2.1	2.0	2.0
(ott)	Imf	2.1	2.0	1.5	1.4	2.2	2.3	2.1	2.1
(giu)	Oecd	1.8	1.8	1.7	1.4	2.1	2.4	2.5	2.2
(mag)	Commissione Ue	1.7	1.8	1.6	1.3	2.2	2.3	2.2	2.3
(apr)	Imf	1.7	1.6	1.7	1.5	2.3	2.5	2.7	2.4
(nov '16)	Commissione Ue	1.5	1.7	1.4	1.4	2.1	1.9	2.0	2.1
(nov '16)	Ocse	1.6	1.7	1.2	1.4	2.3	3.0	1.9	2.2
(ott '16)	Imf	1.5	1.6	1.1	1.3	2.2	2.1	2.3	2.6

Previsioni formulate da ciascuna organizzazione nel corso del mese indicato

Infine, un aspetto importante del quadro economico del 2017 è che il miglioramento del quadro congiunturale non si è accompagnato ad una revisione al rialzo delle previsioni d'inflazione. Tale aspetto è significativo non solo considerando la buona evoluzione congiunturale osservata nel corso dell'anno, ma anche alla luce dei primi segnali di aumento che hanno caratterizzato le quotazioni delle materie prime nel corso dell'anno,

3. Espansione monetaria e fase del ciclo

Il quadro macroeconomico dell'ultimo anno e mezzo può essere quindi descritto come una fase di politiche monetarie ultra-espansive, che hanno avuto successo nel contrastare i timori di rallentamento dell'economia.

Il fatto che tali timori derivassero da un rischio di tipo politico è un primo elemento peculiare di questa fase, e il fatto che la trasmissione della politica monetaria sia passata in buona misura attraverso la rivalutazione degli asset è un

secondo tratto, strettamente legato alla logica del QE.

Un terzo punto peculiare del 2017 è che, mentre in genere la politica monetaria acquisisce una intonazione di segno espansivo nel corso dei periodi di recessione e nelle fasi iniziali del ciclo economico, questa volta ha mantenuto una intonazione espansiva in una fase del ciclo che, almeno dal punto di vista cronologico, può essere considerata come relativamente avanzata. Questo è accaduto anche perché la politica monetaria si è di fatto disallineata per qualche trimestre dal quadro congiunturale, avendo giocato di anticipo rispetto a un aumento del rischio politico, allo scopo di prevenire un conseguente allargamento del premio al rischio e un contagio ai mercati finanziari.

Non è ancora chiaro se la politica monetaria abbia avuto successo nel giocare d'anticipo, evitando una crisi che altrimenti si sarebbe verificata, oppure se sia stata "tratta in inganno" dalle incertezze politiche, sopravvalutandone le potenziali conseguenze sull'attività economica. Ad esempio, le tendenze dell'economia

britannica, pur evidenziando una decelerazione dell'attività economica, sono comunque positive, e decisamente migliori rispetto ai timori prevalenti subito dopo il referendum sulla Brexit. D'altro canto, le politiche Usa sono state molto meno dirompenti rispetto a quanto atteso immediatamente dopo le elezioni, e si sono di fatto concretizzate nel solo intervento di riduzione delle imposte che, almeno nel breve, ha avuto effetti positivi sull'andamento dei mercati azionari.

E' comunque incontrovertibile che la gestione delle politiche monetarie nel 2017 si sia innestata su una fase ciclica già molto lunga: per l'economia mondiale la fase di crescita attuale ha avuto inizio nella seconda metà del 2009; il 2017 è stato quindi l'ottavo anno di quella che è oramai una delle fasi espansive più lunghe del dopoguerra. Ad esempio, con riferimento agli Stati Uniti, a inizio 2018 la ripresa in corso ha raggiunto una estensione di 35 trimestri; sulla base della cronologia ciclica dell'NBER, la durata di questa ripresa è uguale a quella della seconda più lunga del dopoguerra (35 trimestri, 1961-69) e poco più corta di quella degli anni novanta (40 trimestri, 1991-2001).

Considerazioni analoghe possono essere proposte per altre economie come la Germania, anche se per l'eurozona nel complesso l'inizio del ciclo è più recente, data la crisi dei paesi della periferia, e la seconda fase recessiva attraversata fra la fine del 2011 e i primi mesi del 2013.

L'estensione temporale di un ciclo, per quanto lunga, non comporta necessariamente che l'economia sia in condizioni di *full capacity*. In particolare, la ripresa attuale si distingue per diversi aspetti: innanzitutto perché la precedente recessione del periodo 2008-2009 è stata molto più profonda rispetto a altri episodi recessivi del passato; in secondo luogo perché i ritmi di

crescita degli ultimi anni sono stati mediamente inferiori rispetto alle analoghe fasi cicliche degli anni precedenti.

4. Tempi lunghi per la “normalizzazione”: la caduta dell'inflazione globale

La quantificazione della *spare capacity* rappresenta uno dei problemi che condizionano l'azione delle banche centrali nella fase attuale.

Il tema della distanza fra i livelli dell'output attuali e il potenziale produttivo delle maggiori economie si è intrecciato con quello dei bassi livelli dell'inflazione che hanno caratterizzato gli ultimi anni (FIGG. 10 e 11)

L'assenza di spinte inflazionistiche ha caratterizzato anche economie, come gli Stati Uniti o la Germania, dove i livelli occupazionali sono in una fase di recupero e il tasso di disoccupazione si posiziona da tempo su livelli bassissimi.

Ha quindi iniziato a acquisire consensi la tesi per cui il prodotto potenziale si posizioni su livelli superiori rispetto a quelli suggeriti dalle quantificazioni tradizionali del livello del Nairu. Il dibattito ha sottolineato diversi aspetti, ma si è concentrato prevalentemente su due punti.

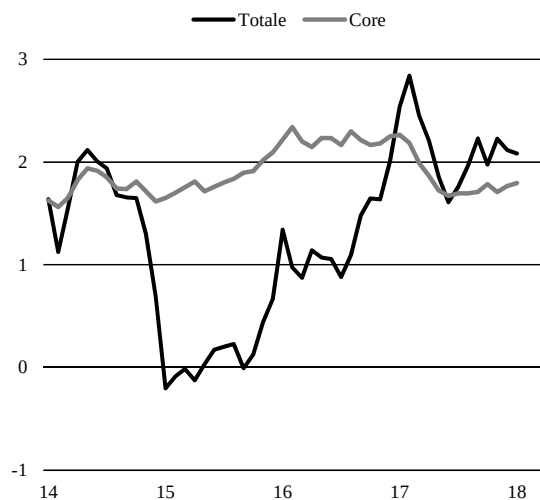
Il primo è relativo agli effetti della globalizzazione. Come sottolineato in diversi contributi, la rottura della relazione fra andamento di prezzi e salari e livelli di attività economica rifletterebbe un cambiamento strutturale delle condizioni della produzione, con un numero crescente di imprese (e indirettamente di lavoratori) che operano all'interno di catene globali del valore; il potere di mercato di queste imprese è bassissimo, trovandosi di fatto a operare come price taker, e allo stesso modo lo sarebbe quello dei lavoratori, essendo le imprese in cui operano soggette con crescente frequenza a processi di

delocalizzazione. Questo genere di condizioni caratterizzerebbe in prima battuta i produttori dei settori *tradables*, ma avrebbe conseguenze anche sui settori dei servizi al cui interno è aumentata l'incidenza di produttori che si collocano nell'indotto a monte dell'industria, per effetto dei processi di terziarizzazione messi in campo negli anni passati da molte imprese industriali.

L'aumento del numero di imprese sottoposte a pressioni concorrenziali su scala globale sarebbe anche legato alle trasformazioni avvenute a valle delle *supply chains*, con l'aumento delle quote di mercato da parte di venditori on-line; si pensi al fenomeno Amazon, che consente a produttori localizzati in paesi diversi di accedere a mercati di sbocco anche distanti, oppure nel caso del turismo a siti come Bookings o Airbnb, che consentono di confrontare i prezzi di diverse località turistiche.

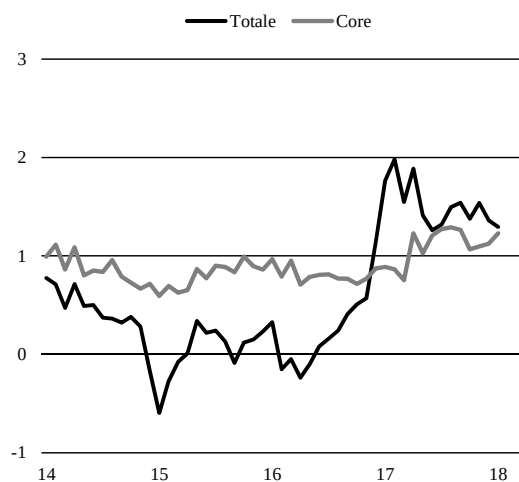
Il secondo aspetto fa riferimento alla mancata risposta salariale rispetto alla riduzione della disoccupazione: è la tesi cosiddetta della "scomparsa della curva di Phillips". Su questo punto, è stato anche segnalato come i cambiamenti nella morfologia dei mercati del lavoro possano avere modificato il significato di alcune variabili, come il tasso di disoccupazione (FIGG. 12 e 13, ad esempio per la maggiore frequenza di lavori part-time o la diffusione di nuove forme di lavoro atipiche. Secondo queste analisi, le misure tradizionali del tasso di disoccupazione non sarebbe più adeguata per cogliere la reale dimensione degli *shortages* sul mercato del lavoro; l'ampiezza dell'offerta di lavoro sottoutilizzata sarebbe quindi per l'appunto dimostrata proprio dall'assenza di segnali di tensione salariale.

FIG. 10 – Stati Uniti: inflazione al consumo



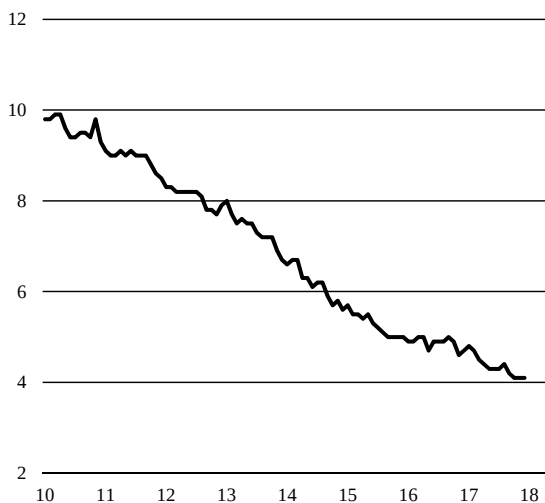
Fonte: BLS

FIG. 11 – Area euro: inflazione al consumo



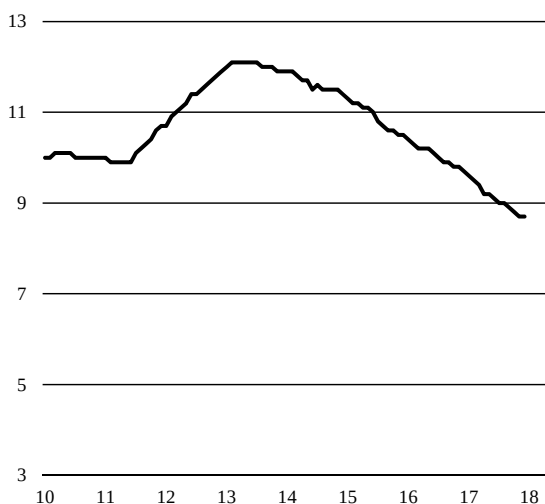
Fonte: Eurostat

FIG. 12 – Stati Uniti: tasso di disoccupazione



Fonte: BLS

FIG. 13 – Area euro: tasso di disoccupazione



Fonte: Eurostat

Naturalmente, la bassa inflazione, e soprattutto le basse aspettative d'inflazione, hanno svolto un ruolo fondamentale nell'indirizzare le scelte delle banche centrali degli ultimi anni. Soprattutto, è emerso il rischio di una perdita di credibilità dell'azione della banca centrale legata

al fatto che l'inflazione si è mantenuta per un lasso temporale molto esteso al di sotto degli obiettivi. La difficoltà a riportare l'inflazione sui livelli desiderati avrebbe anche l'effetto di ridurre l'efficacia degli strumenti a disposizione delle banche centrali, e questo potrebbe tradursi in una maggiore instabilità ciclica nei prossimi anni. Il timore è che in un contesto in cui l'inflazione è ancora bassa possa verificarsi un episodio ciclico sfavorevole, che rischierebbe di condurre l'economia globale verso la deflazione.

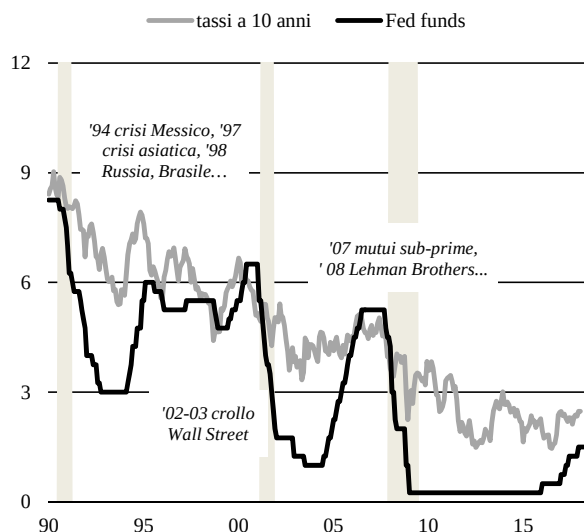
5. Non è mai stato semplice normalizzare la politica monetaria

Il 2018, anno partito all'insegna delle migliori premesse dal punto di vista del ciclo economico e dell'andamento dei mercati, si presenta quindi come una sorta di spartiacque dopo una fase in cui politiche monetarie straordinarie sono state protratte per un periodo particolarmente lungo. Calibrare l'inversione delle politiche monetarie non è mai stato semplice, e a maggior ragione il passaggio appare complesso date le misure straordinarie adottate dalle banche centrali durante gli anni passati.

L'esperienza delle ultime fasi di aumento dei tassi d'interesse internazionali non è purtroppo incoraggiante: tutte le fasi di inversione dei tassi d'interesse internazionali sono state associate a periodi di instabilità finanziaria, frequentemente degenerate in fasi di recessione dell'economia reale.

Dagli anni novanta a oggi abbiamo avuto due episodi significativi di cambiamento di regime della politica monetaria: il primo intorno alla metà degli anni novanta, e il secondo intorno alla metà degli anni duemila (FIG. 14).

FIG. 14 – Stati Uniti: tasso sui Fed funds e tassi d’interesse a lungo termine



Le aree ombreggiate indicano i periodi di recessione dell’economia americana Fonte: BCE

Il tratto distintivo della stretta di metà anni novanta fu senz’altro rappresentato dalle significative ripercussioni che ne derivarono sulle economie emergenti. In particolare, la fase di rialzi da parte della Fed innescò una vera e propria fuga di capitali da questi paesi, e provocò un ampio apprezzamento del cambio del dollaro.

La fase recente evidenzia sinora un pattern completamente differente, e presenta elementi di somiglianza maggiore con la stretta della metà degli anni duemila: in entrambi i casi è emersa difatti una fase di relativa stabilità dei tassi d’interesse a lungo termine.

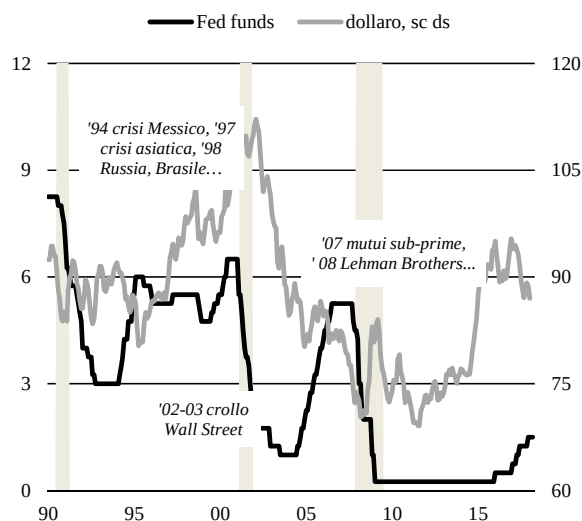
Inoltre, nel corso della fase più recente il dollaro ha iniziato a indebolirsi, così come nella crisi della metà degli anni duemila.

L’indebolimento recente della valuta Usa non è di immediata interpretazione, essendosi prodotto contestualmente alla fase di rialzi dei tassi americani, tanto più che anche nel corso del

2018 le attese prevalenti puntano su altri rialzi da parte della Fed a fronte di tassi invariati nelle altre maggiori economie. Inoltre, il dollaro avrebbe dovuto a maggior ragione rafforzarsi dopo la decisione di tagliare le imposte. Va comunque ricordato che il recente indebolimento delle valuta Usa è almeno in parte un ripiegamento rispetto al rafforzamento successivo alla vittoria elettorale di Trump che lasciava presumere un atteggiamento più favorevole a un rafforzamento del dollaro rispetto a quanto poi osservato. Un elemento di incertezza è rappresentato dalla politica delle barriere commerciali, che sembrava essersi molto attenuata, sino alle più recenti dichiarazioni che invece hanno posizionato nuovamente la questione fra le priorità dell’agenda politica.

E’ anche grazie all’indebolimento del dollaro (FIG. 15) che il recente cambiamento di regime da parte della Fed non ha prodotto sinora conseguenze di rilievo sulle economie emergenti.

FIG. 15 – Stati Uniti: tasso sui Fed funds e cambio nominale effettivo del dollaro



Le aree ombreggiate indicano i periodi di recessione dell’economia americana Fonte: BCE

Un aspetto che emerge chiaramente nel confronto della fase attuale con i precedenti episodi di inversione della politica monetaria Usa è il maggiore gradualismo nella recente politica della Fed, rispetto alla velocità di aumento dei tassi d'interesse osservata nei due precedenti periodi di rialzi.

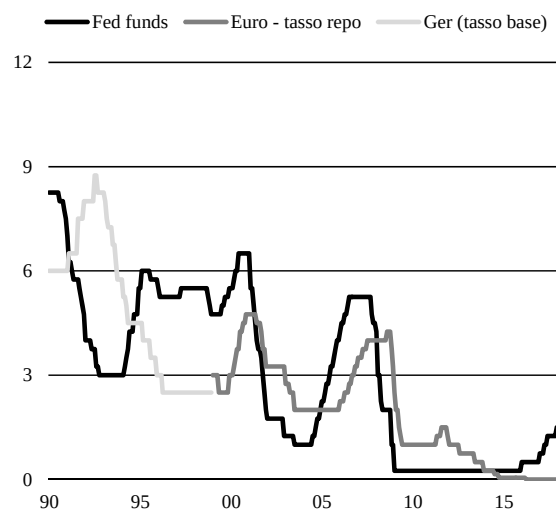
Inoltre, va anche ricordato come nel corso della fase attuale la Fed sia stata particolarmente attenta alla comunicazione delle proprie decisioni al mercato. Diversamente, ad esempio, dalla fase di rialzi della metà degli anni novanta, quando l'inversione di tendenza colse di sorpresa i mercati (BIS, 2017).

Infine, un aspetto da evidenziare è relativo al confronto dell'andamento dei tassi d'interesse americani con quello delle altre maggiori economie.

La recente fase di rialzi non ha sinora provocato reazioni nella medesima direzione da parte delle altre maggiori banche centrali, a eccezione di un intervento da parte della Bank of England. La prospettiva è che ancora per tutto il 2018 ai rialzi annunciati da parte della Fed non seguano mosse analoghe da nessuna delle maggiori banche centrali.

Nel caso della BCE, abbiamo solo un precedente storico per confrontarne la politica con quella della Federal Reserve. Lo sfasamento fra le politiche europee e quelle Usa è comunque un tratto peculiare della fase attuale (FIG. 16), soprattutto considerando che la BCE non è attesa aumentare i tassi d'interesse nel corso del 2018, a fronte di altri tre rialzi attesi da parte della Fed. Il differenziale fra i tassi a breve Usa e europei –calcolato come spread fra i tassi a lunga americani e tedeschi – dovrebbe quindi ampliarsi.

FIG. 16 – Tassi d'interesse ufficiali: Stati Uniti e area euro



Fonte: BCE

6. I rischi di un aumento significativo dei tassi d'interesse

I tassi d'interesse a lungo termine si posizionano su livelli molto bassi. Le curve dei tassi sono difatti relativamente piatte, sia perché i mercati scontano aumenti dei tassi d'interesse di entità contenuta, ma anche perché il *quantitative easing* ha probabilmente ristretto il premio a termine; inoltre anche gli spread che remunerano i rischi di default sono diminuiti.

Se il QE opera portando il livello dei tassi a lunga su valori inferiori a quelli coerenti con le attese del mercato sull'andamento futuro dei tassi a breve, è possibile che una normalizzazione della politica monetaria si traduca in un aumento del livello dei tassi a lunga significativo.

Fra i timori di un cambiamento di regime della politica monetaria vi è quindi non solo quello relativo alle mosse delle banche centrali, ma anche quello di una sovrareazione dei tassi per effetto di un recupero del premio a termine e di una revisione al rialzo del premio al rischio di default.

Lo scenario peggiore si manifesterebbe qualora la normalizzazione dovesse prodursi in presenza di una fase di aumento delle aspettative d'inflazione. Alcune prime avvisaglie le abbiamo già osservate intorno alla metà di febbraio quando, in risposta a alcuni timidi segnali di aumento dell'inflazione americana, si è osservata una correzione dei mercati azionari. Naturalmente, poiché le politiche monetarie espansive degli anni scorsi hanno avuto effetti sull'intero panorama dell'economia mondiale, uno degli aspetti che rendono più complessa la fase attuale è rappresentato dal rischio di un irrigidimento delle condizioni finanziarie contemporaneo in diverse economie.

In particolare, un aspetto importante è relativo all'effetto di contagio di una risalita dei tassi d'interesse Usa sulle condizioni finanziarie dei paesi emergenti.

Infine, si guarda con attenzione alle conseguenze di un'uscita dal QE da parte della BCE, soprattutto con riferimento all'evoluzione dei rendimenti del debito sovrano dei paesi della periferia europea, che negli anni scorsi hanno beneficiato dei massicci acquisti di titoli da parte della BCE.

Nel complesso quindi i rischi legati alla normalizzazione delle politiche monetarie sono rilevanti. Nelle ipotesi meno favorevoli, l'aumento dei tassi d'interesse potrebbe difatti anche essere di entità rilevante. Le conseguenze sulla crescita potrebbero essere anch'esse relativamente ampie. Il dibattito sulle conseguenze della normalizzazione delle politiche monetarie ha fatto emergere soprattutto due tasselli della trasmissione dai tassi d'interesse alla domanda aggregata: il primo legato alla crescita dei mercati azionari degli anni passati, e il secondo alla sensibilità della domanda aggregata rispetto a variazioni dei tassi

d'interesse, in un contesto caratterizzato da un grado di indebitamento elevato.

7. I rischi della normalizzazione legati al rally delle borse

Sul primo fattore di rischio, le incertezze derivano dall'eventualità che le politiche monetarie ultra-espansive degli anni scorsi abbiano determinato comportamenti (da parte dei mercati) ispirati alla ricerca del rendimento, che hanno spinto i prezzi delle attività su livelli troppo elevati.

Gli indicatori tradizionali segnalano che le quotazioni in borsa sono su valori elevati (FIG.17). Il rapporto fra prezzi e utili delle aziende Usa corretti per il ciclo (CAPE ovvero *Cyclically Adjusted Price Earnings Ratio*) calcolato da Schiller a inizio 2018 si posizionava a 33. Il 2018 ha quindi avuto inizio superando il massimo toccato nel 1929 e sfiorando i livelli che sono stati raggiunti solo tra il 1997 e il 2001, poco prima dello scoppio della *dot.com bubble*.

Le politiche monetarie potrebbero avere agito a sostegno delle borse attraverso tre canali. Il primo è rappresentato dai livelli particolarmente bassi raggiunti dai tassi d'interesse a lungo termine; il secondo riflette la possibilità che la crescita innescata dalla politica monetaria stessa abbia portato a una sopravvalutazione della tendenza di medio termine dei profitti delle società quotate; la terza è rappresentata dall'eventualità che la stessa determinazione delle banche centrali possa avere indotto una riduzione del premio al rischio

FIG. 17 – Un secolo a Wall Street: rapporto fra Prezzi e utili corretti per il ciclo



CAPE: Cyclically Adjusted Price Earning Ratio Fonte: Schiller <http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm>

Più di recente, segnali di aumento dei prezzi sono emersi anche dagli andamenti dei mercati immobiliari. Gli incrementi dei prezzi più pronunciati hanno caratterizzato gli Stati Uniti e il Regno Unito, mentre all'interno dell'area euro la situazione è relativamente differenziata, con una fase di crescita dei prezzi più vivace in Germania e Olanda, a fronte di una relativa stabilità in Francia, Spagna e Italia.

8. I rischi della normalizzazione legati all'elevato indebitamento

Il secondo fattore che spinge le banche centrali alla cautela è rappresentato dall'elevato grado di indebitamento, sia privato che pubblico, che caratterizza diverse economie.

In particolare, un punto oggetto di discussione è se la trasmissione della politica monetaria possa essere modificata dall'aumentato rilievo degli oneri per il servizio del debito.

Con riferimento al debito del settore privato si parla esplicitamente di un canale di trasmissione della politica monetaria legato alle variazioni

della spesa per il servizio del debito (BIS, 2017a).

In contesti caratterizzati da debito elevato, variazioni dei tassi d'interesse nominali modificano in misura significativa l'incidenza dell'onere per il servizio del debito e possono modificare i vincoli di liquidità dei soggetti indebitati. Questo comporta che la domanda dei soggetti indebitati possa modificarsi al variare dei tassi d'interesse nominali anche quando i tassi d'interesse reali non variano. Per questa ragione, gli effetti redistributivi fra debitori e creditori legati a variazioni del livello dei tassi d'interesse non sarebbero neutrali dal punto di vista dell'andamento della domanda.

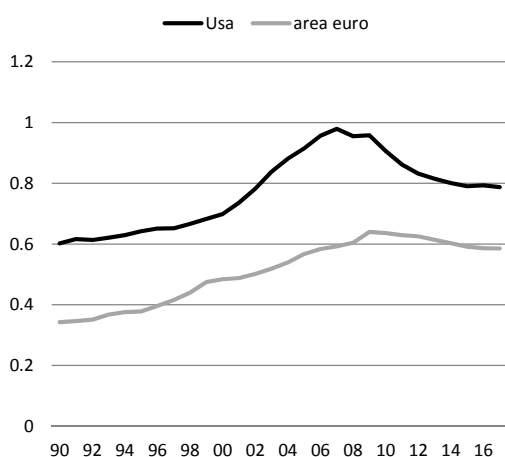
I dati riferiti al debito di famiglie e imprese suggeriscono che la crisi e il lungo periodo di bassi tassi d'interesse non hanno ridimensionato di molto il grado di indebitamento del settore privato (FIGG. 18 e 19).

Negli Stati Uniti il debito complessivo del settore privato è al 150% del Pil, rispetto al 167% del 2007; per il complesso dell'eurozona

siamo attualmente al 163%, un valore addirittura superiore a quello del 2007 (155%).

La situazione all'interno dell'eurozona è poi estremamente variegata. La quota del debito privato sul Pil raggiunge un massimo fra i maggiori paesi nel caso dell'Olanda (230%) e della Francia (188%), seguite dalla Spagna (165%) che comunque ha realizzato una cospicua riduzione nel corso degli ultimi anni. Su livelli inferiori si posizionano invece Italia (117%) e Germania (107%).

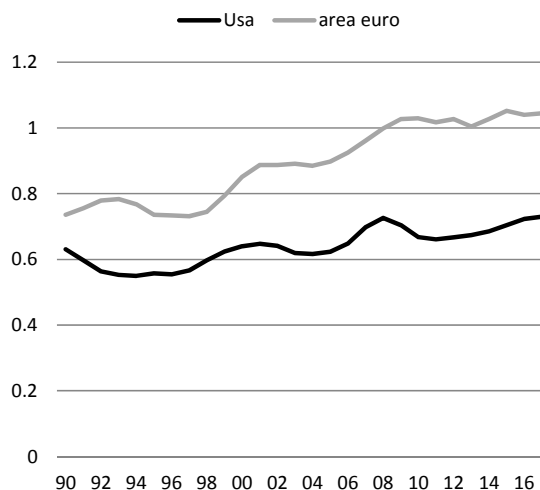
FIG. 18 – Debito delle famiglie: Stati Uniti e area euro



Debito al valore di mercato. Dati in % del Pil, Elaborazioni su dati BIS

Nel complesso, i miglioramenti degli anni scorsi sono stati molto limitati e, quando si sono verificati, questo è dipeso più dai bassi tassi d'interesse che da effettivi incrementi del tasso di risparmio. Si spiega quindi il timore che in presenza di un incremento del costo del servizio del debito soprattutto le famiglie si trovino nella condizione di dovere ridimensionare i consumi.

FIG. 19 – Debito delle imprese: Stati Uniti e area euro

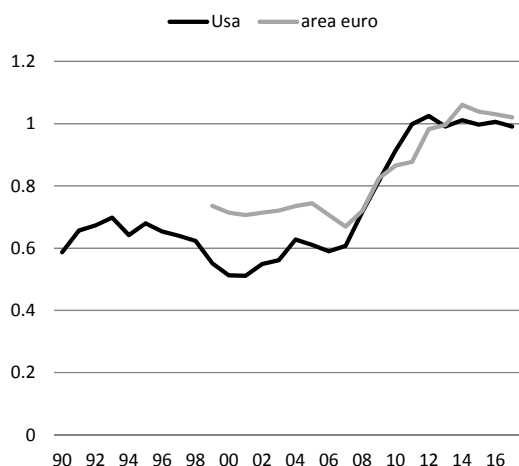


Debito al valore di mercato. Dati in % del Pil, Elaborazioni su dati BIS

Un discorso in parte analogo vale anche per il caso del debito pubblico; per i paesi più indebitati la spesa per interessi rappresenta come noto una voce significativa della spesa pubblica totale. Poiché con sempre maggiore frequenza gli Stati tendono a seguire regole definite sulla base dell'andamento del saldo in quota di Pil (eventualmente correggendone l'andamento per tenere conto del ciclo economico) piuttosto che facendo riferimento alle condizioni di stabilizzazione del debito pubblico, ne deriva che al variare della spesa per interessi, e quindi a seguito di variazioni dei tassi d'interesse nominali, tende a aumentare l'avanzo primario necessario per conseguire un dato obiettivo definito in termini di saldo totale.

Ne consegue quindi il rischio che in alcuni paesi l'aumento dei tassi d'interesse possa vedere potenziati i propri effetti di restrizione sulla domanda interna qualora a ciò si dovessero associare politiche di bilancio più prudenti.

FIG. 20 – Debito pubblico: Stati Uniti e area euro



Debito al valore di mercato. Dati in % del Pil, Elaborazioni su dati BIS

9. Italia “sorvegliato speciale”

Il tema del debito pubblico richiama alla memoria la crisi dei debiti sovrani che ha colpito all’inizio del decennio i paesi della periferia dell’eurozona, e l’Italia in particolare.

Durante gli ultimi anni, a partire dalla svolta del “*whatever it takes*” del 2012, la politica della BCE ha avuto un effetto positivo non solo abbassando il livello dei tassi d’interesse dei paesi del centro, ma anche riducendo il premio al rischio di default per i paesi più fragili, contribuendo a ridurre la spesa per interessi sul debito - con effetti indubbiamente positivi sulla condizioni di sostenibilità delle finanze pubbliche dei paesi della periferia.

Tuttavia, anche dal punto di vista delle finanze pubbliche i paesi dell’eurozona presentano un diverso grado di esposizione al cambiamento di regime della politica monetaria. Gli effetti sarebbero tanto più rilevanti a seconda dell’entità dell’incremento del livello dei tassi, con differenze fra i paesi che rifletterebbero l’entità dell’allargamento dello spread, e la

dimensione dello stock di debito sul Pil di ciascun paese,

La FIG. 21 descrive la spesa per interessi delle economie dell’eurozona (il pallino scuro evidenzia il dato dell’Italia).

Il range dei valori dei diversi paesi è ampio: si va dall’1 per cento del Pil (Finlandia, Germania) al 4 per cento (Italia, Portogallo).

Dalla figura si coglie il ruolo determinante della spesa per interessi nella formazione dei saldi di finanza pubblica delle economie dell’eurozona che, al netto di questa voce sarebbero per lo più in cospicuo avanzo, o evidenzierrebbero al più un modesto deficit (è il caso di Finlandia, Spagna e Francia).

Da questo punto di vista, la posizione dell’Italia all’interno del quadro dell’eurozona è peculiare, proprio perché a seguito del più elevato livello del debito, i suoi conti pubblici sono più sensibili all’andamento dei tassi d’interesse.

La diversa consistenza della spesa per interessi nei paesi dell’area euro può a sua volta essere scomposta in due parti; la prima (FIG. 24) mostra l’ammontare degli interessi che ciascun paese pagherebbe se il debito fosse finanziato ai tassi tedeschi, la seconda (FIG. 25) invece è quella che ciascun paese paga a seguito del differenziale nel costo del debito rispetto alla Germania.

Nel primo caso le differenze sono evidentemente riconducibili al fatto che il rapporto debito-Pil è diverso a seconda dei paesi; nel secondo all’ampiezza dello spread.

La posizione italiana è chiaramente quella più delicata: i maggiori livelli dei tassi legati allo spread, applicati a uno stock di debito più elevato, costano un punto e mezzo di Pil di maggiore spesa per interessi, rispetto a quella che il nostro paese avrebbe avuto con uno spread pari a zero.

FIG. 21 – La spesa pubblica per interessi nelle economie dell'area euro

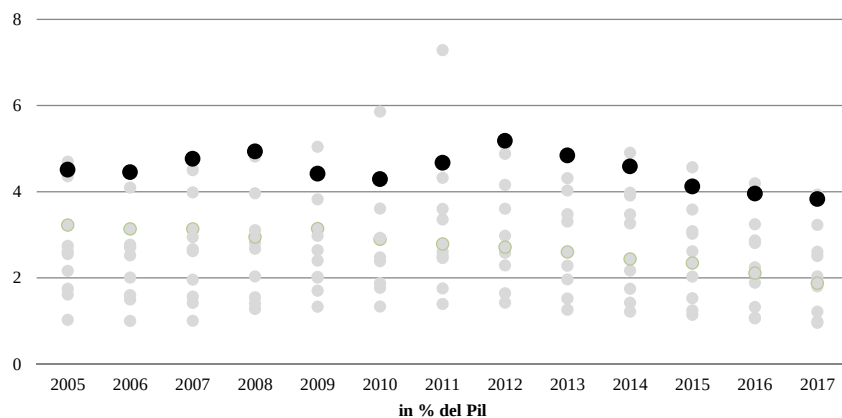


FIG. 22 – La spesa pubblica per interessi a parità di costo del debito

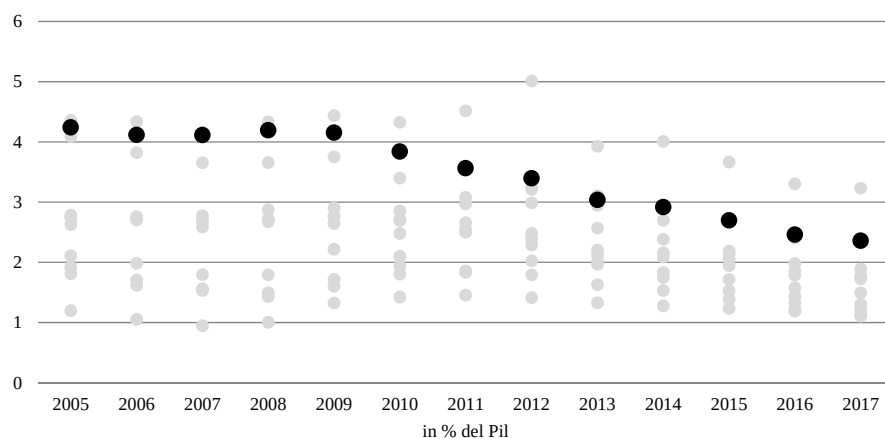
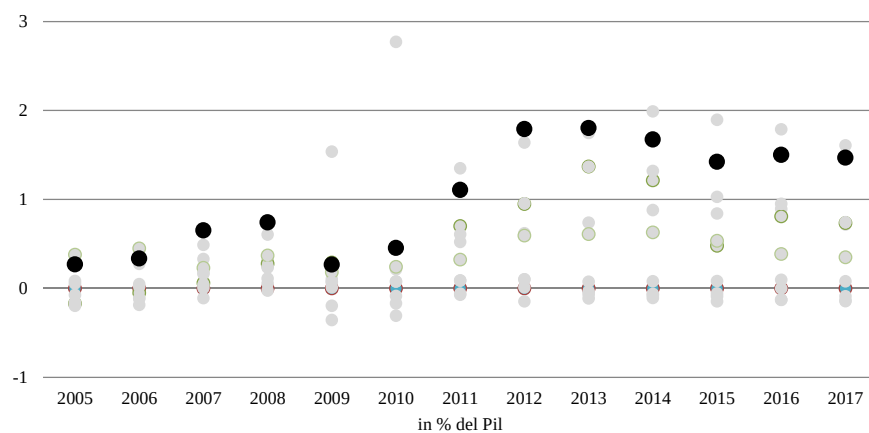


FIG. 23 – La spesa per interessi dovuta allo spread



Elaborazioni su dati European Commission AMECO

Di fatto, se la crisi di inizio decennio non avesse comportato un allargamento dello spread, l'Italia presenterebbe, a parità di politiche, un saldo praticamente in pareggio.

Considerando che le strategie di finanza pubblica dei paesi membri nel corso degli ultimi anni sono state guidate dall'obiettivo di convergenza verso il pareggio di bilancio, ne deriva anche una situazione in cui le stesse regole implicano saldi primari più elevati a fronte di maggiori livelli della spesa per interessi sul debito. Aumenti della spesa per interessi possono richiedere quindi livelli più elevati del saldo primario, determinando un mix – tassi d'interesse più alti e politica di bilancio più restrittiva – particolarmente penalizzante.

L'ipotesi di un aumento dei tassi europei, eventualmente accompagnata da un allargamento degli spread, definisce pertanto uno scenario particolarmente sfavorevole ai paesi della periferia europea, Italia e Portogallo innanzitutto. Rinviamo al CAP. 3 in questo rapporto per alcune simulazioni degli impatti di uno shock sui tassi d'interesse europei sull'evoluzione del debito delle diverse economie dell'area euro, è comunque chiaro come da questo punto di vista la posizione italiana risulti vulnerabile rispetto all'eventualità di una revisione del livello dei tassi d'interesse.

10. Maneggiare con cautela

Alla luce del quadro descritto, è comprensibile l'estrema cautela delle banche centrali nel procedere nella fase di normalizzazione delle politiche.

Di fatto, l'approccio prevalente è stato sinora quello di modificare in maniera molto graduale l'impostazione della politica monetaria. Si è parlato al proposito di restrizioni “dovish”,

proprio per sottolineare l'intento di riassicurare i mercati.

Al momento le politiche si articolano secondo i seguenti passaggi.

La Fed aveva iniziato la prima fase del processo di normalizzazione della politica monetaria a fine 2013 avviando quindi una fase di riduzione degli acquisti mensili di titoli di 10 miliardi di dollari al mese sino al mese di ottobre 2014.

A ottobre scorso la Fed ha avviato la seconda fase della normalizzazione stabilendo dei limiti al reinvestimento dell'ammontare dei titoli in scadenza ogni mese, avviando quindi il cosiddetto *quantitative tightening*.

I tassi d'interesse ufficiali, che hanno già subito cinque rialzi, sono attesi aumentare altre tre volte nel corso dell'anno. Tuttavia, solo a fine 2018 i tassi di policy assumeranno un valore positivo in termini reali.

La Boj invece dovrebbe continuare nella propria politica di acquisti di titoli di entità significativa.

La Bce a novembre scorso ha aumentato i tassi d'interesse di un quarto di punto, senza modificare il programma di acquisti di titoli.

Nel caso dell'eurozona l'avvio del processo di normalizzazione della politica monetaria è più recente. La BCE lo scorso ottobre ha esteso il programma di acquisti di titoli sino a settembre 2018, ma dimezzando l'ammontare di acquisti mensili netti a 30 miliardi a partire da gennaio scorso. Le dichiarazioni della BCE hanno anche confermato la disponibilità a espandere nuovamente la dimensione degli acquisti nell'eventualità di un deterioramento delle condizioni economiche. Inoltre, non è minimamente all'orizzonte l'avvio del processo di aumento del livello dei tassi d'interesse.

Di fatto, quindi, la normalizzazione della politica monetaria europea è solo agli inizi, e prima di vedere una vera risalita del livello dei tassi d'interesse dovrà passare molto tempo;

peraltro solo a condizione che l'attività economica e il tasso d'inflazione dell'area continuino nella fase di recupero.

Nel complesso, quindi, il quadro delle politiche monetarie conferma come vi sia consapevolezza dell'esigenza di procedere molto gradualmente nella fase di normalizzazione delle politiche.

Nonostante l'inversione di tendenza delle politiche monetarie, il fatto che i tassi a lunga abbiano reagito poco e che la fase di esuberanza dei mercati azionari – al netto di quanto accaduto nelle ultime settimane – sia proseguita, ha comportato che le condizioni finanziarie globali non siano diventate più restrittive. Questo vale anche negli Stati Uniti dove l'impatto restrittivo dei rialzi delle Fed ha trovato compensazione nella forza del mercato azionario e nel deprezzamento del tasso di cambio del dollaro.

In conclusione, i rischi legati al processo di normalizzazione delle politiche monetarie non sono piccoli. La consapevolezza di questi rischi si sta traducendo in comportamenti estremamente cauti delle banche centrali.

Questo non basta però per fornire risposte definitive alle incognite legate al processo di normalizzazione delle politiche. La vulnerabilità del sistema a uno scenario di tassi d'interesse crescenti suggerisce che eventuali cambiamenti nel quadro macroeconomico che dovessero modificare il livello dei tassi – ad esempio un aumento dell'inflazione o un allargamento del premio al rischio – potrebbero impattare sulla domanda aggregata riportando le maggiori economie avanzate rapidamente in condizioni prossime alla deflazione.

Da questo punto di vista per l'Italia si annunciano sfide importanti: il coordinamento con le autorità europee diverrà sempre più rilevante in un contesto in cui gli scenari politici si modificano rapidamente e in vista di un

avvicinamento alla guida della BCE. In poco tempo le politiche europee potrebbero ritornare a seguire modelli meno cooperativi e sfavorevoli alle economie della periferia europea.

Riferimenti bibliografici

Banca d'Italia (2017) Financial Stability Report, 2, November

Baker S. R, Bloom N., Davis S. (2016) Measuring Economic Policy Uncertainty <http://www.policyuncertainty.com>

BIS (2017) BIS Quarterly Review, december

BIS (2017, a) Is there a debt service channel of monetary transmission? In BIS (2017)

Claeys G., Demertzis M. (2017) How should the European Central Bank “normalize” its monetary policy? Bruegel Policy Contribution, n, 31

Federal Reserve (2017) The Economic Outlook, discorso del Presidente Ben Bernanke del 22 maggio

IMF (2017) Global Financial Stability Report, 17, October

OECD (2017) Resilience in a time of high debt, Economic outlook, November

2. IL FUNDING DELLE BANCHE ITALIANE TRA NORMALIZZAZIONE DELLA POLITICA MONETARIA E NUOVI REQUISITI*

1. Obiettivi e struttura del lavoro

Dalla crisi finanziaria in poi la struttura del funding delle banche ha subito notevoli trasformazioni, determinate da due fattori di contesto trainanti: la politica monetaria e la regolamentazione.

La politica monetaria, attraverso il tono estremamente espansivo assunto nel tempo e tramite l'adozione di strumenti non convenzionali, ha generato un effetto di sostituzione/spiazzamento del mercato interbancario e per certi aspetti anche del mercato del *funding* a medio termine. I principali passaggi di questa evoluzione sono stati l'adozione della piena aggiudicazione (*Full Allotment*) nell'ottobre 2008, l'estensione della durata delle LTRO, in particolare con le due operazioni a 36 mesi di fine 2011 – inizio 2012, la realizzazione delle TLTRO-I e delle TLTRO-II, l'*Expanded Asset Purchase Program* (EAPP).

La regolamentazione, soprattutto per effetto delle regole contenute nel nuovo framework di gestione delle crisi bancarie sta guidando un ridisegno del *funding mix* delle banche. Rilevano anche, nella rimodulazione del *funding mix* e nella generazione e nelle prospettive di riassorbimento degli eccessi di liquidità fattori di offerta e di domanda collegati alla struttura dei tassi e agli impatti sul margine di interesse e, in prospettiva, sul rischio di trasformazione delle scadenze assunto dalle banche nonché gli effetti sulla domanda di strumenti di debito bancario in seguito ai noti casi di crisi.

I principali fenomeni indotti su liquidità e raccolta delle banche dal combinato operare dei due elementi di contesto suddetti sono:

- ricorso al rifinanziamento BCE e inaridimento del mercato interbancario;
- eccesso di liquidità soprattutto nella fase più recente;
- crescita dei depositi a vista a seguito del calo del costo opportunità di detenere liquidità;
- riduzione delle obbligazioni, per effetto della fiscalità e del *bail-in*.

Una parte significativa di questi effetti rappresenta, come vedremo, una specificità del caso italiano.

I fattori monetari e regolamentari hanno contribuito non solo a ridisegnare la struttura della liquidità e del *funding* delle banche ma anche a contenerne il costo, attraverso i bassi tassi di interesse assicurati dalla politica monetaria espansiva accompagnati dalla ricomposizione dell'aggregato per forme tecniche, per effetto delle preferenze dei risparmiatori, dell'interventismo della banca centrale, dei cambiamenti nella fiscalità e nella gerarchia dei creditori in caso di crisi.

In prospettiva, l'effetto combinato del percorso di normalizzazione della politica monetaria, avviato col programma di *tapering* annunciato dalla BCE, e del perfezionamento delle prescrizioni con riferimento alla raccolta *eligible* per il MREL e il TLAC, insieme alla prevista risalita dei tassi rappresentano per le banche elementi di cambiamento della politica di raccolta. Un punto di attenzione, nel valutare gli impatti sulle politiche di raccolta delle banche, è la successione temporale dei suddetti elementi di cambiamento. Obiettivo del lavoro è dapprima ricostruire l'evoluzione intercorsa negli ultimi dieci anni nel *funding mix* delle banche italiane in modo da poterne poi delineare le prospettive future, in

* A cura di Elisa Coletti e Rossella Locatelli.

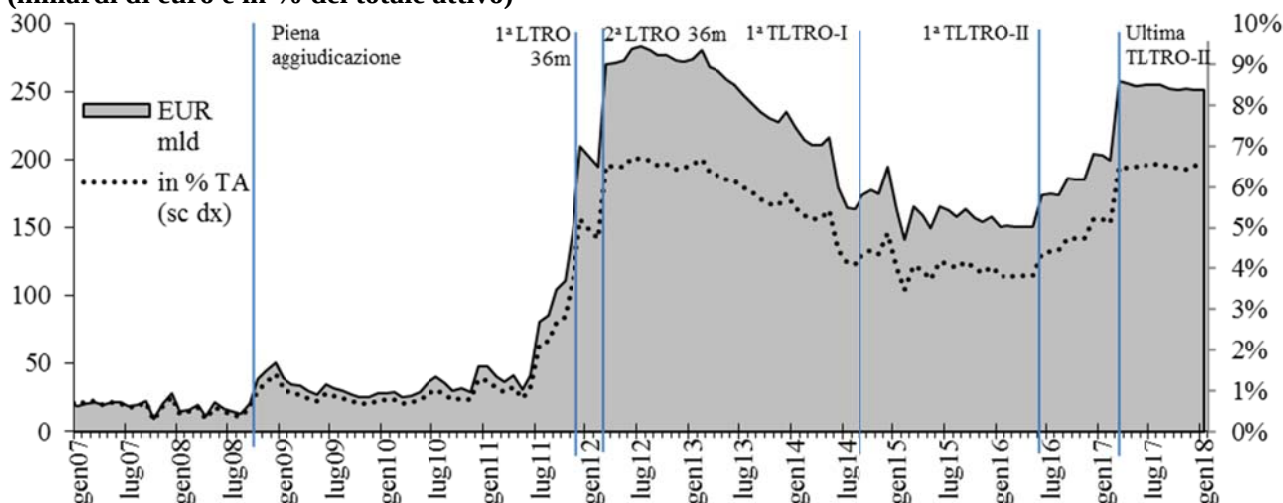
termini di strategie di composizione e costo dello stesso, alla luce della progressiva normalizzazione della politica monetaria e della necessità delle banche di costituire gradualmente cuscinetti di passività in grado di assorbire le perdite, in ottemperanza ai requisiti MREL / TLAC e di mantenere il bilanciamento dei coefficienti di liquidità (LCR e NSFR).

Il contributo è strutturato in due parti. La prima (par. 2 e 3) ricostruisce l'evoluzione del funding mix negli ultimi dieci anni a partire dalla crisi finanziaria e attraverso le varie fasi succedutesi nel tempo. La seconda (par. 4, 5 e 6) delinea le prospettive del funding mix alla luce del graduale processo di normalizzazione della politica monetaria e di adeguamento delle banche al nuovo requisito MREL. Nel far ciò, ci si propone di indagare non solo le tendenze di sistema ma anche, ove possibile, la segmentazione e polarizzazione delle banche sulla base della loro dimensione.

2. Il contributo del rifinanziamento BCE all'evoluzione del funding mix delle banche

Nel corso dei dieci anni dall'esordio della crisi finanziaria ad oggi l'impatto della politica monetaria sulle trasformazioni della struttura del funding delle banche si è esplicato da un lato via quantità, dall'altro via tassi. All'inizio della crisi finanziaria, in aggregato le banche italiane non hanno manifestato rilevanti tensioni sulla liquidità e sul funding, non essendo esposte direttamente ai rischi degli attivi tossici. Con l'introduzione da parte della BCE nell'ottobre 2008 della piena aggiudicazione sulle operazioni di rifinanziamento, anche per le banche italiane è aumentato l'utilizzo del funding dall'Eurosistema. Nel grafico in FIG. 1 è riportato l'andamento del ricorso ad operazioni di rifinanziamento presso l'Eurosistema delle banche italiane che, come si può osservare, è raddoppiato, dallo 0,6% del totale attivo registrato in media nel 2006-07 all'1,2% circa dell'ultimo trimestre 2008, per poi stabilizzarsi allo 0,9% dell'attivo negli anni 2009-10.

FIG. 1 – Ricorso alle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema da parte delle banche italiane (miliardi di euro e in % del totale attivo)



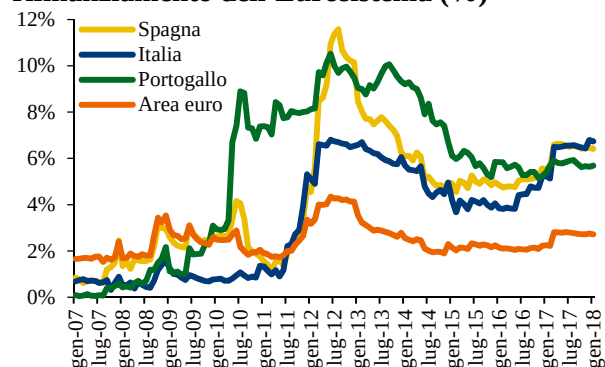
Fonte: Banca d'Italia

Nel 2011, con l'intensificarsi della crisi del debito sovrano, il ricorso al rifinanziamento BCE da parte delle banche italiane è progressivamente aumentato salendo al 2% dell'attivo nel luglio di quell'anno. L'estensione della durata delle operazioni LTRO, dai tre mesi convenzionali ai 12 mesi e poi ai 36 mesi nel dicembre 2011 – febbraio 2012 ha determinato un punto di svolta, assicurando alle banche funding a medio termine al tasso favorevole delle operazioni di rifinanziamento principale (MRO). L'ampliamento della disponibilità di garanzie attraverso la revisione dei criteri di ammissibilità, deciso dalla BCE nel dicembre 2011, ha contribuito ad accrescere le possibilità per le banche di accedere al rifinanziamento dall'Eurosistema. Per effetto delle due operazioni LTRO a 36 mesi, l'utilizzo da parte delle banche italiane è salito al 6,5% del totale attivo e a 270 miliardi a marzo 2012. Già nell'autunno 2011 le banche italiane avevano fatto ricorso alle LTRO a 1 anno, poi in gran parte sostituite con le LTRO a 36 mesi (FIG. 1).

Il funding BCE a più lungo termine ha consentito di rifinanziare il debito obbligazionario in scadenza, segnatamente per le banche con minori possibilità di accesso al mercato istituzionale in una fase, come quella del 2011-12, in cui il costo del funding delle banche italiane era aumentato considerevolmente per l'impatto del rischio sovrano. È stato dunque inizialmente un elemento di convenienza economica a guidare la domanda di rifinanziamento presso BCE, e poi anche l'esigenza di rifinanziare obbligazioni in scadenza in un contesto di difficoltà di assorbimento da parte del mercato. Successivamente, già dal 2013 le banche italiane hanno proceduto ad un graduale rimborso del rifinanziamento BCE, grazie alle migliorate condizioni di accesso al mercato e utilizzando la possibilità di rientro anticipato dopo un anno. Tuttavia, l'incidenza del rifinanziamento

BCE non è mai scesa sotto il 3,5% toccato nel febbraio 2015, corrispondente a un valore di 141 miliardi, restando quindi più elevata dei valori pre-crisi. Inoltre, con l'introduzione, nell'ambito del *credit easing package*, delle operazioni mirate di rifinanziamento dal settembre 2014, e segnatamente con le TLTRO II dal giugno 2016, intese a finanziare nuovi prestiti e a sostituire strumenti di debito più costosi, il ricorso al rifinanziamento è tornato a salire fino a 250 miliardi e al 6,5% dell'attivo di sistema nel marzo 2017. Con le operazioni più recenti, la consistenza del rifinanziamento dall'Eurosistema è giunta ad approssimare i livelli visti ai picchi nel 2012-13. In questa fase, in particolare, il comportamento delle banche italiane si differenzia da quello osservato nel complesso dell'area euro e in altri sistemi bancari colpiti dalla crisi dei debiti sovrani, dove con le TLTRO-II il ricorso al rifinanziamento BCE pur essendo aumentato, è rimasto decisamente inferiore ai massimi del 2012-13 (FIG. 2).

FIG. 2 – Incidenza sul totale attivo del rifinanziamento dell'Eurosistema (%)



Fonte: BCE e nostre elaborazioni

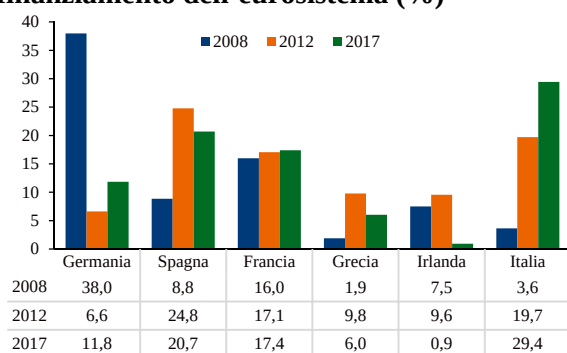
La quota del sistema bancario italiano sul complesso del rifinanziamento aggiudicato nell'Eurozona è infatti salita dal 20% circa del 2012 al 29-30% con le TLTRO-II (FIG. 3). Diverso è il caso delle banche spagnole, che nel



2012 avevano raggiunto un picco del ricorso al rifinanziamento, pari a oltre l'11% del totale attivo, incidenza ridottasi fino al livello del 5% segnato nel 2015-16 e risalita al 6,5% nel 2017 con le TLTRO-II (FIG. 2).

L'effetto cumulato osservato negli ultimi dieci anni è un aumento del contributo del rifinanziamento dall'Eurosistema dall'1,2% della raccolta complessiva delle banche italiane nel 2007 al 10,1% nel 2012 e al 9,5% nel 2017 (TAB. 1).

FIG. 3 – Quote di alcuni sistemi bancari sul rifinanziamento dell'eurosistema (%)



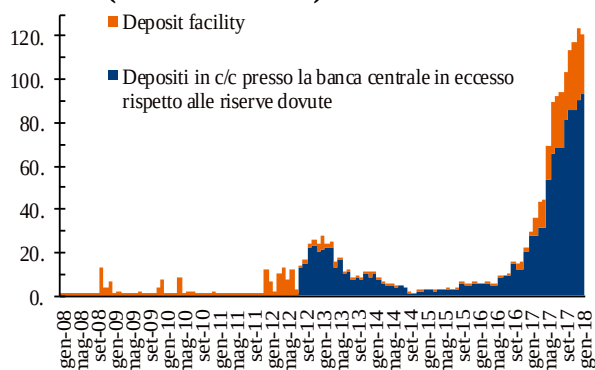
Fonte: BCE e nostre elaborazioni

Dalla fase più acuta della crisi del debito sovrano l'utilizzo del rifinanziamento BCE da parte delle banche italiane è sempre stato superiore alla media dell'area euro e dei principali paesi, in termini di incidenza sul totale di bilancio, a eccezione della Spagna. Per le banche italiane vigilate dalla BCE, a settembre 2017 il funding da banche centrali rappresentava il 9,7% delle passività (incluso il patrimonio netto), una quota più che doppia rispetto alla media del SSM e seconda solo a quella della Grecia (TAB. 2).

Più di recente, è emerso con rilevanza anche per le banche italiane il fenomeno della liquidità in eccesso che in precedenza aveva interessato solo marginalmente il nostro sistema. Ciò si verifica in presenza di una più bilanciata distribuzione della liquidità in eccesso tra paesi, in passato

concentrata nei sistemi bancari tedesco, francese e olandese. La liquidità in eccesso detenuta dalle banche italiane è da metà 2016 in rapido aumento e ha raggiunto alla fine del 2017 il valore di 124 miliardi, calcolato come somma dei depositi overnight presso l'Eurosistema e delle giacenze del conto corrente presso la banca centrale eccedenti l'obbligo di riserva (FIG. 4). La cifra raggiunta rappresenta a novembre 2017 il 6,7% del totale riferito all'intero Eurosistema, dall'1% circa di metà 2016 (Banca d'Italia, 2017b). L'incremento ha riguardato anche le banche più piccole (Banca d'Italia, 2017b). Diversi sono i driver possibili dell'eccesso di liquidità, che possono essere distinti in termini di quantità e di tasso. Dal lato delle quantità, nella fase più recente possono aver influito le TLTRO-II, l'EAPP e, nel caso specifico delle banche italiane, l'afflusso di depositi per *flight-to-quality* dagli istituti in crisi a quelli più solidi. Dal lato del costo-opportunità, all'aumento della liquidità in eccesso ha contribuito in modo determinante la riduzione dei tassi di mercato sui pronti contro termine overnight con collaterale italiano, divenuti da metà 2016 inferiori al tasso della *deposit facility* come già verificatosi in precedenza per altri paesi quali la Germania e la Francia e dal 2016 anche per la Spagna (si veda Banca d'Italia 2017b). Il differenziale negativo tra i tassi repo e quello della *deposit facility* giustifica la detenzione di liquidità in eccesso anche per le banche italiane.

FIG. 4 – Eccesso di liquidità delle banche italiane (miliardi di euro)



Fonte: Banca d'Italia

3. Le trasformazioni nella struttura e nelle forme della raccolta da clientela

Negli ultimi dieci anni anche la raccolta da clientela ha subito notevoli trasformazioni,

essenzialmente per effetto del calo dei tassi di interesse a cui si è accompagnata l'evoluzione regolamentare e del contesto di manifestazione e gestione delle crisi bancarie, che ha influito direttamente sulla componente obbligazionaria.

Come noto le banche italiane si sono sempre caratterizzate per basare la propria attività su fonti stabili di raccolta al dettaglio e per essere poco dipendenti dal funding all'ingrosso, più volatile e prociclico. Altra caratteristica nota riguarda la considerevole quota di raccolta composta da strumenti obbligazionari che in passato sono stati collocati presso la clientela al dettaglio. Nella tabella 1 è riportata l'evoluzione della composizione della raccolta delle banche italiane.

TAB. 1 – Evoluzione del funding mix delle banche italiane 2007-2017, dati individuali (%)

	dic-07	dic-08	dic-09	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17
Banca centrale	1.2%	2.1%	1.0%	2.0%	7.9%	10.1%	9.2%	7.6%	6.1%	7.8%	9.5%
Depositi banche italiane e area euro	28.5%	28.3%	27.2%	22.1%	21.4%	18.5%	19.1%	20.7%	21.9%	20.6%	21.0%
di cui: infragruppo								11.2%	15.4%	14.7%	14.6%
di cui: non infragruppo								9.5%	6.4%	6.0%	6.4%
Depositi clientela ordinaria residente (*)	40.6%	40.0%	41.7%	44.3%	41.6%	44.0%	46.2%	48.6%	50.9%	53.2%	54.4%
di cui c/c	25.6%	25.3%	28.0%	29.5%	27.0%	26.7%	28.3%	31.3%	34.1%	37.7%	39.8%
di cui: con durata prestabilita (**)	2.0%	2.3%	2.4%	2.4%	3.2%	6.0%	6.4%	5.7%	5.1%	4.0%	3.4%
Obbligazioni (***)	20.8%	21.4%	22.1%	23.4%	22.7%	21.1%	19.8%	17.6%	15.6%	12.7%	10.4%
Banche resto del mondo	6.9%	5.9%	5.6%	5.5%	3.7%	4.1%	3.1%	3.2%	3.1%	3.1%	2.5%
Altri esteri	2.1%	2.2%	2.3%	2.6%	2.6%	2.3%	2.6%	2.3%	2.6%	2.6%	2.3%
Totale	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Note: (*) esclusi depositi con controparti centrali e passività in contropartita dei prestiti ceduti e non cancellati; (**) escluse passività in contropartita dei prestiti ceduti e non cancellati; (***) escluse obbligazioni detenute in portafoglio dalle banche.

Fonte: nostre elaborazioni su dati Banca d'Italia e BCE.

A fronte di un incremento del peso delle passività verso la Banca Centrale (da 1,2% nel 2007 a 9,5% a fine 2017), i depositi da clientela hanno mostrato una buona resilienza anche nei momenti più critici, riportando un andamento leggermente in calo solo nella fase della crisi del debito

sovrano, in particolare tra fine 2010 e inizio 2012. Durante il periodo di maggior difficoltà di accesso alla raccolta sul mercato, le banche hanno rimodulato l'offerta verso i depositi a tempo, tramite la leva del tasso. Nel 2012, i depositi con durata prestabilita sono cresciuti repentinamente e



a un ritmo molto forte, arrivando in due anni ad un volume quasi triplicato, dai circa 60 miliardi del 2011, ai 170 circa del 2013. A questa dinamica si è contrapposta la flessione dei conti correnti, tra fine 2010 e fine 2012. Più di recente, l'abbondante liquidità disponibile nel sistema economico a seguito dell'EAPP e il calo del costo opportunità di detenere giacenze a vista hanno sostenuto la crescita dei conti correnti bancari. I conti correnti, che rappresentavano circa un quarto del funding complessivo delle banche nel 2007-08, sono arrivati a determinarne quasi il 40% a fine 2017 (si veda TAB. 1). Considerando l'intero arco degli ultimi dieci anni, ma soprattutto il periodo dal 2012 in poi, il complesso dei depositi da clientela è diventato sempre più rilevante per il funding delle banche italiane, fino a rappresentare il 54,4% dal 41% del 2007.

Il confronto nell'ambito dell'Unione Bancaria mostra una situazione differenziata tra le banche significative dei paesi membri (TAB. 2), col caso

tedesco che spicca per il basso apporto al funding dei depositi da clientela ordinaria. Per le banche italiane, il peso dei depositi da imprese e famiglie sul totale di bilancio risulta invece superiore al complesso del SSM e della Francia, ancorché di poco. Diversamente, per Spagna, Paesi Bassi, Irlanda e Portogallo, il contributo dei depositi da famiglie e imprese appare più consistente ma va ricordato che per l'Italia tale confronto è fortemente influenzato dal peso ancora elevato delle obbligazioni bancarie detenute dalla clientela retail, di cui si dirà oltre. Va peraltro notato che l'incidenza delle obbligazioni è, per le banche italiane, complessivamente al di sotto della media europea (15,2% contro 17,1%, con punte particolarmente elevate nel caso di Belgio e Paesi Bassi). La quota delle obbligazioni subordinate è per le banche del SSM italiane un po' superiore al valore medio europeo (1,9% contro 1,3%).

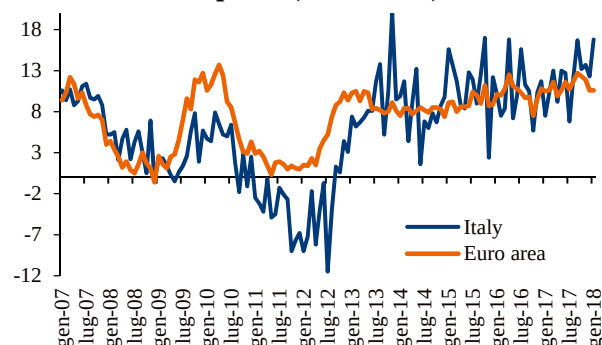
TAB. 2 – Composizione del passivo delle banche del SSM a settembre 2017, dati consolidati

	Totale SSM	Belgio	Germania	Irlanda	Grecia	Spagna	Francia	Italia	Paesi Bassi	Portogallo
Depositi	62.3%	58.7%	54.4%	74.7%	80.0%	71.8%	58.3%	68.1%	61.7%	79.3%
Banche centrali	4.4%	2.3%	2.1%	2.6%	16.1%	6.9%	3.6%	9.7%	2.6%	6.5%
Pubblica amministrazione	2.3%	2.7%	4.1%	1.1%	3.1%	2.9%	1.2%	2.4%	0.8%	3.0%
Istituzioni creditizie	7.5%	11.6%	13.8%	5.4%	5.1%	6.8%	5.2%	6.3%	3.6%	3.9%
Altre società finanziarie	9.8%	8.3%	12.0%	7.3%	2.9%	7.2%	11.2%	9.1%	8.5%	3.7%
Società non-finanziarie	12.2%	8.6%	8.5%	22.2%	10.6%	13.1%	13.3%	12.9%	13.3%	14.2%
Famiglie	26.1%	25.2%	13.9%	36.0%	42.3%	34.9%	23.8%	27.7%	32.9%	47.9%
Obbligazioni	17.1%	23.6%	19.7%	6.1%	0.4%	11.7%	17.1%	15.2%	25.9%	6.1%
di cui: subordinate	1.3%	0.8%	0.8%	1.3%	n.d.	1.6%	1.2%	1.9%	2.0%	n.d.
Derivati	7.6%	10.2%	11.9%	1.8%	2.9%	4.1%	9.7%	4.0%	4.8%	1.2%
Altre passività	6.3%	2.1%	n.d.	4.1%	3.6%	4.9%	8.6%	5.0%	2.1%	4.1%
Patrimonio netto	6.7%	5.5%	5.5%	13.3%	13.2%	7.5%	6.3%	7.7%	5.5%	9.3%
Totale passività e patrimonio netto	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Fonte: nostre elaborazioni su dati BCE, bilanci consolidati di 114 banche.

Un fenomeno particolarmente interessante e peculiare nel panorama di abbondante liquidità degli anni recenti è rappresentato dalla notevole crescita dei conti correnti delle imprese. Dal 2013 le giacenze sui conti delle imprese in Italia sono aumentate al ritmo medio del 10,2% a/a e di 109 miliardi nei cinque anni terminanti a dicembre 2017. La forte crescita dei conti correnti delle imprese non è circoscritta al caso italiano, ma è riscontrabile in generale nell'area euro, dove in media l'aumento nei cinque anni è stato del 9,6%, con alcuni paesi persino più dinamici dell'Italia, come la Francia e la Spagna (rispettivamente +12,9% a/a e +13,6% medio dal 2013 al 2017, elaborazioni su dati di fonte BCE) e ancor più l'Irlanda e il Portogallo (+16,7% a/a e +15,5% nell'ordine). Solo poco più moderata della media dell'Eurozona è risultata la crescita in Germania (+8,2%). Il grafico seguente evidenzia che negli ultimi anni i conti correnti delle società non finanziarie italiane sono cresciuti in linea con la media dell'area euro, benché con maggiori oscillazioni. A ulteriore conferma che il fenomeno italiano non è isolato, ma coerente con una tendenza diffusa al resto dell'area euro, la TAB. 2 mostra che il peso dei depositi delle imprese sul passivo dei gruppi bancari italiani vigilati direttamente dalla BCE è in linea con quello medio del complesso delle banche del SSM (12,9% a settembre 2017 nel caso italiano, 12,2% per tutte le banche del SSM).

FIG. 5 – Andamento 2007-gen 2018 dei conti correnti delle imprese (var. % a/a)



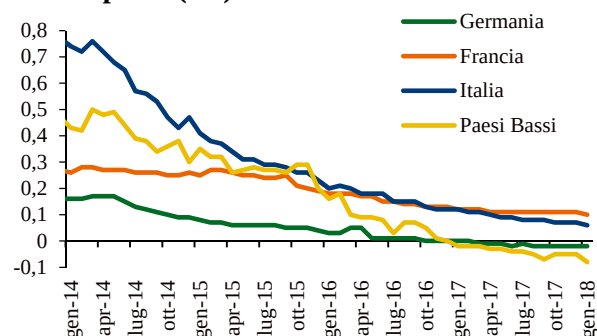
Fonte: BCE

Diversi fattori possono aver contribuito a un così elevato incremento delle disponibilità liquide delle imprese in giacenza presso le banche, quali l'incertezza soprattutto in alcuni paesi e fasi del contesto economico e finanziario più recente, che porta a detenere liquidità a fini precauzionali e a rimandare gli investimenti. Oltre a ciò, un fattore chiave è rappresentato dal calo notevole del costo opportunità della liquidità stanti i tassi d'interesse ai minimi storici. Uno studio recente sulle determinanti della liquidità delle imprese italiane nel periodo 2002-15 ha documentato l'aumento della disponibilità di attività liquide dal 2011 mostrando la relazione soprattutto con fattori macroeconomici comuni a tutte le imprese. Tra questi, è emersa in particolare una forte correlazione col calo del costo opportunità di detenere liquidità (Dottori e Micucci, 2018). Tale analisi non indaga gli impatti diretti delle misure non convenzionali di politica monetaria sulla liquidità delle imprese.

Tuttavia, in un orizzonte temporale più recente, anche gli strumenti di *credit easing* della BCE, soprattutto le TLTRO e in misura più circoscritta anche l'EAPP, in particolare il Corporate Sector Purchase Programme – CSPP, hanno favorito l'accumulo di liquidità delle imprese, seppur indirettamente. Come noto, la disponibilità per le banche di funding a medio-lungo termine a

condizioni molto favorevoli tramite le TLTRO ha sostenuto l'offerta di prestiti, con la trasmissione dei minori costi del funding ai tassi offerti sui finanziamenti alle imprese. Ne è conseguito un aumento dell'offerta in presenza di scarsa domanda, circostanza che ha favorito il pre-funding da parte delle imprese e la conseguente accumulazione di liquidità. Inoltre, l'ampliamento del programma di acquisti definitivi allo specifico segmento dei titoli corporate (CSPP), avviato nel giugno del 2016, ha avuto l'effetto di incentivare le imprese al ricorso al mercato del debito a condizioni di tasso divenute particolarmente favorevoli. Anche per tale via, considerata la buona domanda di titoli *corporate* esistente sul mercato a seguito degli acquisti definitivi della BCE, le imprese potrebbero essere state indotte ad anticipare il proprio funding rispetto all'effettivo utilizzo, con la conseguente necessità di depositare temporaneamente considerevoli risorse sui conti correnti. A gennaio 2018 la consistenza dei titoli corporate nel bilancio BCE ammontava a 137 miliardi, acquistati sul mercato secondario e primario da giugno 2016. Sulla base dei dati a inizio giugno 2017, circa il 55% dei titoli corporate detenuti dalla BCE è stato emesso nel 2016 e nella prima parte del 2017 e l'11% è italiano (ECB, 2017a). Alla luce delle ampie disponibilità liquide si giustifica la decisione di alcune banche dell'area euro di applicare tassi negativi ai depositi in conto corrente delle imprese. Le statistiche armonizzate dell'Eurosistema da inizio 2017 mostrano tassi negativi sui conti correnti delle imprese in Germania e nei Paesi Bassi (-0,02% e -0,08% rispettivamente a gennaio 2018). Nel caso italiano, in aggregato il tasso medio è ancora lievemente positivo, pari a 0,06% a gennaio 2018 (FIG. 6).

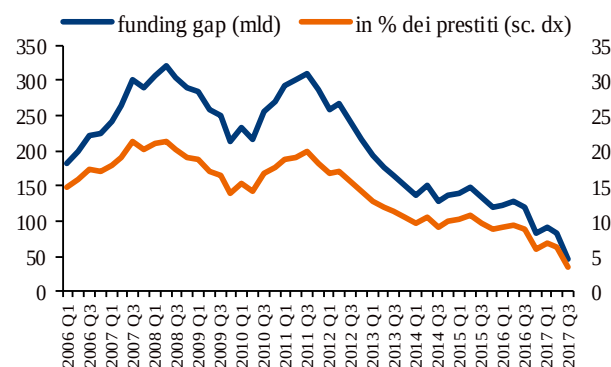
FIG. 6 – Tassi sui conti correnti di deposito delle imprese (%)



Fonte: BCE

Grazie alla forte crescita dei depositi da famiglie e imprese, contestualmente alla debolezza dei prestiti, e nonostante la contrazione dei volumi delle obbligazioni collocate al dettaglio, di cui si dirà oltre, il *funding gap* delle banche italiane si è ridotto in misura molto rilevante dal 2012 in poi tanto che non rappresenta più un elemento di criticità. A settembre 2017 la quota di prestiti non finanziata dalla raccolta al dettaglio era pari a soli 47 miliardi e al 3,6%, sbilancio decisamente ridotto rispetto al 2008 e al 2011, quando erano stati raggiunti valori superiori ai 300 miliardi e al 21% dei prestiti (quest'ultimo valore nei primi due trimestri del 2008).

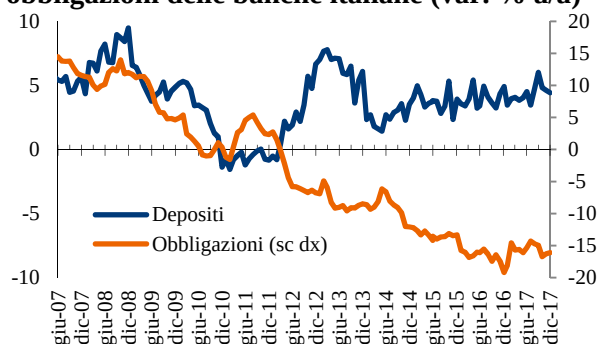
FIG. 7 – Funding gap delle banche italiane; dati trimestrali in miliardi di euro e in %



Fonte: Banca d'Italia

All'opposto rispetto alla crescita sostenuta e costante dei conti correnti, dal 2012 si è assistito alla flessione del contributo della raccolta obbligazionaria, la cui consistenza registra una forte caduta senza soluzione di continuità, dopo una lunga fase di espansione proseguita anche durante gli anni della crisi finanziaria.

FIG. 8 – Evoluzione dei depositi e delle obbligazioni delle banche italiane (var. % a/a)

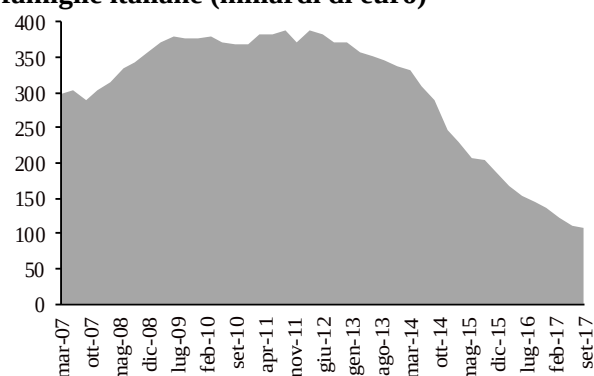


Fonte: Banca d'Italia

Questa tendenza delle obbligazioni è determinata dall'inesorabile declino di quelle collocate presso la clientela retail, che sono state tradizionalmente una stabile fonte di raccolta a medio-lungo termine per le banche italiane. La perdita di appeal dello strumento per gli investitori al dettaglio è iniziata nel gennaio 2012, con l'aumento della tassazione delle rendite finanziarie dapprima dal 12,5% al 20% e poi al 27% nel luglio 2014. Successivamente, ad accentuare la perdita di interesse verso lo strumento hanno contribuito le nuove regole di gestione delle crisi, con l'introduzione del *burden sharing* e del *bail-in* nonché le perdite subite sulle obbligazioni subordinate di alcune banche sottoposte a procedure di soluzione delle crisi. Dal punto di vista degli emittenti, va anche osservato che gli interventi di politica monetaria della BCE hanno fornito alle banche alternative di funding a medio-lungo termine a costi più vantaggiosi rispetto alle

fonti di raccolta tradizionali, quali le obbligazioni ma anche i depositi a tempo. L'effetto combinato di questi fattori è un contributo delle obbligazioni al funding delle banche che si è dimezzato in dieci anni, dal 21% del 2007 al 10,4% del 2017 (TAB. 1). In particolare, le obbligazioni bancarie detenute dalle famiglie a fine 2017 risultano ridotte a quasi un quarto dello stock di inizio 2012 (a 109 miliardi a settembre 2017 da 389 di marzo 2012, FIG. 9).

FIG. 9 – Obbligazioni bancarie detenute dalle famiglie italiane (miliardi di euro)



Fonte: BCE

Ciononostante, per le banche italiane la quota di titoli collocati presso le famiglie sul totale delle obbligazioni resta ancora molto elevata nel confronto europeo, pari a circa un terzo a settembre 2017 (escluse quelle riacquistate dall'emittente, TAB. 3) rispetto al 5% del resto dei sistemi bancari dell'area euro. Va comunque osservato che per le banche italiane tale quota di recente risulta in calo.



TAB. 3 – Obbligazioni delle banche italiane per detentore, al netto dei riacquisti da parte dell'emittente

	Totale obbligazioni					di cui: subordinate		
	feb-17		set-17		var. % feb/set	set-07		
	EUR M	% su totale	EUR M (a)	% su totale		EUR M (b)	% su totale	(b) / (a)
Famiglie	151.689	37,5%	118.366	32,6%	-22,0%	17.703	41,2%	15,0%
Banche del gruppo dell'emittente	52.261	12,9%	44.306	12,2%	-15,2%	1.052	2,5%	2,4%
Altre banche residenti	23.241	5,7%	21.692	6,0%	-6,7%	1.294	3,0%	6,0%
Altri investitori	177.473	43,9%	178.912	49,2%	0,8%	22.878	53,3%	12,8%
Totale	404.664	100,0%	363.276	100,0%	-10,2%	42.927	100,0%	11,8%

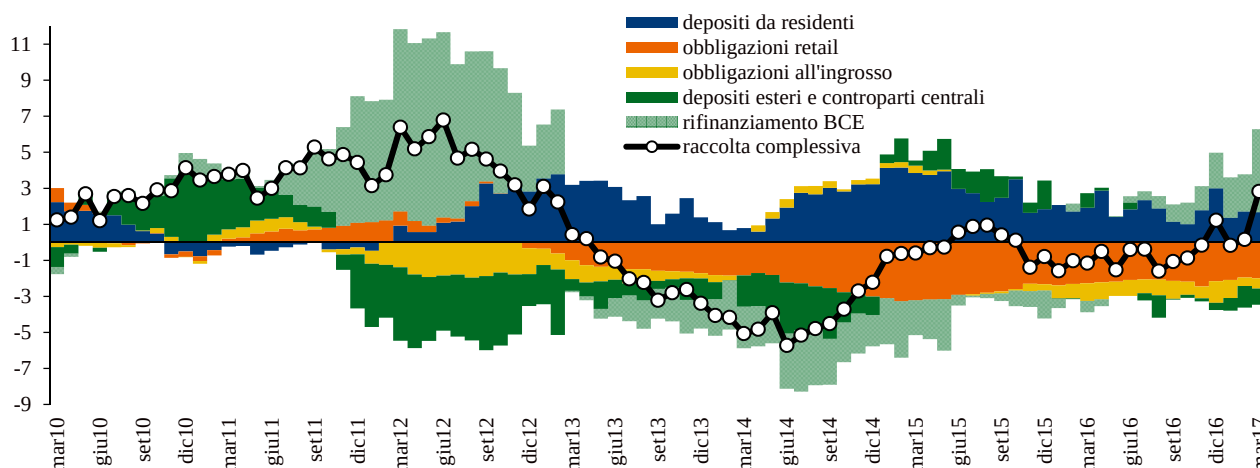
Fonte: Banca d'Italia e nostre elaborazioni

Per quanto i dati disponibili consentano un confronto temporale limitato, è interessante notare che la quota di obbligazioni bancarie detenuta da altri investitori, che includono gli istituzionali e l'estero, è pari a quasi il 50%, in aumento dal 44% di febbraio 2017. Infatti, le obbligazioni collocate presso altri investitori rappresentano l'unica componente in aumento nei mesi considerati, seppure di poco (+0,8% rispetto a un calo del 22% per quelle detenute dalle famiglie).

Un tema particolarmente sensibile alla luce dei recenti sviluppi della gestione delle crisi bancarie e della regolamentazione è quello delle obbligazioni subordinate. Per il sistema bancario italiano queste ammontano a 43 miliardi a settembre 2017, il 12% circa del totale delle obbligazioni. Oltre la metà risultano collocate nei portafogli di investitori istituzionali ed esteri (altri investitori) ma rimane elevata la quota degli strumenti subordinati detenuti dalle famiglie, pari a 17 miliardi a settembre 2017 e al 41% del totale delle obbligazioni subordinate emesse dalle banche, sebbene l'incidenza sia in calo rispetto al 53% calcolato su dati al 31 ottobre 2015 (Banca d'Italia, 2016a). Il confronto europeo mostra che

la quota di titoli subordinati delle banche italiane del SSM è in linea con la media delle banche *significant* e con quelle dei singoli paesi. Tuttavia, il fatto che circa il 40% di questi titoli sia ancora nei portafogli delle famiglie rappresenta un elemento di attenzione, considerate le scadenze dei prossimi anni e il fatto che tale canale di collocamento risulta nella sostanza ad oggi poco utilizzabile.

Con riguardo alla componente obbligazionaria nel suo complesso, dal confronto europeo emerge che in Italia, in rapporto al totale di bilancio, la consistenza dei titoli emessi è inferiore rispetto all'aggregato delle banche *significant* del SSM e a quelle dei principali paesi come la Germania e la Francia, anche se di poco (si veda la TAB. 2). Considerato l'aumento del contributo dei conti correnti di cui si è detto sopra, si può concludere che la raccolta a medio-lungo termine sul mercato sia risultata in questi anni penalizzata a vantaggio della raccolta a vista. Si tratta di un fenomeno che potenzialmente indebolisce la stabilità del sistema.

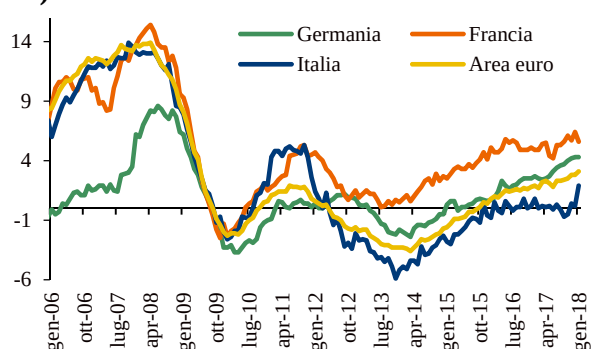
FIG. 10 – Crescita della raccolta in Italia: contributi delle diverse componenti


Fonte: Banca d'Italia e nostre elaborazioni

Uno sguardo d'insieme sull'evoluzione degli ultimi anni (si veda la FIG. 10), in termini di contributo alla crescita della raccolta complessiva mostra che nella fase più acuta della crisi del debito sovrano l'impatto della componente estera e delle passività nette verso controparti centrali è stato fortemente negativo, controbilanciato dal rifinanziamento dell'Eurosistema. Quest'ultimo in seguito si è ridimensionato ed è tornato positivo solo da metà 2016 con le TLTRO-II. Il contributo dei depositi da residenti è stato continuativamente positivo da aprile 2012. All'opposto, dall'autunno 2012 il contributo delle obbligazioni al dettaglio è sempre stato negativo, così come quello delle obbligazioni all'ingrosso, circoscritto però a periodi che prendono avvio con la fase più acuta della crisi del debito sovrano e con quella bancaria da metà 2015. Tra aprile 2014 e metà 2015 le emissioni obbligazionarie sul mercato all'ingrosso sono tornate a sostenere, pur di poco, la crescita della raccolta complessiva. Dall'analisi storica emerge anche la diversa calibrazione del ruolo svolto dalle operazioni di politica monetaria, da interventi di sostegno alla liquidità e a fronte della ritirata degli investitori esteri nel 2011-12, a misure più propriamente di *credit easing* negli

anni 2016-17 in un contesto relativamente più disteso del funding delle banche italiane, sebbene ancora contrassegnato da disaffezione degli investitori internazionali a seguito delle crisi bancarie e dei rischi di effetti sistemici. Tali misure di *credit easing*, segnatamente le TLTRO-II, hanno finalmente contribuito ad attivare un più chiaro riavvio dei prestiti alle imprese anche in Italia (si veda la FIG. 11), la cui variazione annua è tornata positiva sul finire del 2017 ed è balzata a +1,9% a/a a gennaio 2018, dinamica che va messa in relazione con la scadenza del periodo di rilevazione (1 febbraio 2016 – 31 gennaio 2018) dell'andamento dei prestiti delle singole banche per il rispetto del benchmark che consente di beneficiare di un tasso favorevole sulle operazioni di rifinanziamento TLTRO II, legato a quello della deposit facility. Tuttavia, va osservato che nonostante il rimbalzo, la ripresa dei prestiti alle società non-finanziarie italiane resta ancora in ritardo rispetto alla robusta e solida dinamica registrata nell'area euro e nei principali paesi (+3,1% a gennaio 2018 nell'area euro, +5,6% in Francia e +4,3% in Germania).

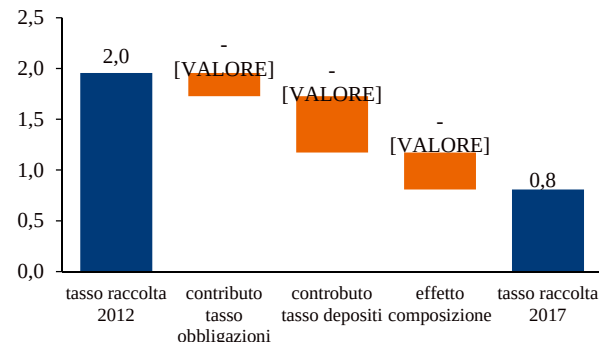
FIG. 11 – Crescita dei prestiti alle società non finanziarie in Italia e nell'area euro (var. % a/a)



Fonte: BCE

Questa evoluzione della raccolta ha avuto un impatto anche sul suo costo, che si è ridotto significativamente negli ultimi anni, non solo in conseguenza dei tassi ai minimi storici ma anche per l'effetto composizione. Tra il 2012 e il 2017, il tasso medio ponderato della raccolta da clientela si è più che dimezzato, scendendo da 1,96% a 0,81% con una riduzione molto significativa, pari a 1,15 punti percentuali. Il contributo a questo calo dimensionalmente più rilevante, pari a 55pb, è stato determinato dalla flessione del tasso medio dei depositi (da 1,24% al minimo storico di 0,40%). Più limitato, pari a circa 23pb del calo, è stato il contributo del tasso medio sullo stock di obbligazioni, passato dal 3,35% del 2012 al 2,68% del 2017. L'effetto composizione, con l'aumento dell'incidenza dei depositi a fronte della flessione del peso delle obbligazioni, ha determinato 36pb del calo del tasso medio della raccolta nei cinque anni considerati (FIG. 12).

FIG. 12 – Contributo alla variazione del tasso medio della raccolta tra il 2007 e il 2012



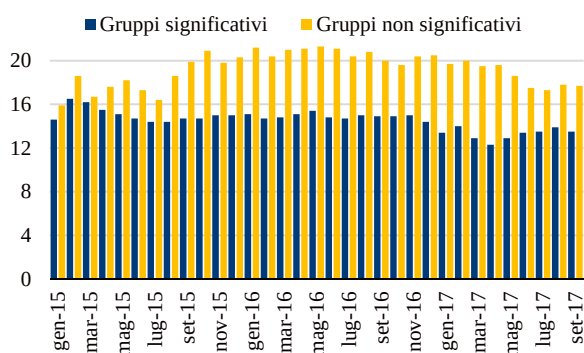
Fonte: nostre elaborazioni su dati Banca d'Italia

In conclusione di questa disamina delle tendenze degli ultimi dieci anni occorre rilevare che una così elevata dipendenza dal funding delle banche centrali viene generalmente considerata un elemento di rischio, in quanto segnala problemi nell'ottenere fondi da fonti tradizionali (Venditti e altri, 2018). Essa indica, altresì, la presenza di una frammentazione del mercato. Questa valutazione va contestualizzata, tenendo conto della situazione post crisi, delle condizioni estremamente favorevoli del funding BCE e dell'obiettivo della banca centrale di espandere il proprio bilancio allo scopo di conseguire la stabilità dei prezzi. Ciononostante, resta il fatto che nell'ambito della valutazione dei rischi di funding, questo parametro risulta in area di attenzione in base ai dati a febbraio 2017 (Venditti e altri, 2018). Non emergono criticità, invece, in termini di dipendenza del sistema bancario dal credito estero, che resta molto contenuto. Diversamente, qualche difficoltà si riscontra, sempre in aggregato per il sistema, nella capacità di ricorrere al mercato attraverso strumenti diversi dai depositi, come indicato dalla quota costantemente bassa di strumenti di debito a lungo termine sul totale della raccolta.

Gli indicatori *loan-to-deposit* e il *funding gap*, invece, confermano che il sistema bancario italiano non fa forte affidamento sulle fonti di

mercato all'ingrosso maggiormente volatili per finanziare il credito, ma invece si basa su fonti più stabili. Si conferma che le banche italiane non sono esposte ai rischi di liquidità, come dimostrato dal LCR. Anche la disponibilità di attivi da utilizzare come collateral nei repo è elevata (si veda la FIG. 13).

FIG. 13 – Counterbalancing capacity^(*), valore medio mensile in % del totale attivo



Nota: (*) riserve di attività non impegnate e stanziabili ai fini del rifinanziamento presso l'Eurosistema
Fonte: Banca d'Italia

Un punto di attenzione, che può essere sviluppato solo parzialmente, alla luce dei dati disponibili, riguarda le differenze nell'evoluzione della struttura del passivo riscontrabili tra gruppi dimensionali (TAB. 4). Sebbene i dati disponibili si fermino al 2016, si può osservare una marcata differenza nelle modificazioni della composizione della raccolta per le banche suddivise per dimensioni. In particolare, con riferimento alla raccolta obbligazionaria, ancorché il calo rappresenti un fenomeno generalizzato, la sua dimensione e le modalità di compensazione sono piuttosto differenziate. Il calo particolarmente intenso (da 18,8% a 7% del passivo totale) per le banche piccole è stato solo marginalmente compensato con il ricorso ai fondi della BCE¹ (la

cui incidenza è aumentata da 11,9% a 14,2%, incluso l'interbancario) mentre per queste banche hanno assunto maggiore rilevanza l'incremento dei depositi a tempo (da 7,9% a 13,3%) e dei conti correnti (da 34,5% a 39,2%). Analoga strategia ha caratterizzato le banche minori, che, a fronte di una riduzione molto significativa della raccolta obbligazionaria (da 29,2% a 10,5%) hanno particolarmente accresciuto il peso dei depositi a tempo (da 5,0% a 12,2%) e, in misura minore, dei conti correnti e della raccolta dalla BCE. Per le banche grandi il calo della raccolta obbligazionaria (da 19,4% a 11,2%) non ha invece determinato un aumento dei depositi a tempo quanto piuttosto una crescita dei conti correnti, almeno in parte ricollegabile ai fenomeni prima evidenziati di eccesso di liquidità per le imprese. La posizione dei primi 5 gruppi è differente. In primo luogo il calo della raccolta obbligazionaria risulta decisamente più contenuto (da 28,3% a 22%), a rilevare la maggiore capacità di collocamento sul mercato delle proprie passività; tale calo peraltro non ha inciso su strategie di raccolta a durata prestabilita, che anzi è andata riducendosi (da 6,1% a 3,8%) e si è accompagnata a un incremento dei conti correnti e dell'indebitamento presso la BCE. Il peso delle passività verso la BCE (20,2%, incluso l'interbancario) per i primi 5 gruppi presenta il valore più elevato tra i gruppi dimensionali.

la Banca Centrale. Alla luce delle note tendenze del mercato interbancario si può sostenere che l'aggregato è condizionato dall'andamento delle passività verso la BCE.

¹ Si noti che l'aggregato riportato in tabella si riferisce alla somma tra raccolta interbancaria e passività verso


TAB. 4 – Composizione % del passivo delle banche italiane per dimensione. 2010, 2013, 2016

	depositi banche e banche centrali	conti correnti	depositi durata prestabilita	depositi rimborsabili con preavviso	pronti contro termine	obbligazioni	capitale e riserve	passività sull'estero	Totale
primi 5 gruppi									
2010	13,9	22,3	6,1	1,1	6,4	28,3	11,6	10,1	100,0
2013	16,6	21,1	6,3	0,8	4,1	32,1	12,3	6,4	100,0
2016	20,2	28,1	3,8	0,7	4,9	22,0	13,4	6,6	100,0
banche grandi									
2010	11,1	20,9	6,9	24,7	1,7	19,4	8,1	7,1	100,0
2013	15,6	18,3	8,7	23,4	3,0	17,4	8,2	5,2	100,0
2016	12,4	25,6	6,2	24,1	4,8	11,2	10,5	5,2	100,0
banche piccole									
2010	11,9	34,5	7,9	3,1	3,0	18,8	10,8	9,0	100,0
2013	15,0	31,1	15,2	2,0	5,7	14,6	10,5	5,1	100,0
2016	14,2	39,2	13,3	2,3	3,1	7,0	13,0	7,2	100,0
banche minori									
2010	6,0	36,1	5,9	5,1	2,9	29,2	12,1	2,1	100,0
2013	18,1	29,1	13,4	4,1	1,5	21,1	10,8	1,3	100,0
2016	16,3	39,1	12,2	4,1	2,7	10,5	13,6	0,9	100,0

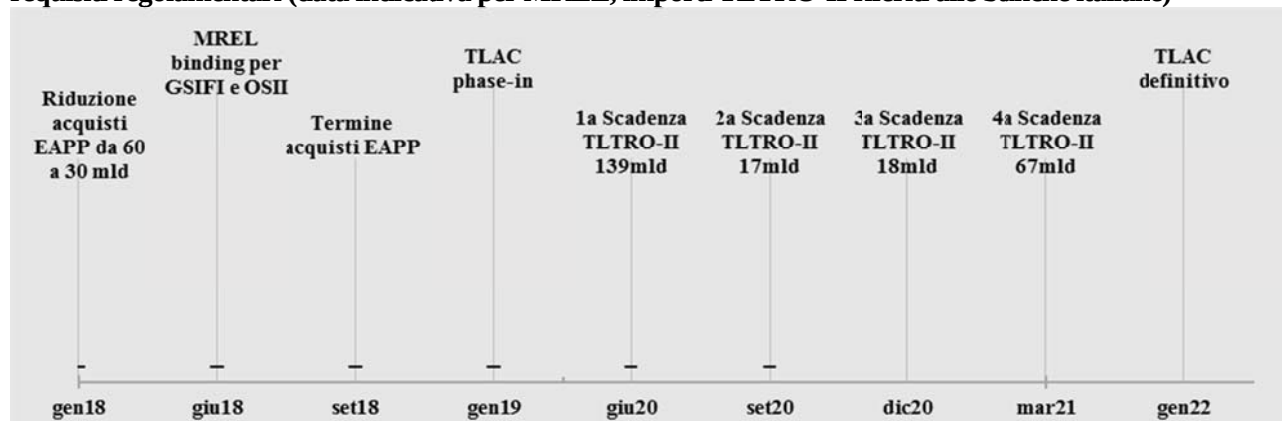
Fonte: nostre elaborazioni su dati Banca d'Italia, Relazione Annuale, anni vari.

4. Tempi e volumi attesi della normalizzazione della politica monetaria

Considerati i rilevanti impatti delle operazioni di politica monetaria sul funding mix delle banche italiane descritti nei paragrafi precedenti, diventa importante delineare i tratti del processo di normalizzazione della politica monetaria atteso

dispiegarsi nel prossimo futuro, quanto meno con specifico riferimento alle operazioni che più hanno contribuito a determinare l'evoluzione del passivo delle banche negli ultimi dieci anni.

FIG. 14 - Principali scadenze di politica monetaria con impatto sul funding delle banche e introduzione dei requisiti regolamentari (data indicativa per MREL, importi TLTRO-II riferiti alle banche italiane)



Fonte: BCE e SRB.

Sulla base degli elementi noti al momento in cui si scrive, lo scenario dei prossimi anni vedrà, nell'ordine: i) la riduzione degli acquisti definitivi di titoli nell'ambito dell'EAPP da 60 a 30 miliardi mensili da gennaio a settembre 2018, scadenza oltre la quale si può prevedere che il programma termini per quanto riguarda i nuovi acquisti, mentre la politica di reinvestimento proseguirà fino a data indefinita; ii) la piena aggiudicazione prorogata alla fine del 2019; iii) la scadenza delle TLTRO II dal giugno 2020 al marzo 2021, con possibilità che le banche optino per il graduale rimborso delle operazioni.

A partire da 24 mesi dopo la data di regolamento di ciascuna delle quattro operazioni, le banche partecipanti avranno l'opzione di rimborsare gli ammontari aggiudicati, su base trimestrale. Resta quindi da vedere se da giugno 2018 per quattro trimestri fino a marzo 2019 le banche provvederanno gradualmente a rimborsare in anticipo queste operazioni o se attenderanno la scadenza dei quattro anni, quindi dal giugno 2020 al marzo 2021. Molto dipenderà dal

raggiungimento, da parte delle singole banche, del benchmark sui prestiti che consente di beneficiare di un tasso favorevole sulle TLTRO II, legato a quello della *deposit facility*.

L'importo da rimborsare è rilevante, pari a 241 miliardi nel complesso, di cui oltre la metà a giugno 2020 (139 miliardi) e oltre un quarto un anno dopo (67 miliardi a giugno 2021, si veda la TAB. 5). Pertanto, l'eventuale rimborso anticipato delle TLTRO-II potrà agevolare l'uscita alla scadenza naturale nel 2020-21.

Un secondo effetto atteso, in grado di incidere sul funding mix delle banche, potrebbe essere il ridimensionamento della crescita dei conti correnti delle imprese, così come un rallentamento del loro ricorso al mercato. Tempi e dimensioni di tali andamenti non sono oggi facilmente prevedibili sulla base delle informazioni disponibili, dipendendo sia da elementi di natura monetaria (tassi, volumi EAPP) sia da indicatori di tipo reale, quali l'evoluzione degli investimenti delle imprese e la crescita di produzione e domanda.



TAB. 5 – TLTRO-I e TLTRO-II: importi assegnati alle banche italiane e dell'area euro (mld) e scadenze

		Italia			Area euro					
		Lordi	Rimborso TLTRO-I	Netti	Lordi	Rimborso TLTRO-I	Netti	Tasso %		Scadenza
TLTRO-I	set-14	n.d.			82.6			MRO	0.15	set-18
	dic-14 (*)	57.0			129.8			MRO	0.15	set-18
	mar-15	36.0			97.9			MRO	0.05	set-18
	giu-15	n.d.			73.8			MRO	0.05	set-18
	set-15	4.0			15.6			MRO	0.05	set-18
	dic-15	2.7			18.3			MRO	0.05	set-18
	mar-16	0.2			7.3			MRO	0.00	set-18
TLTRO-II	giu-16	139	110	29	399	367	32	MRO / Depo	0 / -0.40	giu-20
	set-16	17	1	16	45	11	34	MRO / Depo	0 / -0.40	set-20
	dic-16	18	0	18	62	14	48	MRO / Depo	0 / -0.40	dic-20
	mar-17	67	2	65	234	17	217	MRO / Depo	0 / -0.40	mar-21
Totale TLTRO-I		118			425					
Totale TLTRO -II		241	113	128	740	409	331			

Nota: (*) Il dato italiano è la somma delle due operazioni di settembre e dicembre 2014

Fonte: BCE e Banca d'Italia

5. L'implementazione del MREL

Come già accennato, un importante driver dell'evoluzione recente e prospettica del funding mix è rappresentato dai nuovi requisiti regolamentari TLAC (*Total Loss Absorbing Capacity*), che si applica solo alle G-SIFI, e MREL - minimo di fondi propri e passività soggette a bail-in (*minimum requirement for own funds and eligible liabilities*), che riguarda tutte le banche dell'UE².

² La BRRD prevede che le banche debbano rispettare in qualsiasi momento un requisito minimo di fondi propri e passività ammissibili (MREL) per assicurare l'assorbimento delle perdite nel corso di risoluzione e la ricostituzione del capitale. Il MREL è un complemento essenziale del meccanismo di bail-in definito dalla BRRD. Infatti, il requisito MREL è volto a far sì che le banche dispongano di una capacità di passività assoggettabili a bail-in sufficiente. Nello specifico, la BRRD richiede un requisito di fondi propri e passività ammissibili per il bail-in espresse come percentuale del totale passività e fondi propri (TLOF) della singola banca. Per il suo rispetto possono essere utilizzate

Il rispetto di questi requisiti richiede alle banche di dotarsi di adeguati strumenti in grado di assorbire le perdite in caso di risoluzione o liquidazione. Il TLAC per le G-SIFI entrerà in vigore con gradualità dal 2019 e con un requisito definitivo nel 2022. Per MREL i tempi di entrata a regime non sono ancora ben determinati, considerato che diversi aspetti sono in corso di definizione nel contesto del processo di revisione della BRRD in ambito UE, atteso concludersi non prima della fine del 2018. MREL prevede una diversa modulazione per le banche che ricadono sotto la competenza del SRB e per quelle,

anche passività non subordinate, diversamente da quanto stabilito per il TLAC.

Gli stessi obiettivi del MREL sono stati riconosciuti a livello internazionale, dove il TLAC (*Total Loss-absorbing Capacity*) definito dal Financial Stability Board (FSB) fissa un livello minimo di capacità di assorbimento delle perdite e di ricapitalizzazione per le banche più importanti a livello sistemico globale (G-SIBs).

essenzialmente le meno significative (LSI), che rientrano nell'ambito delle Autorità di risoluzione nazionali. Nel caso delle prime, MREL viene fissato a cura del SRB banca per banca, avendo riguardo alla specifica strategia di risoluzione. Si tratta, quindi, di un requisito che resta riservato al rapporto tra SRB e vigilato.

Lo stato di attuazione in ambito UE è parziale. Mentre TLAC è definito, i lavori su MREL sono ancora in corso e, nel divenire della regolamentazione di riferimento, l'adozione del requisito nell'ambito della Banking Union avviene sulla base della policy sviluppata dal SRB (SRB, 2017). Finora il SRB ha definito requisiti MREL indicativi per il 2017 per le principali banche. Nella prima parte del 2018, SRB passerà a stabilire obiettivi vincolanti secondo la policy, per ciascuna banca, a livello consolidato, per la gran parte delle maggiori e più complesse istituzioni creditizie che ricadono nel suo ambito di competenza.

Sempre per ciascuna banca, SRB ha inoltre individuato le passività idonee a soddisfare il requisito sulla base dei criteri previsti dalla direttiva BRRD (UE/2014/59), tra le quali figurano anche strumenti detenuti da investitori al dettaglio (Banca d'Italia, 2017b).

Si ricorda che l'ambito degli strumenti ammissibili al MREL include fondi propri, titoli di debito subordinati e senior *unsecured*, entrambi con scadenza superiore all'anno, e depositi non coperti dai sistemi di assicurazione dei depositi, sempre con scadenza oltre l'anno. Tuttavia, i depositi possono essere esclusi dal MREL se le autorità di risoluzione lo considerano necessario per mantenere le funzioni critiche dell'istituzione sottoposta a risoluzione o per evitare il contagio.

L'attuale approccio di SRB dovrà, peraltro, essere aggiustato in relazione ai cambiamenti al framework legislativo attuale nell'UE, che sono

ancora in corso di discussione e che riguardano aspetti rilevanti delle regole sulle passività MREL, in particolare la quantità di risorse richieste, la subordinazione, i tempi di entrata a regime. Vi è la possibilità che i più stringenti requisiti di subordinazione, attualmente previsti per le G-SIIs (*Global Systemically Important Institutions*) e, in misura minore, per le O-SIIs (*Other Systemically Important Institutions*), siano estesi a un più ampio numero di banche che potrebbero ricadere in quest'ultima categoria. Il quadro rimane quindi molto incerto e vi è il rischio che una calibrazione troppo severa del requisito, anche in termini di subordinazione, possa rendere necessaria l'emissione di importanti volumi di obbligazioni sui mercati all'ingrosso, con ricadute negative sui rendimenti richiesti dagli investitori.

Considerando nello specifico il caso italiano, la continua flessione delle obbligazioni sta riducendo gli strumenti potenzialmente computabili ai fini del requisito. Entro la fine del 2018 giungeranno a scadenza 101 miliardi di obbligazioni, il 28% delle obbligazioni in essere (si veda la TAB. 6).

Per rispettare il requisito MREL le banche dovranno, dunque, aumentare la raccolta all'ingrosso ma v'è da chiedersi se potranno fare a meno di riconsiderare la leva del collocamento presso investitori retail. Questi, infatti, rappresentano un importante bacino di raccolta per le banche soprattutto – come visto dai dati di composizione – per quelle medio-piccole. E' evidente che sarà necessario rimodulare le modalità di collocamento, anche attraverso la leva dei tassi. Secondo le più recenti stime dell'EBA, riferite a 112 banche dell'UE e basate su dati a dicembre 2016, il fabbisogno di MREL si colloca tra i 207 e i 285 miliardi a seconda di due diverse possibili calibrazioni del requisito (EBA, 2017b).

TAB. 6 - Obbligazioni delle banche italiane per scadenza (milioni di euro)

	entro il 2018	tra il 2019 e il 2020	tra il 2021 e il 2022	tra il 2023 e il 2027	oltre il 2027	Totale
Famiglie	44.043	39.367	18.626	15.452	878	118.366
<i>di cui: subordinate</i>	3.097	5.121	3.697	5.428	360	17.703
Banche del gruppo dell'emittente	12.234	12.586	10.618	5.731	3.137	44.306
<i>di cui: subordinate</i>	167	365	70	441	9	1.052
Altre banche residenti	5.595	9.086	3.276	3.101	634	21.692
<i>di cui: subordinate</i>	191	204	195	685	19	1.294
Altri investitori	39.308	51.741	31.658	48.207	7.998	178.912
<i>di cui: subordinate</i>	2.591	2.867	2.707	11.829	2.884	22.878
Totale	101.180	112.780	64.178	72.491	12.647	363.276
% sul totale titoli	28%	31%	18%	20%	3%	100%
<i>di cui: subordinate</i>	6.046	8.557	6.669	18.383	3.272	42.927
% sul totale	14%	20%	16%	43%	8%	100%

Fonte: Banca d'Italia e nostre elaborazioni.

Gli indici MREL riportati dall'EBA per queste banche e misurati in termini di RWA, sono pari a 37,9% in media e a 29,3% nel valore mediano, con una elevata varianza tra singole banche. E' interessante notare che, secondo le analisi svolte dall'EBA, l'MREL ratio delle banche con profilo di funding focalizzato sui depositi retail³ è più basso della media, con circa la metà delle banche che mostrano un indice inferiore al 21%. L'analisi dell'EBA non fornisce dettagli per paese, tuttavia questo risultato va considerato con attenzione alla luce della recente evoluzione del funding mix delle banche italiane a favore dei depositi a vista e a discapito della raccolta obbligazionaria.

Anche SRB ha prodotto delle stime di fabbisogno, sulla base della MREL Policy 2017, per un campione di 76 banche rappresentative di circa l'80% degli attivi delle banche SRB. Con obiettivi di MREL stimati in media pari al 26% dei RWA, emerge che mancano in aggregato 117 miliardi di strumenti MREL, di cui 47 da rispettare con

emissione di titoli subordinati, sulla base dei dati al 31 dicembre 2016 (Labourex 2017).

Ci si può chiedere, quindi, quali soluzioni sono disponibili per le banche al fine di dotarsi di strumenti eligible per il MREL. Occorre ricordare che il disomogeneo recepimento della Direttiva BRRD nei vari paesi aveva creato una situazione di frammentazione del mercato. Titoli senior emessi in giurisdizioni diverse avrebbero subito un trattamento differente in caso di risoluzione / liquidazione a causa della diversa gerarchia dei creditori. Per porre fine a questa situazione e creare un *level-playing field*, a fine 2017 la Commissione europea ha approvato la direttiva sul ranking dei titoli di debito unsecured nella gerarchia dei creditori.

Successivamente, con la legge di bilancio 2018 (Legge 205/2017), anche in Italia è stata introdotta la categoria dei titoli senior non-preferred (o "junior senior"), già utilizzati in Francia dal 2016 e in Spagna e Belgio dal 2017, che svolgono una funzione di cuscinetto a protezione dei depositanti e dei detentori di titoli senior dal rischio di bail-in. Più in dettaglio, tali titoli costituiscono una nuova

³ Si tratta di banche che hanno almeno il 40% del totale delle passività e dei fondi propri (TLOF) composto da depositi retail.

classe di debito senior, subordinata al debito senior esistente – che diventa senior preferred –, ma senior rispetto al debito subordinato. I nuovi titoli senior non-preferred sono soggetti a bail-in prima del debito senior preferred in caso di risoluzione (si veda la TAB. 7).

TAB. 7 - Gerarchia dei creditori in caso di insolvenza

↑	Depositi di famiglie e PMI non protetti da DGS
	Debito senior, depositi corporate ⁴ e altro debito senior unsecured
	Debito senior non-preferred (“junior senior”)
	Titoli subordinati diversi da AT1 o T2
	Tier 2 (T2)
	Additional Tier 1 (AT1)
	Common equity Tier 1

Una peculiarità dei senior non-preferred italiani, non contemplata nelle altre giurisdizioni, riguarda la prescrizione di un taglio minimo di 250.000 euro tale da proteggere gli investitori retail. Inoltre, la Legge stabilisce che tali strumenti di debito possono essere collocati solo a investitori qualificati e che non devono avere caratteristiche di strumenti derivati.

Finora i titoli senior non-preferred sono stati emessi principalmente dalle G-SIFI ai fini del rispetto del TLAC. Un’emissione è stata realizzata anche in Italia a inizio 2018. Questi titoli hanno trovato una buona domanda e riscosso un notevole interesse da parte degli investitori, alla ricerca di buoni rendimenti in un contesto di tassi molto bassi. I rendimenti non si discostano molto da quelli dei senior tradizionali. Tuttavia, va considerato che i primi emittenti di questi strumenti sono state le banche di più alto standing. Non è ipotizzabile che un tale allineamento dei

rendimenti possa persistere anche in futuro, essendo ragionevole attendersi un costo più elevato per gli strumenti non-preferred rispetto ai preferred. Inoltre, più alta sarà la quota di capitale e titoli con capacità di assorbire le perdite e maggiore sarà la possibilità per i senior preferred di godere di un rating più alto rispetto ai non-preferred e quindi minore sarà il costo per l’emittente del titolo senior preferred.

6. Una valutazione degli impatti complessivi sulle politiche di raccolta delle banche italiane

In conclusione, la situazione del funding delle banche italiane a oltre dieci anni dalla crisi appare caratterizzata da sviluppi positivi insieme ad alcuni elementi di attenzione. Tra questi, si osserva che la composizione della raccolta da clientela si è spostata sul breve periodo, per l’effetto congiunto della notevole crescita dei conti correnti e del forte calo delle obbligazioni. Inoltre, nell’analisi storica e nel confronto tra sistemi bancari europei, emerge una considerevole dipendenza delle banche italiane dal rifinanziamento da banche centrali. Accanto a ciò, non vi è dubbio che la situazione sia più equilibrata di dieci anni fa, come mostrano gli indici loan-to-deposit e il funding gap. Tra gli elementi di fragilità restano molto evidenti i rischi dal lato dell’attivo, ma anche su questo versante i risultati che si stanno conseguendo in termini di miglioramento della qualità del credito sono evidenti, anche in prospettiva. Inoltre, la riduzione dei rischi interessa anche il portafoglio titoli governativi, che vede progressi nella diversificazione tra emittenti, verso il ridimensionamento dell’esposizione nei confronti del sovrano domestico.

Resta, tuttavia, una situazione del funding differenziata tra banche, con i primi cinque gruppi che in aggregato si caratterizzano per una quota maggiore di obbligazioni sul totale di bilancio e le

⁴ Dal 1 gennaio 2019 in Italia entrerà in vigore la depositor preference per cui i depositi corporate saranno senior rispetto al debito senior.



banche piccole e minori che poggiano di più sui depositi da clientela, rappresentativi di oltre la metà del passivo.

Peraltro, nella valutazione complessiva della composizione della raccolta e nella prospettiva dei cambiamenti di contesto attesi nel futuro più prossimo occorre domandarsi: i) come e quanto impatterà il tapering sulla liquidità e sul funding delle banche italiane; ii) come e quando avverrà il riassorbimento dell'eccesso di liquidità generatosi di recente anche per le banche italiane; iii) se, una volta terminato il regime della piena aggiudicazione, il mercato interbancario tornerà a riattivarsi e con quale configurazione; iv) cosa accadrà in termini di struttura del passivo delle banche al momento del rimborso delle TLTRO II; v) quali siano le prospettive degli strumenti di debito, in particolare di quelli in grado di assorbire le perdite. È da indagare la capacità del mercato di assorbire i nuovi strumenti e l'interesse da parte degli investitori. In particolare occorre interrogarsi sullo spazio che potranno avere strumenti senior unpreferred. È altrettanto da valutare se le banche torneranno a emettere obbligazioni nel segmento retail, nel rispetto delle limitazioni regolamentari. Infine, un elemento di incognita è costituito dalla diversa capacità delle banche in base alla dimensione di accedere al mercato istituzionale per le emissioni e sui costi differenziati che il mercato potrà esprimere per sottoscrivere le obbligazioni destinate al rispetto del requisito MREL.

Rispetto a queste domande, non è agevole tratteggiare le possibili linee evolutive delle politiche di raccolta delle banche italiane, che saranno condizionate da una pluralità di elementi, di politica monetaria, di regolamentazione prudenziale e anche correlate agli equilibri gestionali, che si tradurranno sia in termini di volumi sia di tassi con una scansione temporale che, a quanto è dato sapere, sarà meno pressante

di quanto si potesse temere anche se caratterizzata dal sovrapporsi e intersecarsi di effetti di diversa natura. Con riguardo agli impatti generati dall'effetto volumi, connesso al rimborso delle TLTRO, si può presumere che il processo potrà svolgersi con sufficiente gradualità, senza creare pressioni eccessive sulla raccolta delle banche.

Tuttavia, non va sottovalutato l'impegno rappresentato dal rientro dalle TLTRO e dal graduale adeguamento ai requisiti MREL / TLAC. In ogni caso, ipotizzando che all'appuntamento con queste scadenze il sistema bancario sia risanato, la frammentazione superata, i casi di banche in difficoltà ridotti a livello fisiologico, per numero e dimensione, si può ragionevolmente ritenere che il processo di rientro dalle operazioni straordinarie di politica monetaria sarà ordinato. Più nello specifico, si possono delineare diverse opzioni per l'uscita ordinata dalla TLTRO-II attraverso le due modalità della sostituzione con altre fonti di finanziamento o tramite la riduzione di attivi. Nel primo caso le opzioni possibili si articolano nell'ambito della sostituzione con i) rifinanziamento ordinario (MRO, LTRO), ii) funding di mercato, incluse obbligazioni a medio termine, con possibile aumento del costo complessivo della raccolta per l'effetto composizione. Considerando anche l'eventuale opzione della riduzione degli attivi, sebbene meno probabile, essa potrebbe interessare da un lato i prestiti, soprattutto nel caso di operazioni a medio termine aventi scadenza coordinata col rifinanziamento mirato, dall'altro i titoli in portafoglio.

La sostituzione con altre forme di funding potrà realizzarsi in modo graduale, anticipata rispetto alla scadenza delle TLTRO-II, o in toto all'ultima data utile per il rimborso delle operazioni. Ciò considerato, è ragionevole ipotizzare che l'abbandono da parte della BCE della piena

aggiudicazione potrà avvenire dopo il rientro delle TLTRO-II.

Con riguardo alla raccolta da clientela, è ragionevole attendersi un graduale sgonfiamento dei conti correnti delle imprese, col venire meno dei fattori che lo hanno determinato e con la crescita degli investimenti fissi, finalmente avviata e attesa proseguire anche nei prossimi anni. Il punto debole è rappresentato dalle obbligazioni, sebbene non in senso generalizzato, in un contesto di marcata frammentazione della capacità di accesso al mercato sulla base delle dimensioni e della solidità, considerato che l'evoluzione è verso strumenti destinati a investitori istituzionali. Con riferimento al rispetto dei requisiti MREL / TLAC è opportuno che le banche italiane comincino a rafforzare la dotazione di strumenti ammissibili approfittando opportunisticamente dei momenti di mercato favorevoli e della disponibilità degli investitori, che presumibilmente non sarà costante nel tempo. In tal senso, alcune considerazioni interessanti sulle politiche di funding pianificate dalle banche possono essere desunte dal rapporto elaborato da EBA sui funding plan (2017-2019) delle banche sottoposte a SSM destinato al European Systemic Risk Board. In termini aggregati le banche SSM prevedono flussi netti di emissione di strumenti di debito significativamente inferiori ai volumi di finanziamenti BCE in scadenza, che, se da un lato segnalano una generalizzata confidenza nella capacità di incrementare la raccolta attraverso depositi da clientela, dall'altro nascondono situazioni molto differenziate tra i diversi paesi. In particolare per le banche italiane SSM la predetta proiezione è confermata, associandosi anche alla previsione della prosecuzione del declino del mercato interbancario (EBA 2017a). Con riferimento al funding mix, i piani sono per un mantenimento della composizione al 2017, con un

peso dei depositi da clientela intorno al 50% e un lieve calo della raccolta a breve termine (EBA 2017a). Peraltro, le banche italiane prevedono una crescita dei covered bond e delle ABS più marcata che le banche degli altri paesi, ancorché i volumi complessivi non siano particolarmente elevati nel confronto con la media europea. La prosecuzione della limitata rilevanza della raccolta a medio-lungo termine può, sulla base delle valutazioni EBA che riteniamo condivisibili, generare problemi di trasformazione delle scadenze, con pressioni sui margini ed un aumento del rischio di liquidità.

Infine, nel 2018 la previsione delle banche italiane considerate nell'analisi dell'EBA è di emissioni per circa 50 miliardi di obbligazioni non garantite e circa 38 nel 2019. Un tema di rilievo sarà dunque la capacità di collocamento degli strumenti emessi. In questo senso, il tono selettivo del mercato continuerà a risentire, soprattutto nel comparto unsecured, della situazione di patrimonializzazione e di rischiosità dell'attivo. Per le banche italiane, soprattutto per quelle di minore dimensione, la capacità di realizzare rapidamente un derisking dell'attivo diviene così un fattore di rilevanza strategica per collocare strumenti di mercato che siano MREL eligible.

Complessivamente, quindi, si possono prevedere pressioni concorrenziali in crescita sul mercato dei depositi, al quale anche le banche non SSM dovranno preferenzialmente rivolgersi sia per sfruttare le relazioni con la clientela sia, soprattutto, in conseguenza del più difficile accesso ai mercati obbligazionari. In termini generali, prendendo le considerazioni di EBA, ci si può attendere una pressione crescente sul margine di interesse e dunque anche il possibile emergere di difficoltà per quelle banche la cui strategia di redditività poggia sui ricavi da intermediazione tradizionale.

**TAB. 8 – Emissioni lorde di strumenti a lungo termine per paese e anno (miliardi)**

	Volume lordo emesso nel 2015 e 2016	Funding plan emissioni lorde 2017	Funding plan emissioni lorde 2018	Funding plan emissioni lorde 2019
AT	13,2	4,9	9,4	9,6
BE	5,3	2,2	7,3	5,0
CY	0,0	0,3	0,3	0,2
DE	179,4	83,2	158,5	162,3
DK	33,2	21,7	36,4	21,7
ES	72,6	33,9	56,8	53,5
FI	9,7	4,2	10,9	9,6
FR	156,0	50,1	92,7	113,8
GB	90,1	24,0	45,9	42,6
GR	1,9	1,4	2,7	3,6
IT	62,3	29,1	74,4	60,2
LT	0,0	—	—	—
LU	1,7	0,4	1,0	0,7
LV	0,2	0,2	0,3	0,2
MT	0,1	-	0,1	-
NL	79,6	25,1	67,6	56,9
PL	—	1,2	1,2	1,1
PT	3,2	1,5	1,9	0,7
SE	82,2	39,9	103,0	120,2
SI	0,1	-	0,3	-
SK	0,9	0,5	1,1	1,1

Fonte: EBA

Bibliografia

Banca d'Italia, (2016a), *"Informazioni sui detentori di obbligazioni subordinate"*, 11 febbraio 2016.

Banca d'Italia (2016b), *"Rapporto sulla stabilità finanziaria"*, n. 2 / 2017 6 novembre 2016.

Banca d'Italia (2017a), *"Relazione annuale sul 2016"*, maggio 2017.

Banca d'Italia (2017b), *"Rapporto sulla stabilità finanziaria"*, n. 2 / 2017, novembre 2017.

Banca d'Italia (2018), *"Bollettino economico"*, Roma, gennaio 2018.

Dottori Davide, Giacinto Micucci, (2018), *"Corporate liquidity in Italy and its increase in the long recession"*, Questioni di Economia e Finanza N. 420, Banca d'Italia, January.

EBA, (2017a), *"EBA Report on Funding Plans"*, July 2017

EBA, (2017b), *"Quantitative update of the EBA MREL Report"*, 20 December 2017

ECB, (2016), *"Recent developments in the composition and cost of bank funding in the euro area"*, Economic Bulletin, Issue 1 / 2016.

ECB, (2017a), *"The ECB's corporate sector purchase programme: its implementation and impact"*, Economic Bulletin, issue 4/2017, June.

ECB, (2017b), *"The distribution of excess liquidity in the euro area"*, Occasional paper, N. 200, November 2017.

Laboureux Dominique, (2017), 6th Industry Dialogue: 2017 MREL Policy, SRB, 21 November 2017.

Official Journal of the European Union, (2016), Decision (EU) 2016/810 of the European Central Bank of 28 April 2016 on a second series of targeted longer-term refinancing operations (ECB/2016/10).

SRB, (2017), *MREL Policy for 2017 and Next Steps*, 20 December 2017.

Venditti Fabrizio, Francesco Columba, Alberto Maria Sorrentino, (2018), *"A risk dashboard for the Italian economy"*, Questioni di Economia e Finanza N. 425, Banca d'Italia, February.

3. LE INTERAZIONI TRA POLITICA MONETARIA E FISCALE: GLI EFFETTI DELLA NORMALIZZAZIONE DELLA POLITICA MONETARIA SULLE FINANZE PUBBLICHE*

Introduzione

Con il progressivo rafforzamento della ripresa, le banche centrali dei principali paesi avanzati stanno avviando, con tempi e modalità differenti, il processo di normalizzazione della politica monetaria. Questo comporterà non solo cambiamenti nella conduzione della politica monetaria ma avrà inevitabilmente anche effetti sulla politica fiscale.

Lo studio delle interazioni tra politica monetaria e politica fiscale costituisce un utile esercizio per un duplice motivo. Può consentire la comprensione della perdurante bassa inflazione pur in presenza di politiche monetarie estremamente espansive; ci è d'aiuto nell'analizzare l'effetto della normalizzazione dei tassi di interesse sulle condizioni della finanza pubblica dei principali paesi avanzati e dei paesi dell'eurozona in particolare.

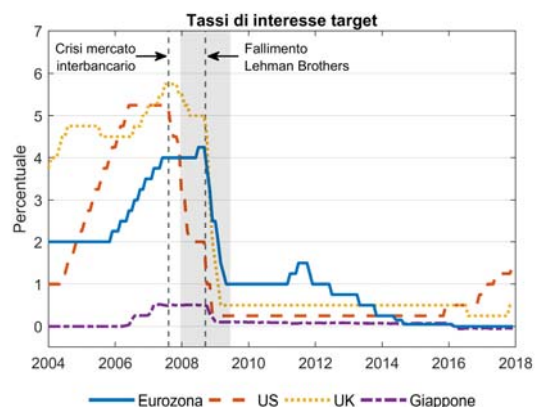
1. Politiche convenzionali e non per fronteggiare la crisi

È ampiamente noto che – per rispondere alla Grande Recessione – le banche centrali dei principali paesi hanno adottato misure straordinariamente espansive di politica monetaria volte a stimolare la domanda aggregata.

La FIG. 1 mostra l'andamento del tasso di policy della Banca Centrale Europea (BCE),

della Federal Reserve (Fed), della Bank of England (BoE) e della Bank of Japan (BoJ). Come si può notare, a seguito dello scoppio della crisi finanziaria, tutte le quattro banche centrali iniziano a ridurre il proprio tasso di interesse target fino al rapido raggiungimento del limite inferiore dei tassi di interesse: il cosiddetto zero lower bound (ZLB).

FIG. 1 - I tassi di policy delle principali banche centrali



Fonte: dati ECB, Fed, BoE, BoJ

Gli strumenti convenzionali di politica monetaria sono stati quindi affiancati da strumenti non convenzionali il cui intento era duplice: da un lato far aumentare le aspettative di inflazione, e quindi permettere una riduzione dei tassi di interesse reali; dall'altro ridurre i tassi di interesse di lungo periodo, da cui dipendono le decisioni di famiglie e imprese. Questi obiettivi sono stati perseguiti dalle banche centrali tramite operazioni quali

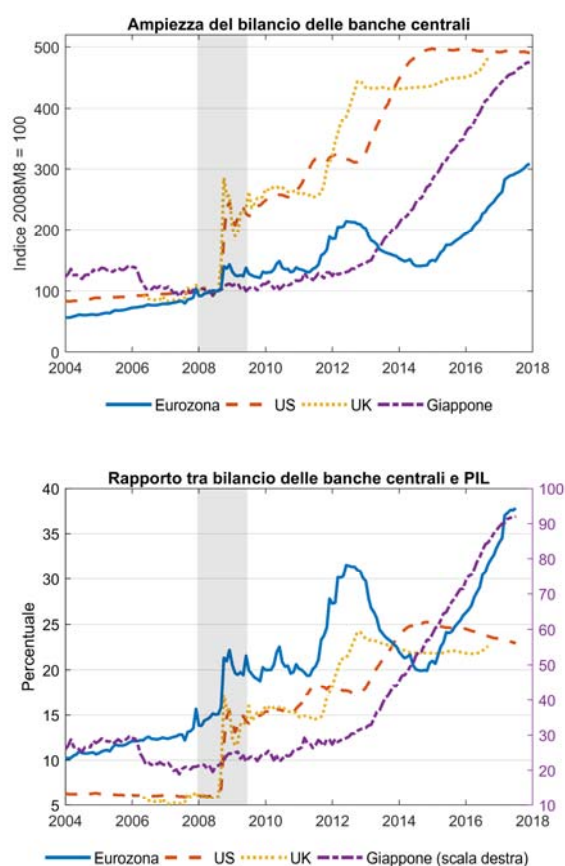
- *extended forward guidance*, ovvero comunicando ai mercati l'intenzione di tenere i tassi bassi per un periodo ben più lungo del *policy horizon* convenzionale;
- *quantitative easing* (QE), ovvero acquistando titoli a lunga scadenza sul mercato secondario in modo da abbassare

* A cura di Anna Florio e Alessandro Gobbi

i tassi a lunga (si veda la FIG. 3) e immettere liquidità aggiuntiva nel mercato.

Il QE ha portato ad un significativo incremento dei titoli, sia di Stato che non, detenuti nell'attivo del proprio bilancio da parte delle banche centrali, come mostrato dalla FIG. 2 che riporta l'andamento del bilancio di BCE, Fed, BoE e BoJ, in valori assoluti (riquadro superiore) e in rapporto al PIL (riquadro inferiore).

FIG. 2 - Il bilancio delle banche centrali



Fonte: ns elaborazioni su dati ECB, Fed, BoE, BoJ

Esaminando le figure si nota che la BoE e la Fed hanno iniziato subito (immediatamente dopo la crisi) e in modo aggressivo ad ampliare le

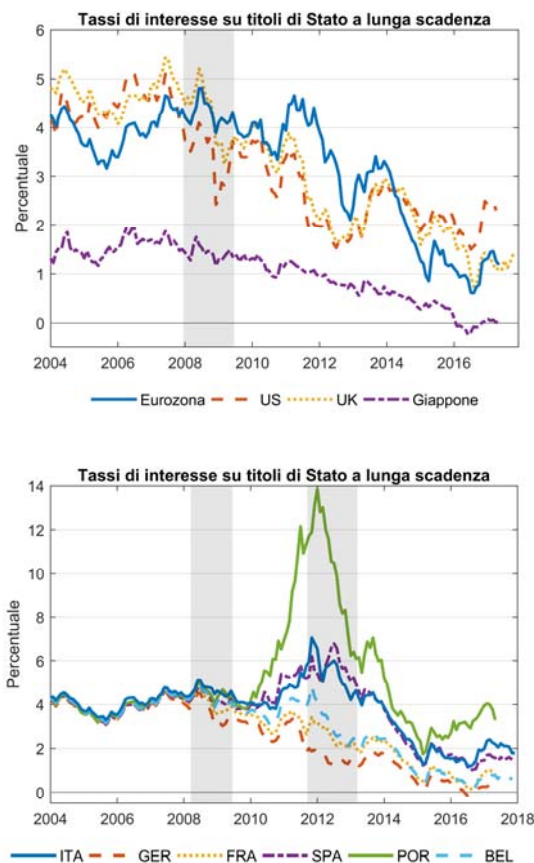
attività detenute nel proprio portafoglio. In particolare, la Fed – impegnata in tre successivi round di accomodamento monetario (QE1, QE2 e QE3) – ha acquistato sia debito a lunga scadenza che titoli garantiti da ipoteche (mortgage-backed securities-MBS) e titoli delle agenzie di debito. Ha inoltre operato un allungamento delle scadenze dei titoli in portafoglio scambiando titoli di Stato a breve con quelli a più lunga scadenza (la cosiddetta “*operation twist*” intrapresa da settembre 2011 a dicembre 2012). Inoltre, al fine di mantenere costante la dimensione del bilancio, ha proceduto a re-investire i titoli in scadenza. A fine 2007 i titoli detenuti dalla Fed erano solamente titoli di Stato e il 32.1% di questi erano titoli a breve (Treasury bills). A fine 2014, invece, la Fed non aveva più in portafoglio titoli a breve: rispettivamente il 41% e il 58.1% dei titoli detenuti erano MBS e titoli di Stato a lunga scadenza¹.

La BCE, invece, ha subito ampliato il suo bilancio dopo la crisi, pur se in maniera meno aggressiva della Fed, per poi lasciarlo contrarre dalla metà del 2012 alla fine del 2014, prima di tornare ad una policy stance decisamente più accomodante a partire dal 2015.

La BoJ, invece, inizialmente la banca centrale più timida nell'espansione del bilancio, aumenta in modo del tutto inusuale la dimensione del proprio attivo solo con la nomina di Kuroda come governatore nel 2013.

¹ Si veda S. Williamson (2015), “Monetary policy normalization in the United States”, Federal Reserve Bank of St Louis Review.

FIG. 3 - I tassi di interesse sui titoli di Stato a lunga scadenza



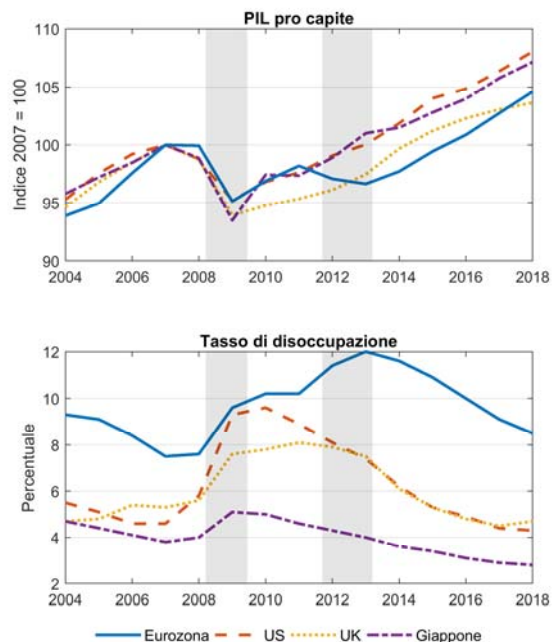
Fonte: dati IMF-IFS

Nel complesso, l'effetto di queste manovre sui tassi a lunga (FIG. 3, riquadro superiore) è notevole: si può infatti notare come dopo l'avvio del QE i tassi sui titoli di stato a 10 anni si siano ridotti in tutti i quattro paesi oggetto di analisi. La riduzione dei tassi a lunga avviene anche, pur se in modo differenziato, a livello di singolo Paese appartenente all'Eurozona (FIG. 3, riquadro inferiore).

2. Il processo di normalizzazione

Dieci anni dopo lo scoppio della crisi finanziaria globale e a seguito dei continui segnali di rafforzamento della ripresa economica le banche centrali hanno iniziato a valutare la possibilità di avviare il processo di normalizzazione della politica monetaria. Le FIG. 4 e 5 illustrano, rispettivamente, l'andamento del Pil pro capite e del tasso di disoccupazione nei quattro paesi analizzati (le barre grigie verticali indicano le fasi di recessione nell'Eurozona). Come si può vedere, se pur con un diverso timing, i paesi stanno sperimentando da qualche anno un trend crescente nel PIL pro-capite e uno decrescente per quanto concerne il tasso di disoccupazione, il che giustifica ampiamente l'inversione di tendenza nella gestione della politica monetaria.

FIG. 4 e 5 - Il Pil pro-capite e tasso di disoccupazione



Fonte: ns elaborazioni su dati AMECO

La Fed è stata la prima a iniziare la lenta riduzione del proprio bilancio, dopo aver



accumulato 4.5 mld di dollari di attività. Nel documento “*Policy Normalization Principles and Plans*”, presentato nel settembre 2014, la Fed individuava tre elementi chiave all’interno del processo di normalizzazione: l’aumento dei tassi di interesse, la riduzione della dimensione del bilancio e l’accorciamento della scadenza dei titoli in portafoglio. Un anno dopo, nel dicembre 2015, ha iniziato l’aumento graduale dei tassi, che sin dallo scoppio della crisi del 2008 erano fermi allo 0%. Gli aumenti dei tassi sono stati motivati, per lo più, da un miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro accompagnati da un’inflazione che, pur se assai modesta, iniziava molto lentamente a muoversi verso il suo valore target pari al 2%. Solo a fine 2017 la Fed ha però dato inizio al vero e proprio processo di normalizzazione che prevede sia il *roll-off* (ovvero il mancato re-investimento in nuove attività) di parte dei titoli di stato e MBS in scadenza, sia la riduzione graduale del bilancio, il “*quantitative tightening*”.

È da sottolineare come i diversi paesi si trovino attualmente in stadi diversi di questo processo di normalizzazione. Ad esempio, relativamente alla gestione dei tassi di policy, è immediato notare come sinora la sola BoE abbia seguito la Fed nella politica di aumento dei tassi. Nel novembre 2017 la BoE ha infatti aumentato i tassi (da 0.25 a 0.5%), in risposta alla maggior inflazione, per la prima volta dopo dieci anni.

La BoJ, nel meeting finale dello scorso anno, ha deciso di mantenere invariati i tassi di interesse e di continuare ad acquistare attività per un corrispettivo di circa 700 mld. di dollari l’anno. La sua strategia di policy - rimasta inalterata dal settembre 2016 – continua ad essere caratterizzata dall’acquisto di un’enorme quantità di attività finanziarie; e da un programma volto a controllare la curva dei rendimenti, mediante il mantenimento di un

tasso di interesse negativo sulle riserve bancarie e di tasso obiettivo pari allo 0% per i rendimenti dei bond a 10 anni.

L’Eurozona, complice la bassa inflazione e (sino a non molti trimestri fa) la modesta crescita, ha lasciato i tassi invariati – con il tasso sul rifinanziamento principale a 0%, quello sul rifinanziamento marginale allo 0.25% e quello sui depositi marginali a -0.4%. Tuttavia, lo scorso 26 ottobre ha annunciato che dimezzerà da 60 a 30 mld. di euro gli acquisti mensili di attività – previsti dalla attuazione del EAPP (*Expanded asset purchase programm*, avviato nel marzo 2015 con l’obiettivo di contrastare una preoccupante tendenza deflazionistica. Tale decisione – che diventerà operativa a partire da gennaio 2018 e che andrà avanti a questo ritmo almeno sino al settembre 2018 o anche oltre qualora fosse necessario – segue un’analoga decisione presa nel dicembre 2016, con cui la BCE annunciava la prima ricalibrazione del APP in ragione di acquisti mensili di titoli per 60 mld. di euro, anziché i precedenti 80.

Come già anticipato nelle pagine precedenti, a supporto di questa ulteriore ricalibrazione del APP vi è un più favorevole scenario macroeconomico, con un tasso di inflazione (sia corrente che core) che tende verso i valori obiettivo unitamente a un irrobustimento della ripresa che conferma come gli stimoli monetari impartiti alla regione abbiano prodotto gli effetti desiderati sull’economia reale.

2.1 Quale timing?

Nella maggior parte dei paesi il processo di normalizzazione dei tassi di interesse non è quindi ancora stato avviato.

Ovviamente, il rischio di agire troppo e troppo velocemente è duplice: aumentare i tassi prima e più del dovuto rischia sia di indebolire la ripresa

dell'attività economica e del processo inflazionistico sia di provocare aggiustamenti repentini nei prezzi degli asset.

Secondo la Banca per i Regolamenti Internazionali², il mercato si aspetta un processo di rialzo dei tassi molto graduale. Tuttavia, se la banca centrale agisce lentamente e molto gradualmente corre sia il rischio di ritrovarsi a dover fronteggiare un'economia surriscaldata, e di dover quindi operare nel futuro un brusco rialzo dei tassi, sia quello di favorire l'assunzione di rischi sui mercati finanziari e alimentare così fenomeni di instabilità finanziaria. Le recenti vicende di Wall Street – e delle principali borse – caratterizzate da una brusca caduta dei corsi azionari in risposta al crescente rischio di surriscaldamento sembrano supportare tale scenario.

Non casualmente alcuni economisti³ sostengono che per conseguire l'obiettivo rappresentato dalla stabilità finanziaria, il processo di normalizzazione non dovrebbe essere ritardato da un'inflazione inferiore al target. Ci sarebbe infatti bisogno di un intervento celere sui tassi in modo da rendere ancora disponibile l'utilizzo di questo strumento nell'eventualità di una nuova fase recessiva. Inoltre, se si considera la strategia attualmente prospettata dalla Fed, essa prevede la normalizzazione del bilancio non prima del 2022-23, ovvero in un lasso temporale più lungo di quello occorso a seguito della *dotcom bubble* agli inizi del 2000 che, a parere di molti, avrebbe a suo tempo favorito un sovra-indebitamento che ha gettato le basi della crisi finanziaria successiva.

Il processo di normalizzazione comporterà cambiamenti nella politica monetaria ma inevitabilmente avrà anche effetti sulla conduzione delle politiche fiscali. Interpretare la realtà economica guardando sia alla politica monetaria che a quella fiscale può spesso essere d'aiuto per spiegare fenomeni altrimenti di difficile interpretazione. Si pensi, per esempio, a come spiegare la coesistenza, durante questi anni, di tassi a zero, di politiche di QE e di bassa inflazione (nonostante l'ingente ammontare di liquidità immesso nei mercati).

Dedicheremo il prossimo paragrafo ad illustrare, in modo sintetico, le interazioni tra politica monetaria e politica fiscale. Queste ci saranno utili dapprima per spiegare perché si è avuta bassa inflazione pur in presenza di politiche monetarie espansive e, in seguito, per analizzare l'effetto di una normalizzazione dei tassi di interesse sulle finanze pubbliche.

3. Le interazioni tra politica monetaria e politica fiscale

In termini estremamente sintetici, è plausibile affermare che la politica monetaria e quella fiscale abbiano due obiettivi: il controllo dell'inflazione e la stabilizzazione del debito. Due diversi mix di politica economica possono svolgere questi compiti. Il primo, il più noto e quello sottostante alla maggior parte dei modelli neo-keynesiani adoperati nello studio della politica monetaria, è quello che chiameremo regime monetario (o regime M). In tale regime la politica monetaria ha come target l'inflazione mentre la politica fiscale ha come obiettivo la stabilizzazione del debito. All'aumentare dell'onere del debito pubblico, la banca centrale costringe le autorità fiscali ad aumentare il prelievo o ridurre la spesa. In particolare, la politica monetaria controlla l'inflazione muovendo i tassi di *policy* seguendo una regola

² “*Monetary policy: inching towards normalisation*” in 87th Annual Report BIS, 2017.

³ Si veda, ad esempio, Roach (2017), “*The courage to normalize monetary policy*”, Project Syndicate, 26 September.

di politica monetaria che rispetti il principio di Taylor (ovvero reagendo all'inflazione in modo più che proporzionale così da poter influenzare nella direzione voluta i tassi di interesse reali); mentre la politica fiscale aggiusta i saldi di bilancio futuri in modo da eliminare qualsiasi effetto ricchezza così da assicurare l'equivalenza ricardiana e stabilizzare il debito soddisfacendo quindi il proprio vincolo di bilancio intertemporale. Nel regime M, quindi, la banca centrale ha un ruolo attivo nel decidere qual è il target inflazionistico da perseguire mentre la politica fiscale ha un ruolo passivo perché deve limitarsi ad eliminare ogni effetto ricchezza aggiustando i surplus in modo da stabilizzare il debito.

L'altro mix possibile di politiche è quello noto come regime fiscale (o regime F). In tale regime il governo decide l'entità dei saldi di bilancio e la banca centrale stampa moneta per garantire la sostenibilità del debito pubblico. Questa politica dà vita ad effetti ricchezza che stimolano la domanda e provocano un aumento dell'inflazione. Se la banca centrale ricopre un ruolo passivo limitandosi a non contrastare l'aumento dell'inflazione (non seguendo il principio di Taylor), quest'ultima porterà ad una riduzione del debito reale in grado di bilanciare il vincolo intertemporale del governo⁴.

⁴ Nella terminologia usuale in questa letteratura il regime M è anche noto come regime di dominanza monetaria o *active monetary/passive fiscal*, il regime F è noto come regime di dominanza fiscale o *passive monetary/active fiscal*. Ci sono altri regimi in cui la banca centrale e il governo non si coordinano (le due politiche sono entrambe passive o entrambe attive) che però qui tralasciamo perché non portano a un equilibrio unico. Sul tema si veda il lavoro di Leeper (1991), "*Equilibria under active and passive monetary and fiscal policies*", *Journal of Monetary Economics*.

La teoria sottostante questo regime è la teoria fiscale del livello dei prezzi⁵, secondo cui l'inflazione aumenta a seguito di una riduzione del valore attuale dell'avanzo primario, che a sua volta cala con l'aumento dei tassi (o con la riduzione dell'avanzo stesso). Un taglio dei tassi quindi può, a volte, spingere l'inflazione verso il basso invece che verso l'alto.⁶

In ultima analisi, le conseguenze finali su inflazione e debito dipendono quindi dalle aspettative che gli agenti hanno sul comportamento attuale e futuro sia della banca centrale che del governo.

In particolare, se banca centrale innalza i tassi di interesse la politica fiscale dovrebbe, per mantenere il bilancio in pareggio, aumentare le tasse o ridurre le spese (dovrebbe fornire un'adeguata "copertura fiscale" all'operato della banca centrale). Cosa succede se questo non avviene? Se gli individui non si aspettano una reazione opportuna (una politica fiscale restrittiva) dal governo, l'aumento del costo del servizio del debito creerebbe degli effetti ricchezza che andrebbero ad aumentare la domanda finale. L'inflazione crescerebbe, anziché diminuire (come invece desiderato dalla banca centrale). Solitamente questi effetti ricchezza sono trascurabili se il debito è basso e/o se i tassi di interesse sono bassi ma con alto debito e tassi che aumentano, a seguito del processo di normalizzazione della politica monetaria, è lecito ipotizzare che questi effetti diventino di un certo rilievo.

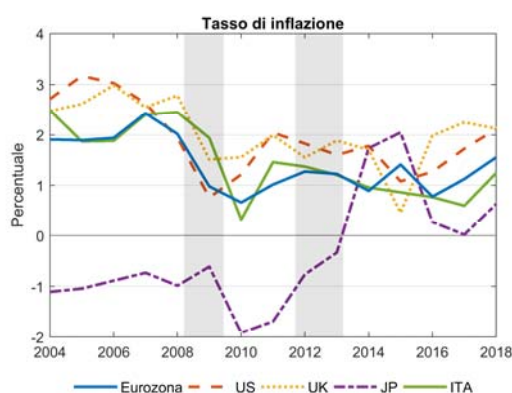
⁵ Si vedano: Leeper (1991); Sims (1994), "A simple model for study of the determination of the price level and the interaction of monetary and fiscal policy", *Economic Theory*; Woodford (1994), "Monetary policy and price level determinacy in a cash-in-advance economy", *Economic Theory*.

⁶ Si veda l'articolo di R. Sorrentino (2016), "I confini inesplorati della politica monetaria", *Il Sole 24 Ore*, 5 agosto.

3.1 Politiche monetarie espansive e bassa inflazione

Le politiche monetarie espansive effettuate per uscire dalla crisi non hanno contribuito ad alimentare l'inflazione che invece si è mantenuta bassa per lungo tempo nei diversi paesi oggetto di quest'analisi (Figura 6) e che solo recentemente ha iniziato ad aumentare.

FIG. 6 - Il tasso di inflazione



Fonte: ns elaborazioni su dati AMECO

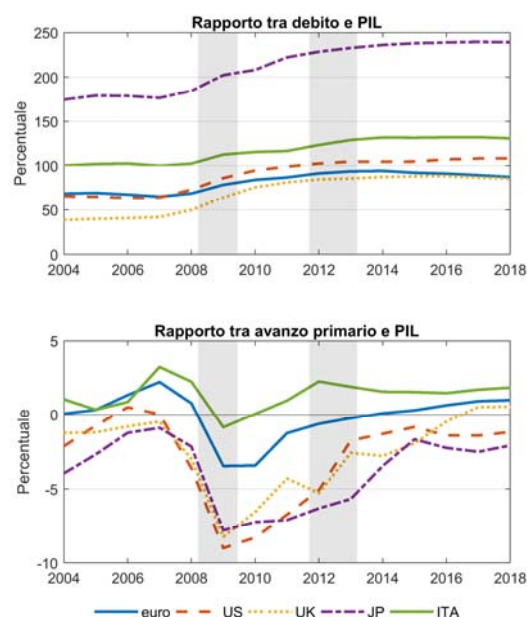
La coesistenza di tassi bassi e bassa inflazione può essere chiarita se – riprendendo lo schema logico appena discusso – si considera anche il comportamento della politica fiscale.

Come abbiamo visto, se la banca centrale innalza i tassi, la politica fiscale dovrebbe, per mantenere in pareggio il bilancio pubblico, fornire un'adeguata copertura fiscale; l'opposto deve avvenire quando la banca centrale abbassa i tassi: la politica fiscale dovrebbe generare un'espansione fiscale in modo da creare effetti ricchezza e stimolare l'inflazione. Se questo non avviene, ovvero se non ci si aspettano disavanzi futuri (non finanziati da tasse o tagli alla spesa), si creano effetti ricchezza negativi e fenomeni di riduzione dei prezzi.

Le politiche monetarie espansive intraprese per uscire dalla crisi sono avvenute in uno scenario

economico caratterizzato da un alto rapporto debito/PIL e da ampi disavanzi.

FIG. 7 e 8 - Il rapporto debito/PIL e il rapporto avanzo primario/PIL



Fonte: ns elaborazioni su dati AMECO

Le figure seguenti mostrano il rapporto debito/PIL (FIG. 7) e l'avanzo primario (FIG. 8) per Eurozona, Stati Uniti, Regno Unito, Giappone e Italia. Subito dopo lo scoppio della crisi (riga verticale tratteggiata) si vede come il primo sia aumentato e il secondo si sia ridotto. Come sottolineato da Sims (2016) durante l'usuale incontro di fine estate di Jackson Hole⁷, maggior debito e maggiori deficit, però, sono stati accompagnati – in un modo o nell'altro, nei diversi paesi - da promesse di coperture fiscali (correnti o future) che hanno sostanzialmente

⁷ Sims (2016), "Fiscal policy, monetary policy and central bank independence", Jackson Hole, 26 August.



impedito che si creassero quegli effetti ricchezza che avrebbero potuto incrementare la domanda aggregata e quindi l'inflazione.

In Europa il continuo rimando all'austerità ha inevitabilmente influenzato le aspettative del pubblico di una futura copertura fiscale da parte del governo e quindi non ha ingenerato quegli effetti ricchezza che avrebbero indotto una più alta inflazione.

In Giappone non vi è stata una vera e propria politica fiscale attiva a causa dell'aumento nella *consumption tax*.

Infine, negli USA la mancanza di chiarezza nella politica fiscale spiega, sempre secondo Sims, il maggior avvicinamento al target inflazionistico in questo Paese (anche se i ben noti problemi fiscali di lungo periodo relativi al sistema sanitario e pensionistico hanno probabilmente generato aspettative di aumento delle tasse o di minori spese future).

Secondo Leeper (2017)⁸, la mancata inflazione a seguito dell'aumento nell'offerta di titoli di Stato negli Stati Uniti sarebbe da imputare ad una "*flight to safety*" che avrebbe incrementato la domanda di titoli governativi e che, a sua volta, avrebbe contribuito a tenerne bassi i rendimenti. Fin quando la domanda assorbe l'offerta di titoli, non vi sarà un aumento dei prezzi e questa massiccia domanda di titoli permarrà fino a che gli individui si aspetteranno un aggiustamento degli avanzi futuri: gli individui, in altre parole, risparmiano (comprano titoli) per poter pagare le maggiori tasse future. Così facendo, lo stimolo alla domanda aggregata e ai prezzi rimane limitato. Qualora dovesse esaurirsi questa richiesta di titoli, ciò che accadrà dipenderà dalla risposta fiscale. Se la

politica fiscale non agirà più in modo da provvedere una copertura fiscale futura allora questo potrebbe ingenerare effetti ricchezza che porterebbero gli individui a vendere i loro titoli per finanziare il consumo corrente stimolando così l'inflazione. In tale situazione, l'inflazione sarebbe un fenomeno prevalentemente fiscale e l'aumento dei tassi d'interesse da parte della banca centrale comporterebbe sia un peggioramento del deficit sia si rivelerebbe di una certa qual inefficacia nel ridurre l'inflazione.

3.2 Effetto della normalizzazione sulle finanze pubbliche

Diversi paesi, come appena visto, stanno riflettendo al momento sul processo di normalizzazione. Se questi seguissero il processo di normalizzazione intrapreso dalla Fed essi procederebbero dapprima all'aumento dei tassi di policy e poi alla vendita dei titoli in portafoglio per ridimensionare il proprio bilancio.

Nel prosieguo ci soffermeremo ad analizzare l'effetto di un aumento dei tassi di interesse sulle condizioni di finanza pubblica. È bene però ricordare che anche le altre azioni di normalizzazione (riduzione del bilancio e accorciamento delle scadenze) possono modificare lo stato delle finanze pubbliche. Si considerino, per esempio, i trasferimenti dei guadagni (dovuti al possesso di titoli di Stato) della banca centrale al Tesoro. L'entità di questi trasferimenti varia al variare delle dimensioni e della composizione del bilancio della banca centrale. La normalizzazione potrebbe contribuire ad un peggioramento del disavanzo statale perché, man mano che il bilancio della banca centrale si contrae, i trasferimenti che questa fa a beneficio dello Stato si riducono.

⁸ Leeper (2017), "*Monetary-Fiscal policy interactions*", testimony before the subcommittee on monetary policy and trade committee on financial services, July 20.

Inoltre, con l'espansione del proprio bilancio le banche centrali hanno acquisito un ammontare rilevante di passività (i.e., riserve bancarie) su cui pagano un interesse, con tassi attualmente molto bassi (0.5% per la BoE) o negativi (-0.4% per la BCE): un aumento dei tassi di interesse farebbe ridurre notevolmente i profitti delle banche centrali e di conseguenza comprimerebbe i trasferimenti verso il Tesoro.

Di fronte a un rafforzamento della ripresa economica e ai primi cenni di rialzo dell'inflazione, così come fatto dalla Fed, anche le altre banche centrali inizieranno ad aumentare i tassi di interesse. Come già visto, però, perché questa strategia risulti efficace il governo dovrebbe provvedere alla stabilizzazione del debito aumentando gli avanzi futuri per evitare effetti ricchezza che renderebbero più difficile il conseguimento dell'obiettivo rappresentato dalla stabilizzazione dell'inflazione. Bassi livelli di debito e bassi tassi di interesse garantiscono tuttavia che i mutamenti nell'entità del servizio del debito siano modesti, così come lo sono le tasse necessarie per coprirli. Un aspetto quasi banale ma al tempo stesso importante dato che nell'ultimo decennio il servizio sul debito è stato modesto grazie agli eccezionali bassi tassi di interesse.

Per avere un'idea più precisa di quanto la normalizzazione della politica monetaria - realizzata attraverso maggiori tassi di interesse - possa influenzare l'evoluzione della politica fiscale nell'Eurozona, consideriamo i cosiddetti effetti *snow-ball* calcolati dalla Commissione Europea⁹. Questi misurano l'impatto delle variazioni di tassi di interesse, inflazione e tasso di crescita del PIL sul rapporto debito/PIL. La TAB. 1 mostra che tali effetti hanno un segno

negativo per l'Euro area nel suo complesso: peraltro, la stessa tabella mostra come gli effetti *snow-ball* spieghino per circa un terzo la riduzione del rapporto debito/PIL a partire dal 2014. Inoltre, non va dimenticato che alcuni paesi, tra cui l'Italia, sono invece caratterizzati dalla presenza di effetti *snowball* positivi che la Commissione spiega con alti premi al rischio sui tassi e/o una bassa crescita.

TAB. 1 - Effetti *snow-ball* nell'Eurozona, per paese (% del PIL)

Paese	Media 2010-2013	Media 2014-2017
Belgio	0.6	0.1
Germania	-0.3	-1.1
Portogallo	5.2	0.5
Spagna	3.6	-0.1
Francia	0.7	0.1
Italia	4.2	2.0
Eurozona	1.5	-0.3

Fonte: Commissione Europea, dati AMECO

Una normalizzazione dei tassi, tuttavia, potrebbe quindi comportare importanti conseguenze fiscali.

Un ulteriore modo per raggiungere una simile conclusione è quello di esaminare l'evoluzione del rapporto debito/PIL, considerando la semplice relazione che esprime il vincolo di bilancio delle amministrazioni pubbliche:

$$b_t = \frac{(1 + i_t)}{(1 + \pi_t)(1 + g_t)} b_{t-1} - s_t$$

$$\cong (1 + i_t - \pi_t - g_t) b_{t-1} - s_t,$$

dove b_t è il rapporto debito/PIL, s_t è il rapporto tra avanzo primario e PIL, mentre i_t , π_t e g_t sono rispettivamente il tasso di interesse pagato

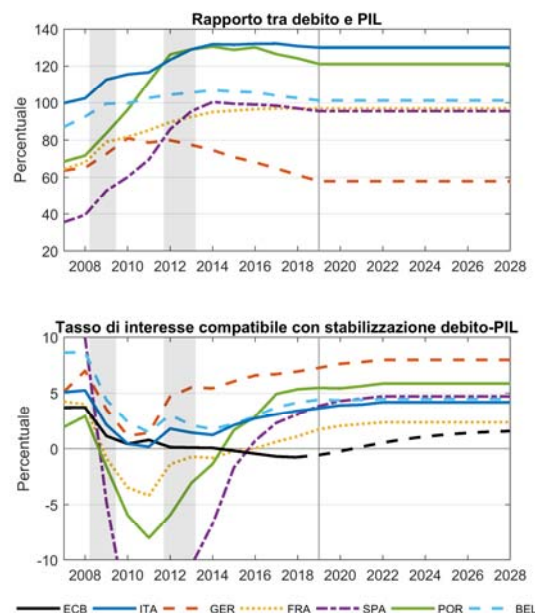
⁹ Si veda: European Commission (2018), "Debt sustainability monitor 2017".

sui titoli di Stato, il tasso di inflazione e il tasso di crescita del PIL reale. Il termine $(i_t - \pi_t - g_t)b_{t-1}$ nella formula è una misura, approssimata, dell'effetto *snow-ball*. Il rapporto debito/PIL tende quindi ad aumentare ogni qualvolta il tasso di interesse eccede il tasso di crescita del PIL nominale, a meno che il governo non riesca a raggiungere un adeguato livello di surplus primario. Tale livello sarà tanto più elevato quanto maggiore è l'ammontare del debito esistente. La precedente equazione può essere utilizzata per valutare con un semplice esercizio quantitativo la sostenibilità del debito pubblico in relazione al livello prevalente del tasso di interesse. In altri termini, si può calcolare il tasso di interesse che garantisce la stabilizzazione del debito al suo attuale livello, assumendo un determinato scenario circa l'andamento futuro di inflazione, crescita reale e avanzo primario. Se queste tre variabili sono supposte costanti, il livello del tasso di interesse stabilizzante è dato semplicemente da

$$i \cong \pi + g + \frac{s}{b}$$

Questa relazione implica che il rapporto debito/PIL di un paese cresce ogni qual volta il suo tasso stabilizzante è inferiore al tasso di interesse medio pagato sui titoli di debito pubblico. È dunque evidente che un più alto rapporto avanzo primario/debito, nonché maggiori tassi crescita di prezzi e output, concedono alla banca centrale più spazio per aumentare il tasso di interesse, senza che tale aumento si rifletta in un peggioramento del rapporto debito/PIL.

FIG. 9 - Il rapporto debito/PIL e il tasso stabilizzante



Fonte: ns elaborazioni su dati AMECO

La FIG. 9 mostra il tasso di interesse (riquadro inferiore) compatibile con la stabilizzazione del rapporto debito/PIL (riquadro superiore) per alcune delle principali economie dell'eurozona. Per il periodo 2007-2019 i grafici si basano sulle serie storiche annuali del database AMECO della Commissione Europea¹⁰. Dal 2020 i grafici sono costruiti assumendo che ogni paese mantenga il tasso di crescita reale e il surplus primario previsto per il 2019, mentre l'inflazione è ipotizzata costante al 2%. Ad esempio, per l'economia italiana viene ipotizzata una crescita reale di 0.9% e un avanzo primario pari all'1.5% del PIL. I tassi di interesse stabilizzanti hanno subito una decisa riduzione a seguito della recessione dell'eurozona del 2008-2009, a causa sia della caduta dell'output sia dei notevoli livelli di disavanzo registrati dai

¹⁰ Per gli anni 2018 e 2019 si tratta di dati previsionali.

governi dei paesi presi in esame. I tassi stabilizzanti sono poi risaliti a seguito delle politiche di austerità intraprese dal 2010 e dalla ripresa dell'eurozona che ha fatto seguito al *double dip* del 2012-2013. La stabilizzazione della crescita europea dell'ultimo biennio e il miglioramento dei saldi di finanza pubblica hanno portato i tassi stabilizzanti a livelli pari o superiori al 4% in tutti i paesi, con l'eccezione della Francia il cui processo di aggiustamento fiscale è ancora incompleto¹¹.

Nella FIG. 8 viene mostrata anche una misura del tasso di interesse a breve *risk-free* dell'eurozona (linea nera), unitamente alle previsioni circa il suo andamento futuro presenti sui mercati finanziari a gennaio 2018 (linea nera tratteggiata)¹². Questo tasso non rappresenta direttamente il tasso di interesse pagato sul debito: ne è piuttosto un limite inferiore, a cui va aggiunto un premio per la liquidità – legato alla durata media dei titoli di Stato – e un premio per il rischio di credito – determinato dalla probabilità di default dell'emittente. Il tasso di interesse atteso *risk-free* rispecchia le aspettative dei mercati riguardanti il comportamento futuro della Banca Centrale Europea. Attualmente, i mercati sembrano credere al perdurare di uno scenario di politica monetaria accomodante, in cui il sentiero futuro del tasso di interesse ha due caratteristiche principali. In primo luogo, i mercati prevedono che al termine di processo di restrizione monetaria i tassi nominali di riferimento saliranno ad un livello comunque

moderato pari a circa l'1.75%, con un aumento di soli 225-250 punti base rispetto ai valori attuali. Si tratta di un rialzo dei tassi ben inferiore a quello attuato durante la fase espansiva del 2001-2008, in cui i tassi di riferimento erano risaliti fino al 4.25%. In secondo luogo, si prevede che la fase di aggiustamento dei tassi sarà particolarmente lenta: la curva dei tassi *forward* implica che il primo rialzo da 25 punti base avverrà solo nella seconda metà del 2019 e che da quel momento i tassi saliranno al ritmo di 25 punti base all'anno, impiegando quindi circa 10 anni per raggiungere il loro valore terminale.

Questo scenario *dovish* si basa sull'idea che la BCE seguirà il comportamento della Fed ed inizierà ad alzare i tassi solo dopo aver esaurito la fase di espansione del bilancio, che come detto durerà almeno fino a settembre 2018, ed aver atteso per circa un anno. Inoltre, il consenso di mercato sembra credere all'idea della *secular stagnation*, secondo cui il tasso reale delle economie avanzate si è ridotto e che esso non potrà discostarsi da valori vicini allo zero nei prossimi decenni. Con le aspettative di inflazione allineate al target del 2%, questa visione implica tassi di interesse nominali di circa il 2% nel lungo periodo. In un tale contesto di tassi relativamente bassi, la sostenibilità del debito pubblico italiano ed europeo non verrebbe messa in discussione, anche ipotizzando un premio per il rischio per le obbligazioni italiane di circa 150-200 punti base rispetto agli equivalenti titoli europei con rating AAA. Anzi, nel medio periodo lo spread italiano potrebbe spingersi sino a 400-450 punti base senza comportare l'aumento del rapporto debito/PIL.

Il tasso stabilizzante mostrato in FIG. 8 è un tasso di interesse medio pagato sul debito. La vita residua media ponderata dei titoli di debito

¹¹ Da un'altra prospettiva, il governo francese potrà facilmente aumentare il proprio tasso stabilizzante sfruttando l'ampio margine di riduzione del deficit ancora a disposizione.

¹² Il tasso *risk-free* è rappresentato dal tasso spot a 6 mesi sui titoli di Stato dell'eurozona con rating AAA (fonte: Banca Centrale Europea). Per il periodo 2018-2025 il tasso *risk-free* atteso è data dal tasso *forward* a 6 mesi implicito nella *yield curve* misurata il 18 gennaio 2018.

pubblico italiani è di circa 6.8 anni (dati Commissione Europea, gennaio 2018) e quindi l'andamento del tasso di interesse di mercato tende ad anticipare di qualche anno l'evoluzione del rendimento medio del debito. Se l'aumento dei tassi sarà graduale allora si rifletterà molto lentamente sulla spesa per interessi favorendo ulteriormente la sostenibilità del debito pubblico italiano.

L'ampiezza dell'impatto di un movimento dei tassi di mercato sulle finanze pubbliche e il suo timing dipende infatti anche dalla scadenza media del debito residuo: un aumento dei tassi di interesse si rifletterebbe più velocemente sui costi di servizio del debito dei paesi aderenti all'UE con un debito a più bassa scadenza rispetto a quelli con debito a scadenza più lunga. La TAB. 2 mostra l'impatto di un aumento dei tassi di interesse di 100 punti base sul tasso di interesse implicito, ovvero il rapporto tra la spesa per interessi sostenuta in un dato anno e il valore dello stock nominale di debito a inizio anno, per diversi paesi europei. Più lunga è la scadenza del debito residuo, più lenta è la trasmissione dello shock dai tassi di mercato al tasso implicito.

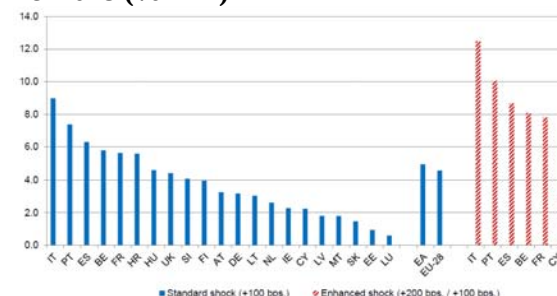
Nonostante dalla TAB. 2 si evinca come in Italia l'aumento del tasso implicito avverrà lentamente trasmettendosi quasi integralmente (90%) solo dopo 10 anni, l'effetto di un aumento del tasso di mercato sul rapporto debito/PIL, già fra dieci anni, sarà sostanziale. Il grafico che segue (FIG. 10) mostra tale effetto nel 2028: per l'Italia il rapporto debito/PIL aumenterà da 9 punti percentuali, nello scenario standard con un aumento del tasso di 100 punti base, a 12 punti percentuali se lo shock ai tassi sarà più alto (grafico rosso a destra).

TAB. 2 - Impatto di un aumento del tasso di interesse di mercato (+1 pp.) sul tasso di interesse implicito

Paese	Impatto sul tasso implicito dopo anni...				Quota debito pubblico a breve (% debito)	Quota debito pub a lunga (% debito a lunga)	Vita residua media del debito (anni)
	t+1	t+2	t+10	t+20			
Belgio	0.3	0.6	0.8	1.0	8.1	9.5	8.8
Germania	0.3	0.6	0.9	1.0	9.0	15.7	5.8
Portogallo	0.3	0.6	0.8	1.0	14.7	10.5	6.4
Spagna	0.3	0.6	0.9	1.0	8.9	13.7	6.6
Francia	0.3	0.5	0.8	1.0	11.1	8.8	7.1
Italia	0.4	0.6	0.9	1.0	14.0	12.2	6.8
EU 28	0.3	0.6	0.8	1.0	10.9	11.0	7.7

Fonte: dati Commissione Europea, Eurostat, BCE

FIG. 10 - Impatto di uno shock ai tassi di interesse di mercato sul rapporto debito/PIL nel 2028 (% PIL)



Nota: in blu shock standard (+100 pb), in rosso shock potenziato (+200 pb) per i paesi ad alto debito.

Fonte: Commissione Europea

Stabilizzare un più alto debito richiederà ovviamente maggiori sacrifici fiscali: la TAB. 3 mostra come l'Italia dovrebbe aumentare il suo avanzo primario di 0.8 punti percentuali a fronte di uno shock ai tassi di interesse di 100 punti base e di 1 un punto percentuale a fronte di shock maggiori.

TAB. 3 - Cambiamenti necessari negli aggiustamenti fiscali per stabilizzare il rapporto debito/PIL

Paese	Standard shock (+ 100 bsp)	Shock potenziato in paesi ad alto debito (+ 200/+100 bsp)
Belgio	0.5	1.2
Germania	0.4	
Portogallo	0.7	1.4
Spagna	0.6	0.8
Francia	0.4	0.8
Italia	0.8	1.0
Eurozona	0.4	

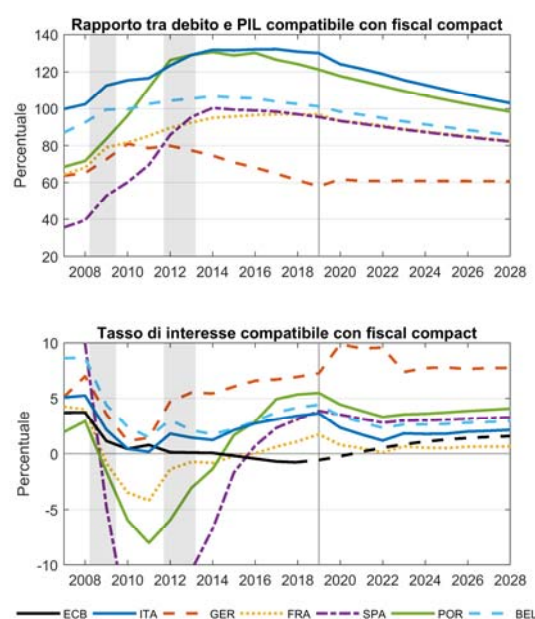
Nota: Viene misurato il gap tra l'avanzo primario iniziale e quello che stabilizzerebbe il debito nel medio periodo (2032) al suo livello iniziale. Corrisponde alla componente "Initial budgetary position" dell'indicatore S1.

Fonte: Commissione Europea

Gli accordi di finanza pubblica europei impongono, tuttavia, la riduzione del debito pubblico verso l'obiettivo del 60% sancito dal Patto di bilancio del 2012 (il cosiddetto "fiscal compact"). In base a questo trattato, i governi dell'eurozona si sono impegnati a diminuire il rapporto debito/PIL di una quota pari ad un ventesimo all'anno della parte eccedente il 60% del PIL. Quale sarebbe il tasso di interesse compatibile con tale riduzione, a parità di avanzo primario, crescita reale e inflazione? Il risultato di questa simulazione è riportato in FIG. 11, unitamente all'evoluzione del rapporto debito/PIL previsto dal fiscal compact. In questo caso, paesi ad alto debito come Italia e Belgio appaiono più vulnerabili a fronte dell'atteso aggiustamento della politica monetaria. L'Italia in particolare potrebbe mantenersi sulla traiettoria di riduzione del debito se il suo tasso di interesse medio non salisse oltre il 2% circa.

Si tratta di un valore fuori portata, considerando che il tasso di rendimento implicito del debito pubblico italiano, pur trovandosi al suo minimo storico dopo una lunga fase di discesa della spesa per interessi, sarebbe pari al 2.75% nel 2019 in base alle previsioni della Commissione Europea. Rispettare il fiscal compact richiederebbe quindi ai futuri governi di aumentare l'avanzo primario varando ulteriori misure di contenimento della spesa pubblica o di incremento delle entrate.

FIG. 11 - Il rapporto debito/PIL e il tasso stabilizzante compatibili con fiscal compact



Fonte: ns elaborazioni su dati AMECO

3.3 Normalizzazione e rendimento atteso dei titoli sovrani

A seguito del QE e fino a dicembre 2017, l'Eurosistema ha acquisito attività per circa 2.28 trilioni di euro. La maggior parte (1.89 trilioni di euro) è stata costituita da titoli sovrani: detenendo circa il 19.5% del debito pubblico lordo dell'Eurozona, l'Eurosistema è diventato il



principale creditore dei paesi dell'area euro¹³. A partire da gennaio di quest'anno, però, la BCE ha dimezzato l'acquisto mensile di attività e ha ridimensionato il PSPP (*Public Sector Purchase Programme*) con una spesa mensile in titoli di stato che passerà da 45 a 20 mld. di euro. L'acquisto di titoli da parte della BCE non è però senza vincoli. Il limite del 33% dell'emittente, quasi raggiunto per la Germania (e per il Portogallo), fa sì che si avvicini la possibilità di un blocco degli acquisti da parte della BCE di bund tedeschi che da gennaio si ridurranno da 12 a 5 mld. di euro mensili. Ne consegue la previsione di un aumento del bund decennale Tedesco dallo 0.7% odierno allo 0.9% a fine 2018¹⁴. In questo contesto, i mercati si interrogano sul possibile effetto della normalizzazione sui rendimenti dei titoli sovrani dei paesi aderenti all'Eurozona.

Per quanto riguarda i titoli di stato dei paesi periferici, essi nel 2017 hanno sperimentato un vero e proprio rally, con spread che si sono ridotti in modo netto. Ad esempio, lo spread BTP/Bund e persino lo spread tra bond portoghesi e Bund tedeschi sono attualmente di 130 punti base circa. Questo andamento è legato ai buoni dati di crescita reale registrati dalle economie europee e al conseguenziale miglioramento delle finanze pubbliche dei paesi periferici, nonché a una ridotta avversione al rischio da parte degli investitori. I mercati tuttavia si attendono, nel corso del 2018, una maggior volatilità dei rendimenti dei titoli periferici, a causa di due fattori. In primo luogo, le elezioni italiane del marzo 2018 e la possibile affermazione di partiti euroscettici potrebbero portare ad un improvviso ampliamento dello spread BTP/Bund, con potenziale spillover verso

i titoli degli altri paesi periferici. In secondo luogo, la riduzione (e l'eventuale cessazione) del programma di acquisto di titoli pubblici della BCE influenzerà ovviamente anche i rendimenti dei titoli periferici. In particolare, qualora il rendimento sui Bund dovesse aumentare come previsto, gli investitori sarebbero meno propensi a ricercare maggiori rendimenti acquistando titoli dei periferici.

L'impatto finale sui rendimenti dei titoli di stato dipenderà da come si bilanceranno diverse forze che potrebbero spingerne i rendimenti in direzione opposta. Il fatto che l'Eurosistema continuerà ad acquistare attività fino alla fine del 2018 e a reinvestire i titoli in scadenza, fa sì che l'effetto stock, legato alla dimensione del bilancio della BCE, persisterà contribuendo ad una riduzione del term premium¹⁵. Inoltre, se la BCE decide di non aumentare i tassi almeno fino al termine del QE, e se l'inflazione non aumenta, la politica monetaria rimarrà ancora sostanzialmente espansiva provocando una pressione verso il basso dei rendimenti dei titoli sovrani. D'altra parte, la riduzione negli acquisti da gennaio 2018 e il possibile annuncio di un'uscita dal QE potrebbero comportare un innalzamento dei rendimenti.

Si noti anche che l'effetto flusso, che dipende dagli acquisti mensili netti quindi comprensivi dei reinvestimenti, sarà sempre meno rilevante rendendo così i rendimenti dei titoli di stato maggiormente influenzati dalle variabili macroeconomiche. Anche per questo motivo, l'impatto sui rendimenti dipenderà oltre che dalla velocità con cui la normalizzazione sarà implementata, anche dalle comunicazioni in merito che saranno fornite ai mercati. La BCE se non vuole aumentare la volatilità sul mercato, già in possibile rialzo a causa dell'incertezza sul

¹³ Si veda "QE monitor. Exit in slow motion", dicembre 2017, Allianz.

¹⁴ Si veda Outlook 2018, Generali Investments.

¹⁵ Per questa parte si veda Euroconference news, "La settimana finanziaria", Banca Esperia, giugno 2017.

processo inflattivo, dovrebbe incrementare la propria predicibilità sui passi intrapresi nel processo di normalizzazione. Alla fine dell'anno scorso la BCE ha comunicato la sua intenzione di voler "rivisitare" presto il linguaggio usato nella *forward guidance* senza però fornire ulteriori dettagli in proposito. Siamo propensi a credere che una *forward guidance* contingente alla situazione macroeconomica, come quella adoperata dalla Fed, avrebbe un ruolo di primo piano nel guidare le aspettative del mercato e nel plasmare la curva dei rendimenti dell'area euro.

Conclusioni

Il processo di normalizzazione della politica monetaria, con il conseguente aumento dei tassi di interesse di mercato, avrà importanti conseguenze fiscali. L'aumento dei tassi, infatti, si rispecchierà sui servizi del debito e quindi contribuirà ad aumentare il rapporto debito/PIL dei diversi paesi. All'interno dell'Eurozona, ai paesi meno virtuosi, dove tale rapporto è già elevato, sarà richiesto uno sforzo ulteriore in termini di aumento dell'avanzo primario per stabilizzare il più alto debito. Qualora tali paesi non rispettassero il fiscal compact e quindi non si impegnassero in una copertura fiscale futura, questo potrebbe ingenerare effetti ricchezza tali da incrementare l'inflazione, soprattutto se il processo di normalizzazione della politica monetaria proseguisse con un timing tale da lasciarla relativamente accomodante nel medio periodo. Non possiamo a priori escludere che, una volta raggiunto il tasso di occupazione di pieno impiego, un tale aumento di inflazione potrebbe essere di un qualche beneficio alla preoccupante situazione debitoria dei paesi in oggetto.

Il ritmo con cui avverrà il processo di normalizzazione della politica monetaria sarà dettato dall'evoluzione dei dati macroeconomici.

Le conseguenze finali su inflazione e debito dipendono però, come già sottolineato, dalle aspettative che gli agenti hanno sul comportamento attuale e futuro sia della banca centrale che del governo. In questo contesto, se la BCE vorrà guidare le aspettative del mercato, dovrà seguire la Fed e adoperare una *forward guidance* contingente alla situazione macroeconomica al fine di aumentare la propria predicibilità e contribuire così a plasmare la curva dei rendimenti dell'area euro. Per quanto detto, anche l'autorità fiscale però dovrà iniziare ad utilizzare questo strumento al fine di ridurre l'incertezza sulle decisioni di policy e la volatilità sul mercato.



4. EFFETTI MACROECONOMICI DELLE MISURE NON CONVENZIONALI DELLA BCE IN ITALIA[♦]

1. Le misure non convenzionali della BCE

Con l'inizio della seconda recessione, verso la metà del 2011, il processo di *de-leveraging* delle banche europee si è inasprito. Secondo quanto riporta Peter Praet (2017) – componente dell'*Executive Board* della BCE – questo processo era inevitabile e necessario da tempo, visti gli eccessi di indebitamento negli anni pre-crisi. Tuttavia, sempre secondo Praet, “invece di ridurre le attività pesate per il rischio (*risk-weighted assets*) raccogliendo capitale o vendendo attività non centrali, le banche europee cominciarono a ridurre i prestiti. Nei paesi più severamente colpiti dalla crisi del debito sovrano, i rendimenti aggiustati per il rischio erano scesi al punto in cui le banche avevano un incentivo forte a riscattare i prestiti e a ridurre l'attività”. Per tutto il 2013 i prestiti concessi al settore privato sono rimasti in caduta libera (FIG. 1) e l'inflazione ha cominciato a scendere sotto il 2%, in un percorso che l'ha portata in territorio negativo alla fine del 2014 (FIG. 2).

Il duplice taglio dei tassi da parte della BCE nel corso del 2013 – che arrivò a portare il tasso di rifinanziamento principale allo 0,25% in novembre – e l'introduzione della *extended forward guidance* – costituita dall'annuncio del mantenimento di un atteggiamento di politica monetaria espansivo anche nel futuro più distante – ebbero l'effetto di frenare la discesa dell'inflazione e dei prestiti solo nella prima parte del 2014. Con la caduta dei prezzi del petrolio nell'estate 2014, il rischio che si innescasse una

spirale deflattiva era concreto. È in questa allarmante situazione che la BCE si orientò a varare misure di politica monetaria non convenzionale di portata decisamente maggiore rispetto a quanto fatto negli anni precedenti, con le operazioni (semi-convenzionali) di *full allotment* a tasso fisso (avviate già sul finire del 2008) e con le varie tranches di LTRO (*Longer term refinancing operations*, avviate alla fine del 2011), per non parlare dell'annuncio delle OMT (*Outright monetary transactions*) del luglio 2012. Con tassi già prossimi allo zero, alla BCE non restava che l'opzione di tentare ciò che non aveva osato nei precedenti 6 anni. Cercare cioè di influenzare direttamente l'intera struttura dei tassi rilevanti per i finanziamenti al settore privato, al fine di rivitalizzare il credito bancario e l'accesso delle imprese al mercato obbligazionario.

Gli strumenti scelti dalla BCE sono i seguenti:

- 1) una nuova tornata (in più *tranche*) di rifinanziamenti a più lungo termine (ma con possibilità di rimborso anticipato), denominati TLTRO (*Targeted longer term refinancing operations*), dove il “target” consiste nella concessione effettiva di credito al settore non finanziario. Mediante le LTRO – recita il sito della Banca d'Italia – l'Eurosistema offre alle banche finanziamenti con scadenze fino a quattro anni, ma condizionati “all'ammontare dei prestiti concessi a società non finanziarie e famiglie (con esclusione di quelli per l'acquisto di abitazioni)”.
- 2) Tasso di interesse negativo pagato dalla BCE sulla liquidità depositata overnight dalle banche nei loro conti presso la BCE (*deposit facility rate*) (FIG. 4). Il fine è soprattutto quello di abbassare e appiattire la parte iniziale e intermedia della curva dei rendimenti, avendo tolto motivazioni alla percezione che i tassi possano soltanto salire e non anche scendere, appunto, sotto lo zero. Il tasso sulle *deposit facilities* venne portato a -30 punti base nel giugno 2014 e poi a -40 punti base

[♦]a cura di Andrea Boitani e Andrea Monticini

FIG. 1 - Prestiti al settore privato nella UE



Fonte: Tradingeconomics.com, su dati BCE

FIG. 2 - Tasso di inflazione nell'Eurozona



Fonte: Tradingeconomics.com, su dati BCE

FIG. 3 - Tassi di interesse BCE sulle operazioni di rifinanziamento principale



Fonte: Tradingeconomics.com, su dati BCE

nel marzo del 2016 e a questo nuovo livello è rimasto a tutt'oggi (marzo 2018). L'efficacia della misura nello stimolare il credito dipende crucialmente dalla capacità delle banche di ridurre i tassi riconosciuti alla clientela, senza quindi comprimere troppo i propri margini di profitto. Qualora questi si riducessero in maniera significativa, infatti, si ridurrebbe endogenamente l'*equity* delle banche e con esso la stessa capacità delle banche di concedere crediti. I tassi negativi, dunque, sono più efficaci quando le banche si approvvigionano meno attraverso i depositi al dettaglio e di più attraverso altre fonti (Schepens,

2018). Come hanno sintetizzato Nucera et al (2017), “le banche con flussi di reddito sufficientemente diversificati vengono percepite come a più basso rischio (sistemico). Tali banche sembrano essere beneficiarie nette dei tassi negativi”. Le altre, quelle più concentrate sul tradizionale business di raccolta dalla clientela al dettaglio, coi tassi negativi possono diventare più rischiose e, con ciò, tendere a prestare meno (vedi anche Demiralp et al, 2017).

FIG. 4 - Tasso di interesse sui depositi overnight presso BCE



Fonte: Tradingeconomics.com, su dati BCE

3) Un programma di acquisto (APP) – da parte delle banche centrali nazionali, su incarico della BCE – di titoli pubblici e privati (*asset backed securities, covered bonds, corporate bonds*) su larga scala a partire dal marzo 2015, con l'obiettivo di spingere più in basso possibile la curva dei rendimenti, riducendo il premio al rischio per tutte le scadenze. Questa misura - il *Quantitative Easing* vero e proprio (QE) - ha l'obiettivo di spingere gli operatori privati a reimpiegare il ricavato delle vendite dei titoli (a prezzi sostenuti) in attività finanziarie e reali con rendimenti relativamente più elevati. Ivi comprese, naturalmente, anche le attività estere. Il

che avrebbe dovuto consentire all'euro di deprezzarsi e per questa via stimolare le esportazioni e permettere l'aumento del prezzo in euro delle importazioni, con conseguente sostegno all'inflazione dell'Eurozona.

Come sottolineato da Praet (2017), il QE e il tasso di interesse negativo sulle *deposit facilities* doveva spingere anche le banche a concedere più crediti, da un lato riducendo il loro costo di finanziamento e dall'altro abbassando il prezzo delle banche per i crediti che erogano (avendo in generale ridotto il premio di rischio). Non solo, gli acquisti di titoli avevano anche l'obiettivo di far salire l'incentivo per le banche a concedere

crediti. Una riduzione dei rendimenti sui titoli a reddito fisso doveva incoraggiare le banche a un ribilanciamento del loro portafoglio di attività, a favore dell'impiego in attività con un maggior rendimento aggiustato per il rischio, tra cui anche il credito.

Il canale del credito rischiava, però, di essere in ampia parte ostruito qualora le banche avessero un insufficiente buffer di capitale (Boeckx et al., 2017). Il che spiega perché, proprio mentre si accingeva a mettere in campo le misure di politica monetaria non convenzionale più robuste (dopo la metà del 2014) il *Single Supervisory Mechanism* produceva i primi esercizi di stress test sulle banche dell'Eurozona di maggiore dimensione. L'obiettivo era non solo di puntellare la stabilità finanziaria attraverso una più penetrante regolazione macro-prudenziale. Il rafforzamento di capitale delle banche ordinarie era anche finalizzato a incrementare l'efficacia delle politiche monetarie non convenzionali, in particolare per favorire la ripresa del credito al settore privato non finanziario.

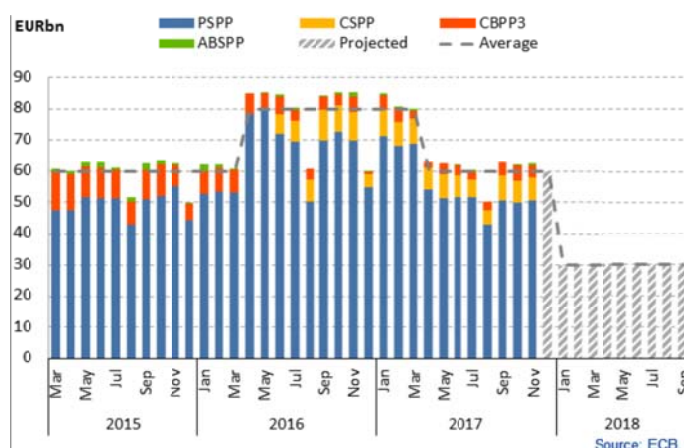
La dimensione dell'APP è stata ingente: in media 60 miliardi al mese tra marzo 2015 e marzo 2016, per salire poi a 80 miliardi mensili fino a marzo 2017 e scendere nuovamente a 60 miliardi al mese fino a dicembre 2017, quando il programma di acquisti è stato ridotto a 30 miliardi al mese, livello previsto fino a settembre 2018 (FIG. 5).

Come è possibile notare in FIG. 5, la parte nettamente maggiore del programma di acquisti ha riguardato titoli pubblici con scadenza da 1 a 30 anni (PSPP). Nel primo anno del programma di QE, al secondo posto si trovavano gli acquisti di *covered bonds* – iniziati come CBPP3, in realtà, nell'ottobre del 2014. Al terzo posto si trovavano gli acquisti di *asset backed securities* (ABSPP, iniziati nel novembre 2014). A partire dal giugno 2016 un posto rilevante è stato occupato dall'acquisto di obbligazioni corporate

denominate in euro (con un rating minimo BBB-), emesse da imprese “residenti” nell'Eurozona e con una durata minima residua di 6 mesi e massima di 30 anni.

Il dibattito sull'efficacia delle misure non convenzionali, sia sotto il profilo della teoria monetaria sia sotto quello empirico, è vastissimo. Non è certo possibile riassumerlo in questa sede¹. Qui di seguito ci limitiamo a un tentativo di risposta ai seguenti quesiti: attraverso quali canali il QE della BCE ha avuto un impatto sulle variabili macroeconomiche italiane? È possibile quantificarlo?

FIG. 5 - APP della BCE e sua composizione



Fonte: BCE

2. Misure non convenzionali e dinamica dei prestiti in Italia

La BCE ha annunciato il QE nel mese di Gennaio 2015. Dal successivo mese di marzo, la BCE ha iniziato ad implementare questa misura non-convenzionale di politica monetaria. Come il QE avrebbe dovuto aiutare l'economia italiana? Per rispondere è bene ricordarne brevemente il funzionamento. Mediante l'APP, la BCE acquista titoli obbligazionari dalle banche, ottenendo due

¹ Per una sintesi si rinvia a Constancio (2017).

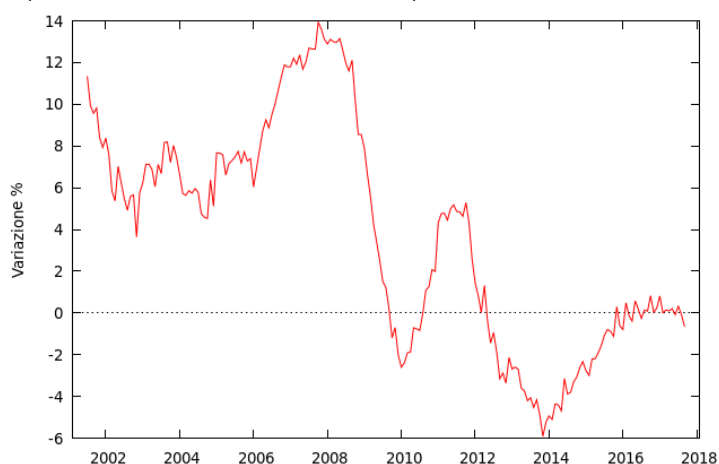
effetti: il prezzo di mercato delle obbligazioni aumenta e la liquidità del sistema bancario diventa più abbondante. La conseguenza attesa, come già detto, consiste in una generale diminuzione dei tassi di interesse, rendendo così più conveniente, per le imprese finanziare progetti di investimento. Pertanto, lo stimolo fornito alla spesa per investimenti risulta essere la principale finalità del QE (così come delle altre misure non convenzionali), anche attraverso l'incentivo all'erogazione di prestiti alle imprese da parte delle banche di cui s'è detto sopra.

Ai nostri fini, va tenuto in conto che il sistema economico-produttivo italiano, a differenza di altri sistemi produttivi caratterizzati da imprese di grandi dimensioni quotate nei mercati borsistici, è basato su imprese di piccole dimensioni, che trovano come canale prevalente di finanziamento il sistema bancario. Il quale, come è noto, ha sofferto e soffre, in alcune sue parti, di problemi (anche acuti) di sottocapitalizzazione, a fronte di una sostenuta crescita dei crediti deteriorati. Cioè si è trovato nelle condizioni peggiori affinché il meccanismo di trasmissione delle misure non convenzionali funzionasse in modo appropriato.

Nella FIG. 6 è riportato il tasso di variazione tendenziale dei prestiti erogati alle imprese nel periodo Luglio 2001 e Settembre 2017. In corrispondenza del 2009, a seguito della crisi iniziata nel settembre 2008 con il fallimento di Lehman Bros., si riscontra una forte diminuzione nell'erogazione di prestiti. Inoltre, dopo la ripresa del 2010, a partire dal 2011 si verifica – come conseguenza della crisi nei paesi periferici dell'eurozona – una nuova drastica diminuzione dei prestiti che invertono tale tendenza solo dopo il 2014. In altre parole, la serie presenta caratteristiche di elevata variabilità nelle quali si

possono individuare almeno tre differenti periodi. Un primo periodo che termina con il mese di Settembre 2008 in concomitanza con il fallimento di Lehman Bros.; un secondo periodo che inizia con Ottobre 2008 e prosegue fino ad Agosto 2011; infine, il terzo e ultimo periodo con inizio nel gennaio 2012.

FIG. 6 - Italia: Prestiti bancari alle imprese (tasso di variazione tendenziale)



Fonte: Banca d'Italia

In questo quadro storico, possiamo domandarci se e come il QE, implementato dalla BCE, abbia (o non abbia) giocato un ruolo nella ripresa dell'erogazione dei prestiti. Per fare ciò abbiamo svolto una serie di regressioni – facendo riferimento alla serie di annunci, relativi alle misure non convenzionali adottate dalla BCE (TAB. 1).

TAB. 1 - Misure non convenzionali adottate dalla BCE

Misure non convenzionali	Data annuncio
Tassi di interesse negativi e operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (TLTRO)	5 Giugno 2014
Quantitative Easing (QE)	22 Gennaio 2015
Operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (TLTRO-II)	10 Marzo 2016

Fonte: BCE

L'equazione stimata è la seguente:

$$\begin{aligned} \Delta \ln(\text{prestiti})_t &= \text{const} \\ &+ QE \cdot \text{crisi}_{LB} \beta_1 \\ &+ \text{crisi}_{Sp} \beta_2 \\ &+ \text{intnegTLTRO} \beta_3 \\ &+ \text{tltroII} \beta_4 \\ &+ \text{prestiti}_{t-1} \beta_5 + \varepsilon_t \end{aligned}$$

dove *prestiti* rappresenta la variazione tendenziale nell'erogazione dei prestiti al tempo *t*, *const* è la costante, *crisi_{LB}* è una variabile dummy che assume valore 1 dopo Settembre 2008 e zero nel periodo precedente; *crisi_{Sp}* è una variabile dummy che assume valore 1 dopo Agosto 2011 e zero nel periodo precedente; *intnegTLTRO* è una variabile

dummy che assume valore 1 dopo Agosto 2014 e zero nel periodo precedente; *tltroII* è una variabile dummy che assume valore 1 dopo Marzo 2016 e zero nel periodo precedente; ε_t rappresenta l'usuale termine di errore. La variabile *QE* è una variabile dummy che assume valore 1 dopo Marzo 2015 e zero nel periodo precedente. Questa variabile permette di isolare l'impatto del QE sull'erogazione dei prestiti. L'effetto delle altre due misure non convenzionali viene considerato nel modello attraverso la variabile dummy *intnegTLTRO*. I dati provengono da Banca d'Italia (prestiti) e BCE (annunci)

I risultati della regressione, considerando il periodo campionario 2001:08 - 2017:09, sono riportati nella TAB. 2.

TAB. 2 - Stima del modello: periodo 2001:08 – 2017:09

OLS, using observations 2001:08 - 2017:09 (T = 194)					
Dependent variable: prestiti					
HAC standard errors, bandwidth 14 (Bartlett kernel)					
	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>z</i>	<i>p-value</i>	
<i>const</i>	0.646542	0.161156	4.012	<0.0001	***
<i>QE</i>	0.201376	0.139887	1.440	0.1500	
<i>crisi_{LB}</i>	-0.659006	0.359972	-1.831	0.0671	*
<i>crisi_{Sp}</i>	-0.327528	0.292008	-1.122	0.2620	
<i>intnegTLTRO</i>	0.228767	0.131988	1.733	0.0831	*
<i>tltroII</i>	-0.136420	0.0933563	-1.461	0.1439	
<i>prestiti_{t-1}</i>	0.925424	0.0190219	48.65	<0.0001	***
Mean dependent var	3.713505	S.D. dependent var	5.324811		
Sum squared resid	109.2597	S.E. of regression	0.764380		
R-squared	0.980034	Adjusted R-squared	0.979393		
F(6, 187)	1405.903	P-value(F)	1.2e-152		
Log-likelihood	-219.5834	Akaike criterion	453.1668		
Schwarz criterion	476.0418	Hannan-Quinn	462.4295		
rho	-0.044565	Durbin's h	-0.643724		

Come si può osservare, i segni dei coefficienti stimati sono coerenti con le predizioni del modello teorico. La variabile *QE* ha segno positivo, la variabile *crisi_{LB}* ha segno negativo, la variabile *crisi_{Sp}* ha segno negativo e la variabile *intnegTLTRO* ha segno positivo. Tuttavia, risultano statisticamente significative solo la costante, la variabile *crisi_{LB}*, la variabile *intnegTLTRO* e la variabile dipendente ritardata *prestiti_{t-1}*.

Questa mancanza di significatività statistica, non permette di trarre chiare conclusioni sull'efficacia del *QE*. Una spiegazione plausibile della mancanza di significatività statistica può essere l'ampio arco temporale utilizzato nell'analisi. Infatti, come osservato in precedenza, sono osservabili almeno tre differenti periodi, che

possono influenzare i risultati dell'analisi di regressione, facendo perdere la significatività statistica. La serie storica dell'andamento dei prestiti alle imprese, come si vede nella FIG. 6 presenta vari *breaks*, alcuni valori estremi ed un'ampia varianza. Queste caratteristiche influenzano senz'altro i risultati della regressione. Risulta quindi naturale, per ottenere risultati inferenziali robusti, diminuire l'ampiezza del campione. Così facendo, si elimina l'influenza di alcuni shocks che, per la loro magnitudine, rendono l'inferenza statistica debole. Per verificare la plausibilità di questa ipotesi viene stimato nuovamente il modello presentato in precedenza, riducendo l'arco temporale. In particolare, si considera solo il periodo 2012:01 – 2017:09. I nuovi risultati ottenuti sono riportati nella TAB. 3.

TAB. 3 - Stima del modello basata sul periodo 2012:01 – 2017:09

OLS, using observations 2012:01 - 2017:09 (T = 69)

Dependent variable: prestiti

HAC standard errors, bandwidth 14 (Bartlett kernel)

	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>z</i>	<i>p-value</i>	
<i>const</i>	-0.655078	0.103390	-6.336	<0.0001	***
<i>QE</i>	0.374969	0.173311	2.164	0.0305	**
<i>intnegTLTRO</i>	0.227112	0.124238	1.828	0.0675	*
<i>tltroII</i>	0.0230351	0.118473	0.1944	0.8458	
<i>prestiti_{t-1}</i>	0.829491	0.0246176	33.69	<0.0001	***
Mean dependent var	-1.773768	S.D. dependent var	1.944144		
Sum squared resid	25.02057	S.E. of regression	0.625257		
R-squared	0.902651	Adjusted R-squared	0.896567		
F(4, 64)	740.7084	P-value(F)	8.23e-53		
Log-likelihood	-62.90967	Akaike criterion	135.8193		
Schwarz criterion	146.9899	Hannan-Quinn	140.2511		
rho	-0.325962	Durbin's h	-2.766095		

Come si può osservare, accorciando l'arco temporale, la variabile *QE*, a differenza della precedente regressione, risulta essere statisticamente significativa: il coefficiente ha segno positivo ed è pari a 0,38. Questo valore indica un aumento di 0,38% nel tasso di variazione tendenziale nell'erogazione di prestiti alle imprese. Anche la variabile *intnegTLTRO* risulta essere statisticamente significativa con un coefficiente di 0,227. Questo valore indica un aumento di 0,227% nel tasso di variazione tendenziale nell'erogazione di prestiti alle imprese.

Pertanto, utilizzando i risultati di questa seconda regressione si possono trarre alcune interessanti conclusioni. Sia il *QE* che la decisione di introdurre tassi negativi e contemporaneamente avviare l'operazione non convenzionale *TLTRO* hanno contribuito a far aumentare il tasso di erogazione dei prestiti alle imprese. Sebbene sia difficile, per la presenza di numerose altre variabili, poter trarre conclusioni definitive, tra le

due operazioni non convenzionali implementate dalla BCE, il *QE* sembra aver avuto un impatto maggiore.

3. La spesa per interessi

Dopo aver analizzato l'impatto del *QE* sull'erogazione dei prestiti alle imprese, passiamo ora alla valutazione del secondo possibile canale di influenza del *QE*: l'impatto sulla spesa per gli interessi sul debito pubblico. L'ipotesi in questo caso è molto semplice: il *QE* – facendo diminuire i tassi di interesse nel mercato obbligazionario secondario – produce un risparmio per il Tesoro che si viene a manifestare nel momento dell'emissione di nuovo debito pubblico.

Questa diminuzione dei tassi di interesse può essere utilizzata dal Tesoro in vari modi. Ad esempio: se il Tesoro avesse deciso di emettere solo titoli a breve termine, avrebbe minimizzato la spesa per interessi nel breve termine, ma si sarebbe esposto ad un rischio futuro di liquidità.

Al contrario, se il Tesoro avesse emesso solo titoli a lungo termine, si sarebbe assicurato nei confronti del rischio di liquidità, ma avrebbe risparmiato meno sulla spesa per interessi. Ovviamente, rispetto a questi due comportamenti estremi esistono – lungo il trade-off rischio di liquidità- minori spese per interessi – delle scelte intermedie. In sintesi, utilizzando le informazioni contenute nel Documento di Economia e Finanza

(DEF) approvato nel 2014, cioè prima dell'annuncio del QE, in questa sede si cerca di quantificare due aspetti:

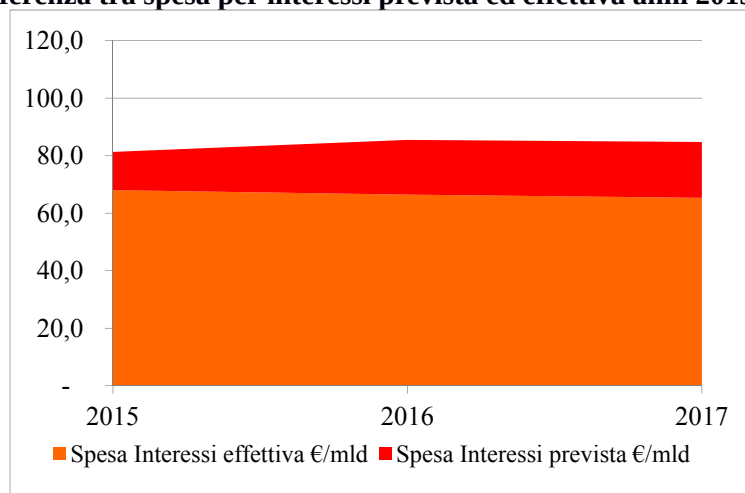
- 1) il risparmio in termini di spesa per interessi;
- 2) la variazione in termini di vita residua dei titoli di stato.

TAB. 4: Spesa per interessi sul debito pubblico (previsioni contenute nel DEF approvato nel 2014).

	2015	2016	2017
Spesa Interessi prevista €/mld	81310	85508	84783
Spesa Interessi effettiva €/mld	68018	66440	65334

Fonte: DEF, Ministero dell'Economia e Istat

FIG. 7 - Differenza tra spesa per interessi prevista ed effettiva anni 2015, 2016 e 2017



Per quanto riguarda il primo aspetto, nella TAB. 4 viene riportata la spesa prevista e quella effettiva per interessi sul debito pubblico italiano. In FIG. 7 è riportato il risparmio netto per le finanze pubbliche dovuto alla minor spesa per interessi sul debito pubblico. Come si può osservare, il risparmio è stato pari a 13 miliardi di euro nel 2015 (circa 0,8% del Pil) e 19 miliardi di euro sia

nel 2016 che nel 2017 (1,13% e 1% del Pil rispettivamente nel 2016 e nel 2017), per complessivi 51 miliardi nel triennio. Una cifra non irrilevante.

Per quanto riguarda il secondo aspetto, ovvero la composizione per scadenze del debito pubblico, la vita media residua è aumentata da 6,38 anni di fine 2014 a 6,90 anni di fine 2017. Questo

incremento nella vita media residua può essere interpretato come un mix tra la necessità di breve termine di comprimere la spesa per interessi e l'esigenza di sfruttare la generale diminuzione dei tassi di interesse per allungare la vita media del debito e proteggersi dal rischio di liquidità in caso di crisi sui mercati obbligazionari.

Conclusioni

L'efficacia delle misure di politica monetaria non convenzionali è stata ampiamente discussa. Utilizzando un *event study approach*, Bulligan e Delle Monache (2018) hanno trovato che gli annunci di politica monetaria della BCE, dal 2014 in poi, hanno avuto effetti significativi sul tasso di cambio e sui rendimenti dei titoli di stato, specialmente nei paesi più severamente colpiti dalla crisi, come la Spagna e l'Italia. La semplice analisi empirica proposta nelle pagine precedenti ha cercato di gettare luce sull'impatto che quelle misure hanno avuto sui prestiti erogati alle banche. Con tutta la cautela del caso, possiamo riassumere i risultati ottenuti sottolineando come – tra le diverse misure non convenzionali di politica monetaria adottate dalla BCE a partire dalla metà del 2014 – il QE abbia avuto il maggior impatto sull'andamento dei prestiti erogati dal sistema bancario alle imprese italiane. Anche la riduzione del tasso sulle *deposit facilities* – giunto in territorio negativo – è risultato efficace, sia pure in misura inferiore rispetto al QE e con minore significatività statistica. Non è improbabile che a limitare l'efficacia di questa misura in Italia sia stata la situazione difficoltosa dei bilanci di numerose banche, che non sono state in grado di minimizzare la riduzione dei margini a fronte dei tassi negativi. La nostra analisi empirica mette invece in evidenza come le operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine varate nel 2016, non abbiano avuto alcuna efficacia.

Infine, nel loro complesso le operazioni non convenzionali adottate dalla BCE hanno consentito al Tesoro un significativo risparmio nella spesa per interessi rispetto alle attese precedentemente formulate dello stesso Ministero dell'Economia. Secondo le nostre stime si tratta, nel complesso del triennio 2015-2017, di circa 51 miliardi di euro, ovvero il 2,97% del Pil italiano del 2017.

La riduzione del ritmo degli acquisti netti previsti dall'APP da 60 a 30 miliardi di euro mensili fino a settembre 2018 – decisa lo scorso 26 ottobre 2017 – non preannuncia la fine delle misure non convenzionali di politica monetaria, ma solo una riduzione della loro entità. Resta peraltro invariata la *forward guidance* connessa al mantenimento dei tassi al livello attuale ben oltre la fine degli acquisti netti. Del resto, l'inflazione nell'Eurozona non è ancora tornata al livello obiettivo (inferiore ma vicino al 2%), nonostante la crescita del Pil nel 2017 sia stata più alta del previsto. L'apprezzamento dell'euro a partire dai primi mesi dello scorso anno non aiuta certo a importare inflazione, mentre rischia di deprimere le esportazioni, che hanno contribuito non poco alla ripresa economica dell'Eurozona negli ultimi tre anni, grazie anche al deprezzamento della moneta unica seguito all'annuncio del *Quantitative Easing*.

Se, dunque, la politica monetaria rimarrà accomodante ancora per i prossimi 12-18 mesi, è ragionevole che l'Italia – al netto di possibili forti instabilità politiche – continui a trarre i vantaggi individuati nelle pagine precedenti in termini di dinamica del credito e di minori oneri per interessi sul debito pubblico. Tuttavia, se la ripresa nell'Eurozona si consoliderà e con essa riprenderà una “normale” dinamica salariale, la politica monetaria diverrà progressivamente meno accomodante. Quale dunque sarà l'impatto sui due canali di trasmissione analizzati in precedenza,



cioè sull'erogazione dei prestiti alle imprese e sulle finanze pubbliche, della futura cessazione del programma di *Quantitative Easing*? Per quanto riguarda l'erogazione dei prestiti alle imprese, il ciclo economico italiano e dell'area euro sembra essere abbastanza robusto per autoalimentare la domanda di prestiti delle imprese, sotto questo aspetto non dovrebbero esserci impatti rilevanti. Per le finanze pubbliche la storia è differente. Infatti, la BCE, pur continuando a rinnovare i titoli che ha in questi anni acquistato, di fatto togliendoli dal mercato e diminuendo l'offerta complessiva di titoli in circolazione, sta contribuendo a mantenere i tassi di interesse sul debito pubblico italiano nelle nuove emissioni a livelli molto bassi. L'uscita dal programma di QE farà aumentare i tassi di interesse sulle nuove emissioni di debito con un aumento della spesa per interessi passivi per il Tesoro italiano.

Per quel momento sarebbe importante che l'Italia si facesse trovare 1) con un risanamento realizzato, o quantomeno in stato avanzato di realizzazione, dei bilanci bancari (soprattutto dovrebbe essere smaltita una quota consistente della grande mole di crediti deteriorati), affinché l'offerta di credito possa soddisfare la domanda anche nel nuovo più restrittivo contesto di politica monetaria; 2) con un'avviata significativa riduzione del rapporto tra debito pubblico e Pil. Solo la realizzazione di queste due condizioni permetterebbe di non venir penalizzati da un aumento generalizzato del premio di rischio e del conseguente eccessivo rialzo dell'intera curva dei rendimenti, che influenzerebbe negativamente il credito al settore non finanziario (e con esso gli investimenti) e farebbe risalire il costo del debito pubblico. Difficilmente i tassi di interesse torneranno ai livelli insostenibili del 2011-2012 ancora per molti mesi. Tuttavia, la mancata soddisfazione delle due condizioni menzionate finirebbe inevitabilmente per ridurre gli spazi

tanto nel bilancio pubblico quanto in quelli delle banche.

Bibliografia

Boeckx J., de Sola Perea M., Peersman G. (2017), "The transmission mechanism of credit support policies in the Euro Area", National Bank of Belgium, Working Paper Research, No. 302.

Bulligan G., Delle Monache D. (2018), "Financial market effects of ECB unconventional monetary policy announcements", Banca d'Italia, *Questioni di Economia e Finanza*, No. 424.

Constâncio V. (2017), "Role and effects of the ECB non-standard policy measures", <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2017/html/ecb.sp170912.en.html>.

Demiralp S., Eisenschmidt J., Viassopoulos T. (2017), "Negative interest rates, excess liquidity and bank business models: Banks' Reaction to Unconventional Monetary Policy in the Euro Area" (February 1, 2017). <https://ssrn.com/abstract=2941377> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2941377>.

Nucera F., Lucas A., Schaumburg J., Schwaab B. (2017), "Do negative interest rates make banks less safe?", ECB Working Paper Series, No. 2098.

Praet P. (2017), "The ECB's monetary policy: past and present", <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2017/html/sp170316.en.html>.

Schepens G. (2018), "Bank lending under negative policy rate", <https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-research/resbull/2018/html/ecb.rb180213.en.html>.

5. MODELLI DI GESTIONE DEI CREDITI DETERIORATI NEL NUOVO ASSETTO REGOLAMENTARE*

1. L'anomalia europea e quella delle banche italiane

In media nella Unione Europea a settembre 2017 i crediti deteriorati (NPL) lordi erano il 4,2% del totale degli attivi, più del doppio di quanto osservato negli Stati Uniti, in Giappone e nel Regno Unito. Poiché sempre a settembre in Europa i tassi di copertura erano mediamente del 44,7%, i crediti deteriorati netti si riducono a poco più del 2% del totale degli attivi, quando nelle altre principali economie sviluppate tale dato è vicino allo zero (FIGG.1 e 2). L'anomalia europea appare peraltro in via di lento rientro, giacché solo tre anni fa il "NPL ratio" superava il 6,5%.

Tuttavia, rimane un elemento di preoccupazione per le istituzioni europee, dati i suoi risvolti in termini di stabilità del sistema bancario e più in generale di crescita economica. La presenza di un gran numero di crediti deteriorati negli attivi delle banche di alcuni paesi dell'Unione è anche un ostacolo al completamento dell'Unione bancaria¹. La dispersione fra i diversi paesi dell'area euro rimane, infatti, ancora elevata. Ancora nello scorso mese di settembre, il peso degli NPL superava il 10% in sette paesi, con punte superiori al 40% in aree come Grecia e Portogallo. Tra i grandi paesi dell'Unione Europea l'Italia è l'unica che supera, seppure di poco, la soglia del 10%, mentre la Germania si attesta al 2,1%, la Francia al 3,2% e la Spagna al 4,8%.

E' pur vero che in Italia il fenomeno appare in graduale rientro dal momento che i crediti deteriorati, dopo aver raggiunto un picco a metà del 2015, quando rappresentavano oltre il 16% degli attivi, hanno conosciuto una rapida discesa fino a toccare il 11,8% lo scorso settembre. Al netto degli accantonamenti le sofferenze sono passate da 88 a 64,4 miliardi di. Come vedremo più avanti negli ultimi due anni molte banche italiane, sotto la spinta delle autorità di vigilanza e del mercato, hanno attuato politiche attive di gestione dei crediti problematici, aumentando gli accantonamenti, gestendo in maniera più attiva le posizioni in essere e vendendo significativi portafogli di NPL, sia attraverso cartolarizzazioni che vendite dirette anche delle piattaforme di gestione.

La caduta dei crediti deteriorati ha riguardato soprattutto le sofferenze, che sono passate da 201 a 173 miliardi di euro nel terzo trimestre dello scorso anno. Anche i crediti considerati *unlikely to pay* hanno conosciuto una forte riduzione da 128 a 99 miliardi di Euro (FIG. 3). A partire dall'inizio del 2017 il flusso di nuovi crediti deteriorati è stato inferiore al flusso in uscita dal sistema bancario (FIG. 4).

* A cura di Angelo Baglioni e Rony Hamaui

¹ Sui temi dei crediti deteriorati e dell'Unione Bancaria si rinvia a precedenti numeri di Osservatorio Monetario, in particolare al no.2/2016.



FIG. 1 - Percentuale dei NPL sul totale attivo

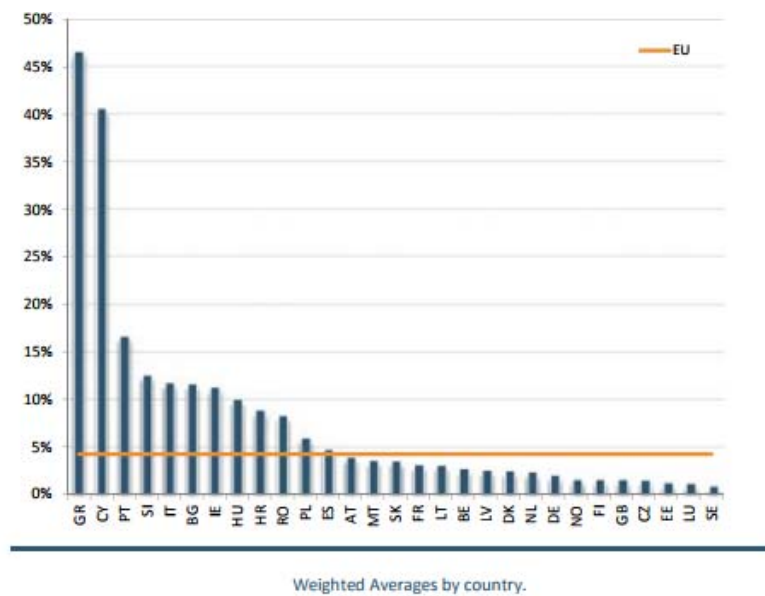
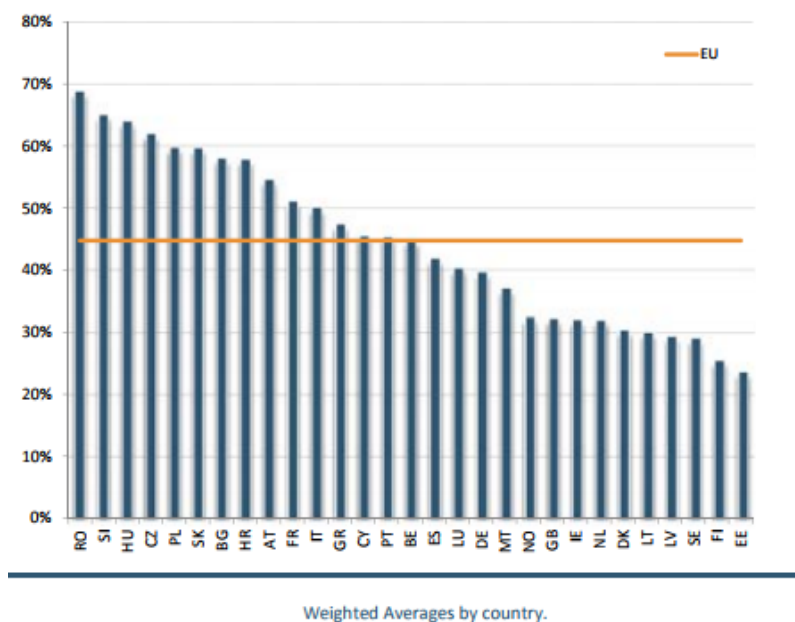
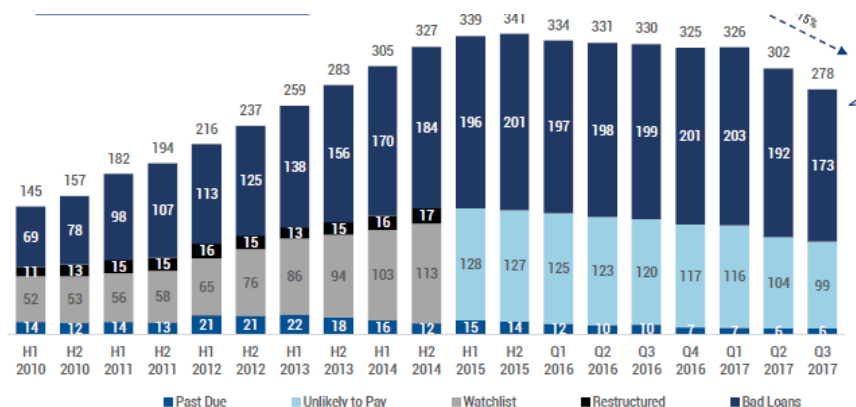


FIG. 2 - Percentuale degli accantonamenti sui NPL



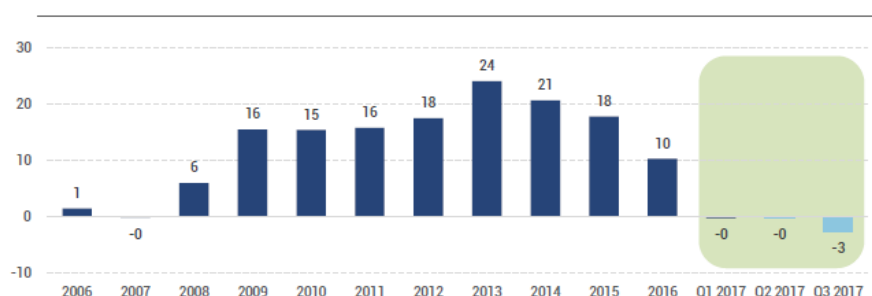
Fonte: Eba Risk Dashboard Q3 2017

FIG. 3 - Evoluzione dei NPL in Italia per classi di deterioramento



Fonte: Elaborazioni IFIS su dati Banca d'Italia

FIG. 4 - Flusso netto in entrata ed in uscita di crediti deteriorati (Mld. Euro)



Fonte: Elaborazioni IFIS su dati Banca d'Italia

Una recente indagine condotta da Mediobanca sui bilanci delle banche italiane del 2016 mostra il preoccupante panorama in cui versavano (ed in parte ancora versano) molti istituti di credito. Su un campione di 410 banche analizzate, ben 103 avevano un Texas Ratio – dato dal rapporto tra crediti deteriorati e patrimonio tangibile più le rettifiche sui crediti deteriorati – superiore al 100%. Ciò significa che un quarto delle banche considerate avevano perdite potenziali sui crediti deteriorati in grado di annullare l'intero patrimonio. Queste non erano solo banche piccole (la dimensione dei loro attivi era pari al 26,8% di

quelle del campione considerato, TAB. 1). Indicazioni ugualmente preoccupanti venivano dall'incidenza dei crediti deteriorati lordi sul totale dei crediti verso la clientela. A fine 2016 un quarto delle banche considerate, pari al 22% degli attivi del sistema, aveva una percentuale di crediti deteriorati sul totale dei crediti concessi alla clientela superiore al 20%. Anche in termini di redditività, in base ai dati di Mediobanca il panorama delle banche italiane appariva tutt'altro che roseo: un quarto delle banche italiane, pari a quasi la metà dell'attivo totale, aveva un Roe (Return on Equity) negativo.

**TAB. 1 - Indicatori di credito deteriorato e redditività
(Bilanci 2016)**

Texas ratio		
Numero di banche nel campione	Numero di banche con un Texas ratio ≥ 100	% dell'attivo delle banche con un Texas ratio ≥ 100
410	103 (25,1%)	26,8%
Incidenza dei crediti deteriorati lordi sul totale dei crediti		
Numero di banche nel campione	Numero di banche un'incidenza $\geq 20\%$	% dell'attivo delle banche con un'incidenza $\geq 20\%$
410	171(41,7%)	22%
Roe delle banche italiane		
Numero di banche nel campione	Numero di banche (e %) con Roe negativo	% dell'attivo delle banche con Roe negativo
410	109 (26,6%)	48,9%

Fonte: Mediobanca

TAB. 2 - Utile netto delle principali banche (Bilanci 2017)

Banche	2017	2016	Variazione	Variazione %
UniCredit	5473	-11179	16652	-
Intesa Sanpaolo	3813	3.111	702	18,4%
Banco BPM	558	-1335	1893	-
Monte dei Paschi	-3502	-3241	-261	-7,5%
Ubi Banca	691	-830	1521	-
Banca Pop Emilia R.	176,4	14,3	162,1	91,9%
Banca Pop Sondrio	159	98,6	60,4	38,0%
Credito Emiliano	186,5	131,9	54,6	29,3%
Carige	-380,5	-291,7	-88,8	-23,3%
Credito Valtellinese	-331,8	-333,1	1,3	0,4%

Fonte: Comunicati stampa delle banche

Dai primi dati osservati sui bilanci del 2017 la situazione, almeno per le grandi banche, appare in netto miglioramento, sia dal lato della qualità del credito che della redditività. Sul primo aspetto torneremo nel paragrafo 4; sul fronte della redditività va invece detto che il miglioramento non è tanto imputabile alla crescita del margine d'interesse, quanto a un aumento delle commissioni e soprattutto a una riduzione degli accantonamenti (TAB. 2).

2. La “spinta non troppo gentile” della BCE e delle altre autorità europee

Sin dall'avvio dell'Unione Bancaria la principale preoccupazione della BCE e degli altri organismi dell'Unione (Consiglio, Commissione, EBA ecc.) è stata quella di misurare, gestire e ridurre i crediti deteriorati presenti nelle banche europee. Si ricorda a proposito l'Asset Quality Review o gli Stress Test effettuati ancora prima del novembre 2014 quando la BCE prese in carico la supervisione delle banche dell'area euro. L'intera attività di vigilanza svolta dalla BCE ha indotto/costretto le banche a far emergere, coprire e liquidare il più possibile i crediti deteriorati. Più recentemente gli organismi europei hanno preso numerose iniziative destinate ad influenzare nei prossimi anni l'operatività del sistema bancario in maniera rilevante.

2.1 BCE: le Linee-guida sui NPL

Nel marzo 2017 la BCE, dopo una fase di consultazione, ha emanato un corposo documento: le *Linee-guida sui NPL*. La Bce ha avvertito l'esigenza di emanare questo documento dopo avere riscontrato l'esistenza di approcci alquanto variegati da parte delle banche nell'individuazione, misurazione, gestione e cancellazione degli NPL. Le Linee-guida indicano un insieme di *best practices*: queste prassi vanno

intese quali aspettative della vigilanza bancaria della BCE e pertanto non sono vincolanti. Esse non intendono interferire con le regolamentazioni esistenti: direttive, leggi nazionali, criteri EBA, criteri contabili. Tuttavia, esse orientano l'attività dei *Joint Supervisory Teams* e il processo di supervisione SREP. Le banche che non rispettano le aspettative della vigilanza devono dare conto dei motivi delle loro deviazioni, in omaggio al principio *comply or explain*. Quanto previsto dalle Linee-guida si applica a tutte le banche significative, sottoposte alla vigilanza diretta della BCE,² e riguarda il trattamento dei *Non Performing Loans* (NPL), che comprendono i crediti classificati come *Past Due* e come *Unlikely to Pay*. Nella terminologia italiana, essi si riferiscono ai Crediti deteriorati, comprendenti: sofferenze, inadempienze probabili, crediti scaduti da oltre novanta giorni.

L'applicazione delle Linee-guida deve rispettare il principio di proporzionalità: le “*high NPL banks*”, cioè quelle con un livello di NPL considerevolmente superiore alla media europea, dovrebbero dedicare alla gestione dei crediti deteriorati un volume di risorse e capitale superiore alle altre e commisurato al rischio a cui sono esposte.

Le indicazioni contenute nelle Linee-guida sono di carattere qualitativo. La richiesta fondamentale che viene fatta alle banche è quella di elaborare una strategia dettagliata di gestione dei crediti deteriorati, con l'indicazione di obiettivi in termini di: (i) sviluppo delle capacità operative necessarie per gestire i NPL, (ii) riduzione dello stock di NPL nel breve, medio e lungo periodo. Le opzioni strategiche sono: gestione interna,

² Nel gennaio 2018, la Banca d'Italia ha emanato una Nota, che estende le Linee guida sui NPL alle banche *less significant*, vigilate direttamente dalla Banca d'Italia stessa.



cessione, escussione delle garanzie, azioni legali ed extra-giudiziarie, adeguata svalutazione delle posizioni in bilancio.

Un'area a cui le Linee-guida dedicano attenzione è quella della *governance*. Alle banche è richiesto di costituire unità ad hoc per la gestione dei crediti deteriorati, distinte da quelle responsabili della concessione dei crediti, al fine di evitare possibili conflitti di interesse. Le unità dedicate dovrebbero essere differenziate, a seconda delle diverse fasi del ciclo dei crediti deteriorati, e con una attenzione specifica alla gestione delle garanzie. Le informazioni andrebbero trattate in modo sistematico, costruendo *data set* che consentano di segmentare i portafogli di NPL per classi di debitori omogenei.

2.2 Bce: l'Addendum

Nell'ottobre del 2017, la Bce sottoponeva a consultazione pubblica l'Addendum alle Linee guida sui crediti deteriorati. Come queste ultime, anche l'Addendum contiene l'orientamento della Vigilanza unica nell'applicazione della discrezionalità prevista dal Secondo Pilastro degli accordi di Basilea. Anche l'Addendum prevede quindi delle regole che non sono cogenti, e che dovrebbero lasciare qualche margine di flessibilità nella fase di applicazione ai singoli casi. Tuttavia, le banche che non rispetteranno quanto previsto saranno chiamate a motivare e a giustificare le loro deviazioni.

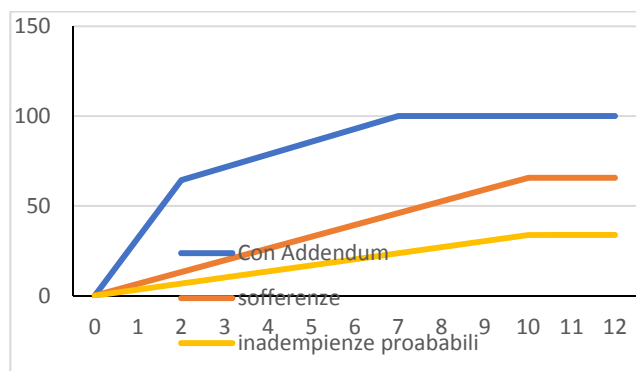
La misura più controversa, contenuta nell'Addendum, riguarda il diverso trattamento previsto per i crediti deteriorati in funzione delle garanzie. Un credito deteriorato dovrebbe essere interamente coperto da rettifiche entro due anni dal momento in cui è classificato come tale, se si tratta di un credito non garantito. Diversamente, il periodo entro il quale dev'essere interamente svalutato è invece di sette anni se si tratta di un credito assistito da garanzie. Questo criterio si

applicherà al flusso di nuovi crediti deteriorati: quelli che saranno classificati come NPL a partire dalla data di applicazione dell'Addendum. In base alle informazioni attualmente disponibili, la data di entrata in vigore delle nuove disposizioni dovrebbe essere il 1 aprile 2018. La BCE ha annunciato che è allo studio anche un provvedimento relativo allo *stock* di prestiti deteriorati in essere, che verrà reso noto successivamente: ci si può ragionevolmente attendere che esso venga emanato nel corso di quest'anno.

Nei primi anni della sua applicazione questo provvedimento risulterà molto costoso per le banche italiane, sia in termini di maggiori rettifiche sui crediti che conseguentemente di fabbisogno patrimoniale (si veda la FIG. 5 per una semplice simulazione). Il nascente mercato dei NPL rischia di essere distorto a favore dei compratori, poiché il *calendar provisioning* mette pressione sulle banche a cedere i prestiti deteriorati entro una data prefissata, pena la completa svalutazione in bilancio. La rigidità del provvedimento desta qualche perplessità: è evidente che non tutti i crediti non garantiti hanno la stessa natura (si pensi al credito commerciale o al factoring, dove dispute di natura commerciale possono ritardare i termini di pagamento) e non tutti i collateralizzati hanno la stessa esigibilità e liquidabilità. Anche la forte discriminazione tra prestiti garantiti e non garantiti, per quanto abbia una sua ovvia giustificazione, rischia di essere distorsiva: essa indurrà le banche a stringere i cordoni della borsa verso i (potenziali) debitori che non dispongano di garanzie, quali le PMI, le start-up e le persone fisiche. Infine, non bisogna trascurare l'effetto pro-ciclico che le nuove regole potrebbero produrre. Nelle fasi negative del ciclo economico, quando le sofferenze aumentano, le banche saranno costrette ad aumentare rapidamente gli accantonamenti a fronte di perdite

su crediti: l'effetto sarà equivalente ad un aumento dei *ratios* patrimoniali, con possibili effetti negativi sull'offerta di credito e sull'economia. Il contrario avverrà nelle fasi positive del ciclo. Questi meccanismi amplificano l'ampiezza e la durata delle fluttuazioni cicliche: l'esatto contrario di quello che la vigilanza prudenziale e la politica monetaria dovrebbero fare.

FIG. 5 - Accantonamenti previsti sugli NPL con Addendum e con le metriche attuali (valori percentuali)



Nota: L'ipotesi è che la metà dei nuovi NPL siano garantiti e metà non garantiti e che la politica attuale degli accantonamenti sia effettuata in maniera lineare in tre anni per le inadempienze probabili con copertura al 33,7% e dieci anni per le sofferenze con copertura 65,6%.

La pressione delle nuove regole sarà particolarmente intensa sulla categoria di NPL che le banche italiane classificano come "inadempienze probabili", che oggi hanno coperture inferiori alle sofferenze e che per effetto dell'Addendum verranno trattate al pari delle sofferenze. Infatti, l'Addendum si applicherà indistintamente a tutti gli NPL, mentre le banche italiane riservano normalmente trattamenti differenziati alle inadempienze probabili e alle sofferenze: il tasso di copertura delle prime è

tipicamente inferiore a quello delle seconde. Di conseguenza, l'accelerazione imposta dall'Addendum nell'apportare rettifiche di valore sarà più forte per le inadempienze probabili (e i ritardati pagamenti) che per i prestiti già classificati come sofferenze.

Va anche detto che la nuova normativa potrebbe essere un incentivo a modificare il modello di business delle banche italiane. Sarà necessaria una più attiva gestione del credito sia in *bonis* che deteriorato. Un maggior numero di impieghi dovrà essere cartolarizzato e ceduto ad intermediari non bancari. I tempi di reazione e le misure adottate dovranno diventare molto più rapidi ed efficaci. Questo però non sarà sufficiente se il sistema paese non si adeguerà rapidamente agli standard europei in termini di dilazione dei pagamenti, velocità di recupero delle garanzie, efficienza del sistema giudiziario.

2.3 Il Consiglio UE del luglio 2017

In parallelo alle iniziative autonome della BCE, il Consiglio della UE (nella sua riunione del 11 luglio 2017) ha impostato un piano d'azione ad ampio raggio, che coinvolge diverse istituzioni europee, tra cui: la BCE stessa, la Commissione UE, EBA. In particolare, la Commissione è stata incaricata di prendere in considerazione, nel quadro della revisione in corso del pacchetto CRR/CRD IV, misure prudenziali per fare fronte a una possibile insufficienza degli accantonamenti. L'EBA è stata invitata a presentare orientamenti in materia di concessione dei crediti, valutazione e monitoraggio dei mutuatari; a elaborare obblighi di *disclosure* relativi alla qualità degli attivi; a dare indicazioni per la costruzione di banche dati sulle esposizioni creditizie (*loan tape*).

Le misure previste dal piano d'azione europeo sono destinate ad aumentare la pressione regolamentare sulle banche, in relazione alla qualità dei crediti, al trattamento contabile e alle



esigenze patrimoniali generate dai prestiti deteriorati, ai requisiti di trasparenza. Esse sono quindi destinate ad avere un impatto particolarmente significativo sulle banche italiane, che presentano tuttora un livello di prestiti deteriorati, accumulati in passato, nettamente più elevato rispetto alla media delle concorrenti europee.

2.4 Le iniziative della Commissione UE

In attuazione del mandato ricevuto dal Consiglio, la Commissione UE si è proposta di emanare, nella primavera di quest'anno, una proposta legislativa (specificamente un emendamento del regolamento CRR) per introdurre livelli minimi di rettifiche e deduzioni dai fondi propri, che le banche dovranno rispettare a fronte di perdite subite e attese, relative ai prestiti di nuova concessione che diventeranno deteriorati. Tali minimi regolamentari si applicheranno direttamente a *tutte* le banche europee all'interno del Primo Pilastro delle regole prudenziali. Essi si aggiungeranno alle misure adottate dalle autorità di vigilanza (BCE e autorità nazionali) nell'ambito del Secondo Pilastro (comprese quelle previste dall'Addendum di cui sopra), che saranno invece stabiliti caso-per-caso.

Allo stesso tempo, la Commissione sta elaborando le linee-guida (*Blueprint*) per la costituzione di AMC nazionali. L'orientamento è quello di consentire AMC private o parzialmente pubbliche, in linea generale senza aiuti di Stato: questi verranno consentiti solo in via eccezionale. Ciò significa che il trasferimento dei prestiti deteriorati dalle banche alle AMC dovrà avvenire a prezzi di mercato (si veda la Comunicazione della Commissione del 18.1.2018).

2.5 I criteri EBA

A seguito delle richieste del Consiglio UE, l'EBA ha sviluppato modelli per trasmettere

informazioni e dati (*NPL templates*) con la finalità di ridurre le asimmetrie informative tra potenziali acquirenti e venditori di crediti deteriorati. Questi modelli dovrebbero permettere alle banche di fornire dati comparabili e standardizzati, relativi agli NPL, agli investitori e ad altre parti interessate nelle transazioni. Essi sono progettati in modo da poter agire come standard di mercato, utilizzati dalle banche su base volontaria per facilitare le transazioni sui mercati secondari dei prestiti deteriorati. L'EBA ha previsto due livelli.

I *transaction templates* prevedono dati per ciascun prestito, cioè al livello più granulare possibile; essi si basano sulle informazioni esistenti, per ridurre i costi di implementazione per le banche. Il potenziale acquirente dovrebbe così ricevere informazioni sui debitori e sulle garanzie, utili nella fase di valutazione (*due diligence*).

I *portfolio screening templates* forniscono una visione maggiormente aggregata dei portafogli di NPL: servono al mercato per fare una prima valutazione di un portafoglio di prestiti deteriorati, in vista di una possibile operazione.

L'EBA ha pubblicato nel dicembre 2016 le sue linee-guida sui requisiti di *disclosure*, relativi alla qualità dei prestiti *in bonis*, deteriorati e ristrutturati (*forborne exposures*), che richiedono di rendere note le svalutazioni fatte e le garanzie disponibili. I *templates* previsti da queste linee-guida devono essere compilati dalle banche di interesse sistemico (G-SII e O-SII) a partire dal 31/12/2017. A seguito della iniziativa del Consiglio UE del luglio scorso, l'EBA estenderà l'ambito di applicazione delle linee-guida alle altre banche, che dovranno compilare i *templates* entro la fine del 2018.

Le linee-guida dell'EBA, in materia di concessione dei crediti, valutazione e monitoraggio dei mutuatari, *governance* interna, verranno sottoposte alla consultazione pubblica

nell'estate del 2018 e dovrebbero essere finalizzate entro la fine dell'anno.

2.6 Il nuovo criterio contabile IFRS 9

Il 1 gennaio 2018 è entrato in vigore il nuovo principio contabile IFRS 9, basato sulla perdita attesa sugli strumenti finanziari. Esso non richiede più il verificarsi di un evento (*trigger event*) che determini il deterioramento della solvibilità del debitore. Al contrario, la stima della perdita attesa deve essere fatta per *tutte* le esposizioni. Da un lato, questo principio potrebbe portare ad anticipare il momento in cui una esposizione viene classificata come deteriorata, sulla base di segnali della situazione di difficoltà del debitore (*early warning signals*). Dall'altro, esso potrebbe stimolare un più attento processo di selezione nella fase di concessione del credito, e per questa via contribuire a ridurre, a regime, il flusso di nuovi NPL.

Nel breve periodo, l'entrata in vigore del principio IFRS 9 potrebbe causare un aumento dei prestiti che vengono classificati come NPL, poiché le banche possono sfruttare il regime transitorio. In fase di prima applicazione, infatti, l'*impairment* generato dalla applicazione dello IFSR 9 non ha effetto sul conto economico, ma solo sullo stato patrimoniale della banca.

3. Le iniziative italiane

Per molti anni dall'avvio della crisi finanziaria il sistema bancario, le autorità economiche ed i principali commentatori italiani hanno ritenuto che gli intermediari italiani fossero particolarmente stabili e robusti. Ad avvalorare questa tesi stava il fatto che le banche italiane avessero in portafoglio poche attività finanziarie rischiose e nessuna banca fosse caduta in stato d'insolvenza e avesse chiesto aiuti di Stato. Il perdurare della crisi ha finito per mostrare tutte le

debolezze del sistema bancario italiano spesso dotato di una *governance* debole, molto esposto verso imprese economicamente e finanziariamente fragili, e qualche volta soggette a gestioni fraudolente. La riforma delle banche popolari e di quelle cooperative cercava seppure tardivamente di dare una risposta per i comparti più deboli, mentre il tentativo di costituire una *bad bank* di sistema, sul modello di quella spagnola, si scontrava con le nuove regole europee. Di qui l'iniziativa di prendere alcuni provvedimenti che facilitassero la gestione dei crediti deteriorati.

3.1 La riforma del diritto fallimentare del 2015

Nell'estate del 2015 sono state introdotte nuove norme, che modificano le procedure per la ristrutturazione del debito delle imprese; esse mirano a migliorare l'efficienza degli strumenti di ristrutturazione disponibili.³ Una prima misura, rivolta a imprese in *distress* ma potenzialmente redditizie, che desiderano concludere accordi di ristrutturazione stragiudiziale con i creditori, introduce un meccanismo per risolvere potenziali problemi generati dal comportamento opportunistico di minoranze di creditori (il cosiddetto *holdout problem*). Aziende, il cui debito finanziario (debito verso banche e altri intermediari finanziari) ammonta ad almeno il 50% delle loro passività complessive, possono firmare accordi di ristrutturazione con creditori che detengono almeno il 75% del totale delle passività finanziarie e chiedere al tribunale competente di rendere tali accordi vincolanti per i creditori finanziari dissenzienti. Nel regime precedente, i creditori dissenzienti mantenevano il loro diritto al pagamento integrale: l'opposizione

³ Per maggiori dettagli, si veda: *The changes of the Italian insolvency and foreclosure regulation adopted in 2015*, Banca d'Italia, Note di Stabilità finanziaria e vigilanza n.2, novembre 2015.



di un singolo creditore poteva quindi bloccare il salvataggio di una impresa.

Le nuove regole consentono ai creditori di una società, che ha depositato il concordato preventivo, di presentare al giudice piani di ristrutturazione in concorrenza con quello presentato dal debitore. Prima della riforma, l'impresa che faceva domanda di concordato aveva il potere esclusivo di presentare un piano di ristrutturazione: i creditori potevano solo approvare o respingere il piano del debitore, senza alcuna possibilità di influenzarlo e di proporre alternative. Questa situazione costringeva spesso i creditori ad approvare piani subottimali, che non riflettevano il reale valore dell'impresa, e permetteva al debitore di adottare comportamenti opportunistici.

Una maggiore concorrenza è stata introdotta anche all'interno del processo di vendita di asset, che può aver luogo all'interno di un concordato preventivo. Per massimizzare i tassi di recupero per i creditori di una società, la riforma consente a qualsiasi parte interessata di fare offerte alternative per l'acquisto dei beni, la cui cessione è prevista nel piano presentato dal debitore.

Infine, sono state introdotte alcune novità, relative alla escussione delle garanzie per semplificare e ridurre la durata dei procedimenti giudiziari. E' diventato obbligatorio per il giudice ricorrere a esperti professionisti (come notai, avvocati e commercialisti) per svolgere le attività relative alla cessione delle garanzie, al fine di snellire i procedimenti giudiziari e aumentare la loro efficienza. Inoltre, sono stati fissati termini più brevi per determinate procedure, quali: la presentazione di una richiesta di ordine di vendita di beni; la presentazione della documentazione relativa al pignoramento di beni; le audizioni dei creditori e delle altre parti interessate da parte del tribunale.

3.2 Le misure del 2016 sul recupero dei crediti⁴

Nel giugno 2016 (DL 59/2016) è stata fatta una seconda riforma del diritto fallimentare, in linea di continuità con quella avvenuta l'anno precedente. Essa ha introdotto due nuovi strumenti di garanzia, che mirano a rafforzare la tutela dei creditori, rendendo più rapida l'escussione dei beni dati in garanzia dalle imprese finanziate.

Il primo istituto dal quale ci si attende il maggiore impatto è il cosiddetto "patto marciano". Si tratta di una clausola, che può essere inserita nei contratti di finanziamento alle imprese, che consente al creditore, in caso di grave inadempimento del debitore, di acquisire in via stragiudiziale la proprietà dell'immobile costituito in garanzia, purché non si tratti dell'abitazione principale del debitore. Questa clausola dovrebbe rendere nettamente più rapida l'escussione delle garanzie immobiliari, passando dai tre/quattro anni precedenti la riforma ad un arco temporale stimabile in circa sei mesi. Per questa via, essa può contribuire ad avvicinare il prezzo di mercato dei prestiti, nei quali la clausola viene inserita, al valore iscritto nei bilanci delle banche. Naturalmente l'effettiva efficacia del nuovo istituto dipende dalla effettiva diffusione del suo utilizzo: sia nei nuovi contratti, sia in quelli già esistenti tramite la rinegoziazione.

Il secondo istituto è il pegno non possessorio. Questo consente all'imprenditore di stanziare un bene, a garanzia del suo debito, senza doversene privare, come invece avviene per effetto di un pegno tradizionale. Anche in questo caso, come per il patto marciano, sono previste modalità di escussione della garanzia alternative e più rapide di quella giudiziaria.

⁴ Per maggiori dettagli, si veda: *Nuove misure per velocizzare il recupero dei crediti: una prima analisi del DL 59/2016*, Banca d'Italia, Note di Stabilità finanziaria e vigilanza n.4, agosto 2016.

Altre misure, introdotte dalla riforma del 2016, rafforzano quelle prese l'anno precedente nella direzione di rendere più efficienti i processi di appropriazione forzata dei beni posti a garanzia di un prestito da parte dei creditori. Tra di esse, ricordiamo:

- (i) l'obbligo per il giudice di ricorrere a modalità telematiche per le operazioni di vendita dei beni posti a garanzia;
- (ii) lo sbarramento alla possibilità per il debitore di opporsi all'esecuzione della vendita o della assegnazione ai creditori dei beni dati in garanzia, una volta che essa sia stata fissata dal giudice.

Nel complesso, le novità introdotte nell'ordinamento con le due riforme del 2015 e 2016 rappresentano un importante passo avanti verso una maggiore efficienza dei meccanismi di prestazione ed escussione delle garanzie. Ciò dovrebbe contribuire ad aumentare i tassi di recupero (*recovery rate*) dei prestiti deteriorati e avere riflessi positivi sul loro valore di mercato. Ulteriori progressi potrebbero venire dall'incremento del grado di specializzazione dei giudici addetti al settore concorsuale, unitamente ad un rafforzamento degli organici degli uffici giudiziari. Più in generale, se si vuole che le banche italiane possano rapidamente convergere agli standard internazionali, è indispensabile fare un salto di qualità sul fronte dei tempi della giustizia civile, portando avanti il processo di riforma avviato dal Parlamento.

3.3 La garanzia pubblica (GACS)

Nel 2015, il governo italiano si impegnò in una lunga trattativa con la Commissione UE, volta a costituire una *bad bank* nazionale per facilitare la cessione dei crediti deteriorati. La trattativa non andò a buon fine, a causa delle divergenze sulla applicazione della normativa sugli aiuti di Stato. Quello che fu concesso al governo italiano fu la

istituzione (con la legge 8 aprile 2016 n.49) della garanzia statale sulle operazioni di cartolarizzazione, che va sotto il nome di GACS (Garanzia Cartolarizzazioni Sofferenze). Questa prevede la possibilità da parte delle banche di acquistare una garanzia statale sulle operazioni di cartolarizzazione di NPL. La garanzia si applica solo sulla tranche senior delle obbligazioni emesse dallo SPV, dietro pagamento di una commissione. Il livello della commissione dipende dal rating e dalla *maturity* della tranche senior; è determinato in base al premio medio pagato sui Credit Default Swaps (CDS) di emittenti italiani aventi un profilo di rischio (rating) in linea con quello della tranche senior oggetto della garanzia. La garanzia può essere concessa solo a due condizioni:

- i) almeno la metà della tranche junior sia stata già collocata sul mercato;
- ii) l'ammontare di titoli junior e mezzanine collocato sia tale da consentire l'eliminazione contabile dei prestiti cartolarizzati dal bilancio della banca (*derecognition*).

Il meccanismo di determinazione del prezzo della garanzia è piuttosto complesso⁵ e le condizioni per la sua concessione sono stringenti. Questo è il frutto del compromesso tra le richieste italiane e la posizione della Commissione UE, che ha imposto un prezzo "di mercato" e condizioni tali da non configurare un aiuto di Stato alla base della garanzia. In caso contrario, la garanzia stessa avrebbe fatto scattare quanto previsto dalla normativa relativa agli aiuti di Stato al settore bancario: in particolare, il coinvolgimento di azionisti e creditori subordinati (*burden sharing*). La conseguenza è che lo strumento, fornito dalla GACS per agevolare la cessione sul mercato dei

⁵ Per maggiori dettagli, si veda: L. Ameruso - E. Carluccio, *La garanzia cartolarizzazione sofferenze*, nel volume a cura di E. Carluccio e V. Conca "Il mercato dei NPL. Tra domanda e offerta", Egea, Milano, 2017.



prestiti deteriorati, è stato scarsamente utilizzato nella fase iniziale: nel 2016 la sola operazione effettuata usufruendo della GACS è stata quella della Banca Popolare di Bari, relativa a un portafoglio di prestiti con un valore lordo complessivo di circa mezzo miliardo di euro. Solo in prospettiva la GACS sembra avere raccolto un più vasto interesse da parte del sistema bancario. Attualmente, l'accordo con la Commissione UE prevede che la garanzia GACS sia disponibile fino al settembre 2018, grazie ad una proroga ottenuta nel 2017. Il governo italiano sta trattando per una seconda proroga.

3.4 Le modifiche alla legge sulle cartolarizzazioni⁶

Nel giugno 2017 sono state apportate alcune modifiche alla legge n. 130/1999 sulla cartolarizzazione dei crediti, volte a facilitare la cessione sul mercato dei crediti deteriorati. Esse rimuovono alcuni vincoli alla concessione di nuova finanza a debitori in difficoltà. In particolare, gli SPV (*Special Purpose Vehicle*) che acquistano e cartolarizzano i NPL di soggetti con prospettive di ritorno *in bonis* potranno contribuire alla liquidità o alla ristrutturazione del debito di tali soggetti in due modi: a) concedendo nuovi finanziamenti; b) sottoscrivendo capitale derivante dalla conversione di debito in azioni. Per evitare che i nuovi finanziamenti siano gestiti da soggetti non autorizzati per questa attività, e quindi non vigilati, è previsto che essi siano gestiti da una banca, una SIM o una SGR.

E' anche previsto che le società-veicolo possano acquistare immobili e altri beni posti a garanzia dei crediti deteriorati oggetto di cartolarizzazione. I proventi derivanti dalla gestione delle garanzie

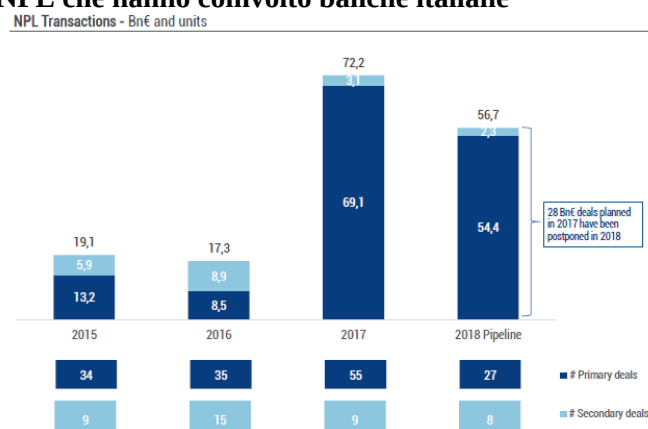
saranno utilizzati per soddisfare i diritti degli investitori, che acquisteranno i titoli emessi dalla società-veicolo (*Asset Backed Securities*).

4. La reazione delle banche: cessione dei crediti, della piattaforma, gestione interna, ecc.

Come accennato in precedenza, i NPL delle banche italiane sono calati di circa 60 miliardi fra dicembre 2016 e settembre 2017, sia per il minor flusso in entrata di crediti problematici e una più attenta gestione di quelli in essere sia per le massicce vendite di pacchetti di crediti in sofferenza.

Nel 2017, sono state concluse 55 operazioni che hanno permesso al sistema bancario di cedere 72 miliardi di crediti deteriorati, mentre le operazioni già annunciate per il 2018 sono 27 e ammontano a 57 miliardi. Tra queste sono attese le operazioni delle banche venete per 16,8 miliardi, quelle di Intesa San Paolo per 11,4 miliardi e Banco Bpm per 3,2 miliardi. Mai prima d'allora il sistema bancario italiano aveva intrapreso uno smobilizzo di crediti problematici così massiccio. Ci pare tuttavia ancora prematuro poter parlare della nascita di mercato efficiente dei NPL (FIG. 6).

FIG. 6 - Volumi e numero di transazioni di NPL che hanno coinvolto banche italiane



Fonte: Ifis Market Watch Npl, January 2018

⁶ Per maggiori dettagli, si veda: D. Albamonte, *Le nuove norme sulla cartolarizzazione dei crediti*, Banca d'Italia, Note di stabilità finanziaria e vigilanza n.10, luglio 2017.

La maggior parte delle transazioni (55 mld.) ha riguardato pacchetti misti che includevano sia crediti non garantiti da ipoteche che ipotecari. Tuttavia, numerose operazioni di taglio più piccolo erano totalmente composte da crediti ipotecari o crediti unsecured. Mediamente le operazioni miste sono state vendute al 19% del loro valore facciale, quelle con crediti garantiti sono state trattate al 33%, mentre quelle con crediti chirografari solo al 5% del loro valore nominale. Prezzi ancora piuttosto bassi e molto lontani dagli accantonamenti fatti dalle banche (FIG. 7).

Se oggi il sistema bancario vendesse al 19% tutte le sofferenze in essere, accantonate al 65,6%, dovrebbe registrare una minusvalenza di quasi 27 miliardi ($173 \times ((1 - 0,656 - 0,19) = 26,6)$). Se poi anche le inadempienze probabili, per le quali non si è ancora osservata nessuna transazione, venissero vendute ad un prezzo doppio rispetto alle sofferenze il sistema bancario italiano dovrebbe sobbarcarsi un'ulteriore perdita di 28 miliardi ($99 \times (1 - 0,337 - 0,38 = 28,0)$)⁷. In altre parole, se le banche italiane dovessero liberarsi di tutti i crediti deteriorati dovrebbero accantonare poco meno di 55 miliardi. Come visto in precedenza, se tale operazione venisse effettuata in termini di prima implementazione dei principi IFRS 9, cioè entro il primo trimestre dell'anno, tali perdite potrebbero non influenzare il conto economico delle banche ma solo lo stato patrimoniale e quindi i ratio patrimoniali.

Pertanto questa analisi deve essere valutata alla luce di alcuni recenti studi effettuati in Banca d'Italia⁸ che mostrano come "i tassi di recupero

del sistema bancario italiano si posizionano, in media, su valori coerenti con i tassi di copertura risultanti dai bilanci e che i recuperi conseguiti sulle posizioni chiuse in via ordinaria sono significativamente superiori a quelli registrati sulle posizioni cedute". Questi lavori hanno anche evidenziato come "i tassi di recupero variano significativamente da banca a banca, confermando che gli intermediari devono proseguire con decisione negli interventi già avviati per elevare l'efficienza dei processi di gestione e di recupero dei crediti deteriorati" (FIG. 7).

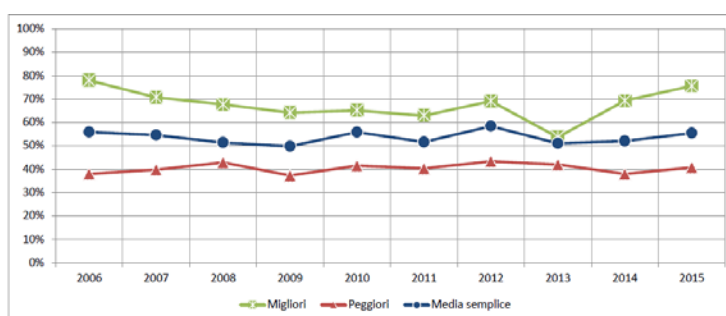
Per quanto riguarda lo strumento utilizzato per la cessione dei crediti in sofferenza, i dati del 2017 mostrano come le cartolarizzazioni senza garanzia dello Stato (GACS) sono state utilizzate nei deal più grandi, giacché in termini di numerosità hanno assommato a solo 8% delle operazioni ma sono state il 68% in termini di volumi. Importanti sia in termini di numerosità (88%) che di dimensione (29%) sono state le operazioni di vendita secca senza cartolarizzazione.

⁷ I dati sugli accantonamenti sono tratti Banca d'Italia, Rapporto sulla stabilità finanziaria, novembre 2017

⁸ Ciocchetta, Conti, De Luca, Rendina e G. Santini, "I tassi di recupero delle sofferenze", Banca d'Italia, Note di stabilità finanziaria e vigilanza N. 7 Gennaio 2017.

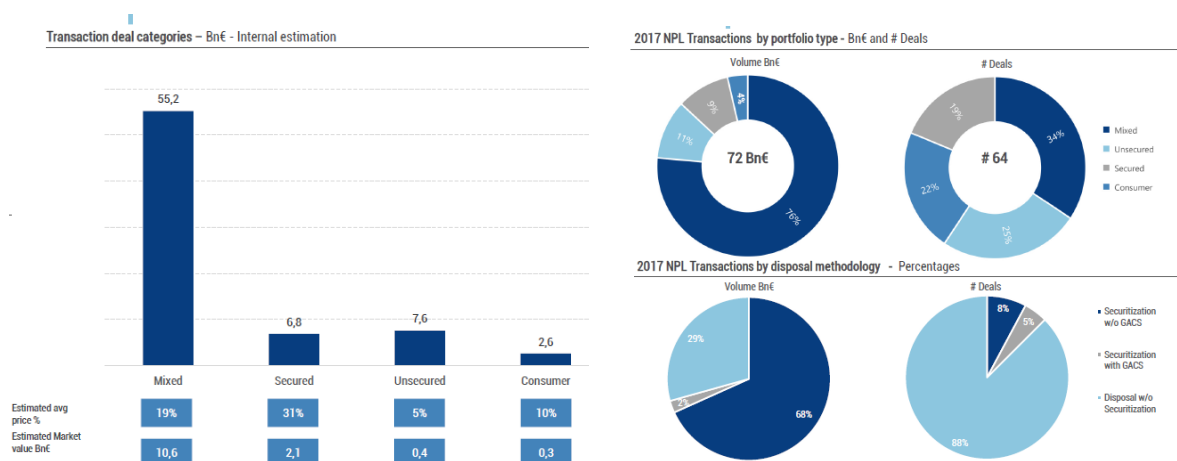
Carpinelli, Cascarino, Giacomelli e Vacca, "La gestione dei crediti deteriorati: un'indagine presso le maggiori banche italiane", Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, n. 311, Febbraio 2016.

**FIG. 7 - Eterogeneità dei tassi di recupero tra banche
(valori percentuali)**



Fonte: Ciocchetta, Conti, De Luca, Rendina e G. Santini (2017)

FIG. 8 - Tipologia e prezzi di pacchetti di NPL venduti dalle banche italiane



Fonte: Ifis Market Watch Npl, January 2018

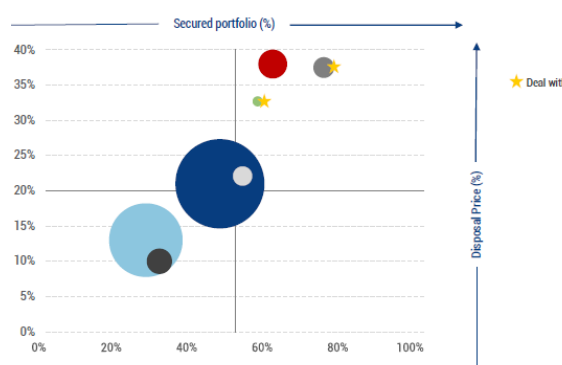
Nel complesso la GACS (Garanzia Cartolarizzazione Sofferenze), lo schema di garanzia statale italiano per i titoli senior emessi nell'ambito delle operazioni di cartolarizzazione di NPL, non ha riscosso un grande successo lo scorso anno. Essa è infatti stata utilizzata solo raramente nelle operazioni più piccole, anche se, a parità di garanzie, sembra aver permesso di effettuare le transazioni ad un prezzo mediamente più alto di circa il 5%.

Molto diversa appare la situazione che si prospetta nei prossimi mesi. Infatti numerose banche hanno annunciato operazioni di cartolarizzazioni che utilizzano la GACS. Tra queste ricordiamo il Monte dei Paschi di Siena (per 27 miliardi), il Banco BPM (per 5 miliardi) e Banca Popolare dell'Emilia Romagna o Bper (per circa 3 miliardi). Secondo alcuni osservatori nel corso del 2018 quasi 50 miliardi di NPL potrebbero essere liquidati dalle banche italiane attraverso la GACS. Questo senza considerare il fatto che lo strumento

potrebbe essere utilizzato per alleggerire le banche anche in termini di inadempienze probabili. In questo contesto stanno montando le pressioni perché il governo rinnovi il provvedimento a settembre, quando la sua efficacia verrà a scadere. Tuttavia, ciò richiederà l'autorizzazione delle Unione Europea, che aveva resistito non poco per non considerarlo un aiuto di Stato.

Vale infine la pena ricordare che al di là della GACS, come è logico attendersi, la quantità e qualità delle garanzie, oltre alla vetustà del credito, giocano un ruolo determinante nel determinare sia i tassi di recupero che il prezzo di vendita dei crediti (vedi FIG. 9). Inoltre le analisi empiriche hanno mostrato come i tassi di recupero dei crediti alle famiglie sono superiori a quelli realizzabili quando il credito è stato concesso alle imprese. Anche la dimensione dell'operazione di cessione, come nel caso del progetto Fino-Unicredit, può giocare un ruolo, nel senso che le operazioni più grandi e difficili da piazzare finiscono per scontare un prezzo più basso⁹.

FIG. 9 - Grado di garanzia e prezzo delle operazioni di vendita degli NPL



Fonte: Ifis Market Watch Npl, January 2018

⁹ Rafaniello, Marco Scotto di Carlo, "Progetto FINO: definizione del framework per l'interpretazione dei prezzi di mercato e analisi delle principali determinanti" Banca d'Italia, Note di stabilità finanziaria e vigilanza. n. 9 Giugno 2017

5. Il ruolo degli altri intermediari: fondi, piattaforme, service provider

Tra le diverse opzioni in mano alle banche per attenuare gli effetti negativi dei crediti deteriorati, oltre al potenziamento della gestione interna, all'esternalizzazione selettiva a player specializzati e alla cessione di un portafoglio con o senza cartolarizzazione, vi è quella di un *carve-out* della piattaforma di *servicing* con un partner. Questa soluzione ha molti vantaggi sia di natura economica che patrimoniale. Da un lato, infatti, essa permette di de-consolidare dal bilancio i NPL, dall'altro permette di recuperare almeno in parte il valore del credito ceduto. Essa, inoltre, migliora la LDG (Loss Given Default) della banca (FIG. 10). A fronte di questi vantaggi rimane il problema di perdere risorse qualificate che un domani potrebbero risultare preziose. In un mercato ancora immaturo e scarso di operatori qualificati, spesso questa appare l'unica opportunità percorribile per un operatore di grandi dimensioni.

Grazie ad operazioni simili nel corso del 2017-18, molti service provider nuovi player sono entrati o stanno per entrare nel mercato italiano e altri hanno migliorato la loro capacità operativa. In particolare fra le molte operazioni realizzate ricordiamo: Quaestio, che assieme a Cerved ha acquisito la piattaforma di MPS, Credito Fondiario che ha acquisito la piattaforma di Carige, SGA che ha acquisito la piattaforma delle banche venete, DoBank che ha acquisito la piattaforma di Unicredit e Intrum che ha annunciato l'acquisizione della piattaforma di Intesa SanPaolo (FIG. 11). Accanto a queste grandi player, che gestiscono o meglio gestiranno masse molto grosse di NPL, sono anche fioriti numerosi operatori più piccoli e specializzati che svolgono/svolgeranno il ruolo di sub fornitori.

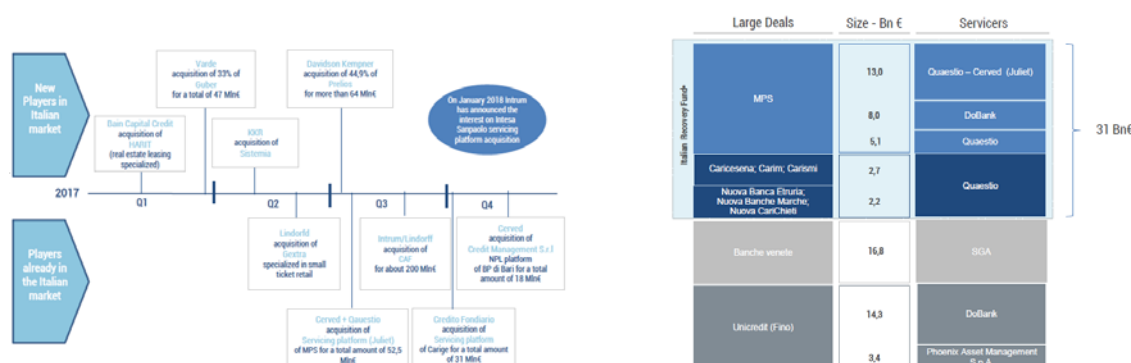
FIG.10 - Opzioni strategiche per gestire i NPL e ottimizzare il valore della banca

Opzioni	1	2	3	4	5
	Potenziamento gestione interna	Esternalizzazione selettiva della gestione a player specializzato	Cessione di portafogli attraverso cartolarizzazione	Cessione di portafogli	Carve out della piattaforma di servicing con potenziale partnership
Obiettivi	Incremento di efficienza / efficacia nel recupero	- Riduzione costi operativi (costi fissi di gestione vs variabili) - Gestione dei crediti secondo best practice locali	- Eliminazione di costi operativi connessi alla gestione - Miglioramento ratio di asset quality (costo del rischio) - Riduzione della complessità interna - Possibile ottenimento di una garanzia tramite utilizzo di GACS / ricorso al Fondo Atlante	- Possibilità di cedere attività non-core (focus sul "core business") - Riduzione costi operativi (costi fissi di gestione vs variabili e costi del personale) - Gestione dei crediti secondo best practice internazionali	- Possibilità di cedere attività non-core (focus sul "core business") - Riduzione costi operativi (costi fissi di gestione vs variabili e costi del personale) - Gestione dei crediti secondo best practice internazionali
Principali impatti					
Economici	+	+	-	-	+
Patrimoniali	=	=	-	-	+
LGD	+	+	-	-	+
Asset Quality	=	=	+	+	=

Note: Le Banche mediatrici, al fine di raggiungere massa critica, possono cercare forme di collaborazione o fin della cessione dei propri portafogli (shelling per servicing a receiver).

Fonte: Gabriele Guggiola PwC

FIG. 11 - Principali operazioni realizzate negli ultimi anni



Fonte: Banca Ifis, Market watch NPL, The Italian Scenario, January 2018

Conclusioni

La guerra che le banche italiane combattono da oltre dieci anni contro l'accumulo di crediti deteriorati non è ancora vinta, anche se nel frattempo molte battaglie sono state vinte: il flusso netto di nuovi crediti deteriorati è negativo da quattro trimestri; lo stock di crediti deteriorati lordi si è ridotto di oltre il 20%; quello netto di quasi il 30% grazie anche alla crescita degli accantonamenti; sono nati molti intermediari non bancari capaci di acquistare e gestire NPL; il mercato azionario, molto sensibile al deleveraging

degli attivi deteriorati, ha premiato le banche che più hanno saputo ridurre le sofferenze senza accumulare troppe perdite.

Queste battaglie sono state vinte perché il quadro macroeconomico è migliorato, le autorità di vigilanza hanno stimolato (e a volte intimato) gli istituti di credito ad affrontare il problema con decisione, ma soprattutto le banche hanno rafforzato le unità volte al recupero crediti e dato loro una nuova centralità nella struttura organizzativa. In molti casi competenze, investimenti, incentivi sono stati messi in campo



per contare su un tempestivo ed efficace processo proattivo di gestione del credito deteriorato.

Tuttavia, ancora non è nato un efficiente mercato degli NPL e i prezzi a cui vengono scambiati i crediti deteriorati sono tuttora molto inferiori ai tassi di recupero e agli accantonamenti posti in essere. Così se oggi il sistema bancario vendesse tutte le sofferenze ancora nei propri bilanci dovrebbe registrare una minusvalenza di quasi 27 miliardi, a cui si dovrebbero sommare 28 miliardi provenienti dalle probabili inadempienze.

Maggiore accuratezza delle informazioni disponibili, tempestività dei processi di reazione al presentarsi di situazioni di crisi, competenze, soprattutto in ambito immobiliare, e più in generale un ulteriore efficientamento del processo di gestione dei crediti deteriorati sono ancora necessari, magari seguendo le linee guida tracciata dalla BCE. Anche il governo italiano non dovrebbe considerare esaurita la sua azione riformatrice: dovrebbe insistere con le autorità europee per una proroga della GACS, valutare la creazione di una *bad bank* pubblica, magari fondendo strutture già esistenti quali la Sga e Rev, ma soprattutto portare avanti la riforma del processo civile in modo da accorciare drasticamente i tempi della giustizia italiana.

È, infine, necessario che le istituzioni europee, pur rimanendo un pungolo all'efficientamento della gestione dei crediti deteriorati, riconoscano gli sforzi compiuti dal sistema bancario italiano e non usino la pur necessaria riduzione dei rischi come un pretesto per ostacolare il completamento dell'Unione bancaria.