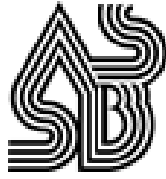


Associazione
per lo Sviluppo
degli Studi di
Banca e Borsa



Università Cattolica
del Sacro Cuore

OSSERVATORIO MONETARIO

1/2015

Sede: Presso Università Cattolica del Sacro Cuore – Milano, Largo Gemelli, 1
Segreteria: Presso Banca Popolare Commercio e Industria – 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. 1/2015

Autori del presente rapporto sono: Giacomo Vaciago (Introduzione), Tiziana Assenza (cap. 1), Giovanni Verga e Maria Gaia Soana (cap. 2), Andrea Boitani (cap. 3), Paola Bongini, Doriana Cucinelli, Maria Luisa Di Battista e Laura Nieri (cap. 4).

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

Il rapporto è stato redatto sulla base delle informazioni disponibili al 25 marzo 2015.

Laboratorio di Analisi Monetaria:

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

Associazione per lo Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa:

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

Segreteria: presso Banca Popolare Commercio e Industria – Milano, Via Monte di Pietà, 7 – tel. 02-6275.5252



Comitato Scientifico del Laboratorio di Analisi Monetaria:

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



INDICE

SINTESI	pag. I
INTRODUZIONE	pag. 1
1. IL QUADRO MACROECONOMICO	pag. 3
1. Lo scenario internazionale: una visione di sintesi	3
2. La congiuntura nei principali Paesi industrializzati	3
3. La congiuntura in Italia	9
2. LA POLITICA MONETARIA IN EUROPA E NEGLI STATI UNITI	15
1. La politica monetaria nell'Eurozona	15
2. Le imprese nell'Eurozona: un'analisi comparativa	23
3. La politica monetaria della Fed	28
3. L'EUROZONA NEL TUNNEL DELL'AUSTERITA' E DELLE REGOLE 'STUPIDE'. COME USCIRNE?	35
1. Lo scandalo degli output gap che ballano	35
2. Austerità pro-ciclica, inutile e divaricante	38
3. Riforme strutturali e squilibri macroeconomici	43
4. Qual è l'impatto delle riforme strutturali?	47
5. Riforme istituzionali per nuove politiche economiche	49
4. L'EVOLUZIONE DEL CREDITO DELLE BANCHE SOTTOPOSTE AD AQR NEL RECENTE CICLO ECONOMICO (2006-2013)	53
1. Caratteristiche del campione	54
2. L'andamento del reddito e del rischio	58
3. La relazione tra crescita del credito, rischio, solvibilità e redditività	65
4. Conclusioni	70





SINTESI

Questo numero di Osservatorio Monetario è suddiviso in due parti. La prima contiene un aggiornamento del quadro congiunturale, sia di carattere reale che monetario. La seconda è invece dedicata all'approfondimento di due temi: l'opportunità di modificare alcune regole fiscali all'interno dell'Eurozona, al fine di porre limite a un'austerità che oltre ad essere prociclica risulta del tutto inutile; la valutazione dell'andamento del credito – durante il periodo 2006-2013 – da parte di 96 delle 130 banche sottoposte alla recente Asset Quality Review.

Il primo capitolo analizza l'andamento della congiuntura internazionale di carattere reale. Il quadro macroeconomico appare ancora caratterizzato da una divergenza del ciclo economico tra le principali aree avanzate. Mentre Eurozona e Giappone faticano a uscire da uno scenario di semi-stagnazione, la situazione economica negli Stati Uniti e anche nel Regno Unito è decisamente migliore e dovrebbe permettere alle rispettive Banche Centrali di optare per una politica monetaria meno accomodante nel 2015. Esaurita da tempo la spinta espansiva del Quantitative Easing, la Fed si prepara a alzare il tasso sui Fed Funds nella seconda metà del 2015. Al contrario, nell'Eurozona la politica monetaria si muove in direzione decisamente (finalmente!) espansiva: il Quantitative Easing nell'Eurozona conosce l'avvio delle operazioni mentre scriviamo queste righe. Il quadro è differenziato anche per i paesi emergenti, con Brasile e Russia intrappolati, per motivi diversi, in condizioni congiunturali difficili se non addirittura preoccupanti. E' questo il caso della Russia che ha attraversato una difficile crisi valutaria innescata – tra gli altri fattori – dal crollo delle quotazioni del

petrolio sui mercati internazionali. India e Cina, invece, continuano a seguire un percorso di crescita relativamente stabile.

Il secondo capitolo passa invece in rassegna i principali avvenimenti che hanno caratterizzato la congiuntura monetaria in questi ultimi mesi. Gli strumenti “non standard” sinora utilizzati dalla BCE al solo scopo di porre rimedio al malfunzionamento dei mercati (crisi dell'interbancario e del debito sovrano) sono diventati gli strumenti di politica monetaria per perseguire gli obiettivi finali. In presenza di bassa crescita economica e di un'inflazione da troppo tempo inferiore all'obiettivo del 2%, la politica tradizionale delle riduzioni del tasso ufficiale si è esaurita da quando il Repo rate è ormai prossimo al livello nullo: da qui la politica di accomodamento monetario (Quantitative Easing) fondata sull'acquisto di 60 miliardi di euro di titoli al mese sino al Settembre 2016. Nel capitolo si cerca anche di valutare l'impatto che una politica di easing monetario potrebbe avere sul comparto delle imprese europee. Data la notevole differenziazione esistente tra le imprese dei principali paesi dell'Eurozona (relativamente alla loro struttura economica, patrimoniale e finanziaria) è assai probabile che la politica espansiva potrebbe avere impatti eterogenei nell'area dell'euro. In particolare esiste un mercato divario tra le aziende dei PIIGS, decisamente deboli sia sotto il profilo economico che patrimoniale-finanziario, e gli altri paesi, nei quali paiono anche più evidenti i segnali di ripresa. Infine, il capitolo si concentra sulla politica monetaria statunitense. La politica di acquisto di titoli da parte della Fed, cominciata cinque anni fa in regime di tasso ufficiale azzerato, ha anche consentito al Tesoro una politica particolarmente espansiva e a basso costo. L'economia è tornata su un tasso di



crescita soddisfacente e la disoccupazione si è portata a un livello accettabile e è in continua diminuzione. La Fed ha così concluso la politica di acquisto di titoli per tornare lentamente alla politica tradizionale: il primo passo sarà l'aumento del tasso ufficiale, che i mercati scontano non prima dell'estate 2015.

Nel capitolo 3 vengono passati in rassegna un'ampia serie di indicatori al fine di presentare una dettagliata analisi delle conseguenze dell'austerità indotta dalle regole fiscali e dalla governance macroeconomica europea. Il risultato finale di questa analisi empirica è molto chiaro: il consolidamento fiscale che è stato attuato nell'Eurozona in questi ultimi anni è stato mal concepito. Ha generato una caduta del Pil, favorendo nel contempo un aumento della disoccupazione senza risolvere – come invece originariamente sperato – il problema dell'elevato debito pubblico. La governance macroeconomica europea è fondata su pilastri (regole ed istituzioni) che si sono dimostrati tutt'altro che solidi. Insistere su questi pilastri, non serve a costruire un'Unione più solida e, soprattutto a uscire stabilmente dalla recessione. Pur intravedendo i germogli di un cambiamento di regime e il declino dell'austerità come dottrina accettata va riconosciuto che la pro-ciclicità delle regole è ancora esistente. Il capitolo dimostra che dalla crisi non si esce in modo vigoroso solo con il QE e le riforme strutturali. Come ha detto Draghi a Jackson Hole, il sentiero di una ripresa soddisfacente verrà imboccato solo se si realizzerà un coordinamento fiscale e monetario nell'Eurozona e se lo stimolo fiscale necessario verrà coordinato attraverso Bruxelles.

Infine, nel quarto e ultimo capitolo, vengono analizzate le politiche di offerta di credito poste

in essere da un campione costituito da 96 delle 130 banche europee sottoposte al Comprehensive Assessment e all'Asset Quality Review (AQR). Il lavoro svolto si propone di verificare se la maggiore disponibilità – da parte di alcune banche – a erogare credito in fasi negative del ciclo economico si è rivelata una scelta sostenibile anche di fronte al perdurare della crisi economica o se invece si è tradotta in una maggiore rischiosità per le banche più dinamiche. In altre parole, nel lavoro si cerca di comprendere se anche di fronte a profonde fasi recessive alcune banche si distinguono per una più efficace valutazione del rischio di credito e quindi per una più efficiente allocazione delle risorse finanziarie. Dalle elaborazioni svolte non risulta che, in media, le banche che hanno attuato politiche creditizie più dinamiche durante la fase recessiva abbiano necessariamente registrato un significativo deterioramento della qualità dei loro portafogli prestiti o una penalizzazione in termini di minore redditività. La crescita dei prestiti ha invece verosimilmente determinato un maggiore assorbimento di capitale che ha ridotto i coefficienti patrimoniali di queste banche. Tali evidenze suggeriscono che l'aumento della rischiosità del portafoglio prestiti non dipende esclusivamente dall'andamento del ciclo economico e/o dal dinamismo delle politiche creditizie, bensì anche da aspetti specifici di ogni banca e cioè dalla sua effettiva capacità di selezionare e gestire efficacemente il rischio di credito. Per le banche italiane si riscontra un livello di rischio di credito tendenzialmente più elevato della media delle banche europee del campione, ancorché più basso delle restanti banche dell'Europa mediterranea. Non si osservano per contro particolari differenze tra le banche di diverse categorie istituzionali.



INTRODUZIONE♦

POLITICA MONETARIA ANTI-DEFLAZIONE

E' iniziata la politica monetaria della BCE volta a riportare l'inflazione attesa dell'Eurozona vicina al 2% medio annuo, che da 16 anni ne rappresenta l'obiettivo principale.

Il lungo dibattito scientifico, tecnico, e politico che ha preceduto la decisione del 22 gennaio scorso e l'avvio a partire da marzo di un ampliamento del bilancio della BCE di 60 miliardi di euro al mese fino a settembre 2016 e quindi per un totale di 1140 miliardi - si è concentrato su tre aspetti.

1. *Politica monetaria o monetizzazione del debito*

Il tema ha assunto una connotazione più politica in Europa che nel dibattito sulla precedente esperienza della Fed, perché nel nostro caso la monetizzazione del debito pubblico è esplicitamente vietata alla BCE. In altre parole, l'acquisto di titoli pubblici deve essere finalizzato al solo obiettivo statutario che è quello di un'inflazione (corrente e attesa) vicina (e inferiore) al 2%. C'è stato un lungo (e a volte inutile!) dibattito sull'esistenza o meno di un rischio di deflazione, ma c'è anche stato l'impegno da parte della BCE di considerare questa politica come monetaria, cioè *temporanea*: gli acquisti cesseranno se e quando l'inflazione sarà tornata al valore desiderato e a quel punto il bilancio della BCE tornerà a ridursi. In altre parole, dobbiamo già sapere che prima o poi avremo anche noi il problema che in questi mesi la Fed sta di nuovo sperimentando, cioè quello di una "uscita sicura" da un QE che essendo durato per vari anni, può aver creato problemi di "dipendenza".

2. *I canali di trasmissione*

Gli acquisti di titoli da parte della Banca Centrale hanno effetti sull'economia, e sull'inflazione corrente e attesa, attraverso tra principali canali. Ricordiamone le caratteristiche generali:

2.1. La liquidità inserita dalla BCE nell'economia dell'Eurozona può defluire all'estero, andando a investirsi a Londra piuttosto che a New York o a Tokio. In tutti questi casi, ne risulta un cambio dell'Euro più debole, e ne sono quindi favorite le nostre esportazioni nette.

2.2. Oppure, la liquidità viene impiegata in attività domestiche esistenti (sia finanziarie sia reali) aumentandone il valore di mercato. Questo *effetto ricchezza* può favorire la spesa di imprese e famiglie e quindi sostenere la domanda di beni di nuova produzione. Per inciso, è questo l'aspetto che è stato più criticato dalla sinistra americana: il QE "arricchisce i ricchi" (ma è ben difficile che la politica monetaria riesca comunque a favorire i poveri disoccupati... a spese dei ricchi; semmai questo compito spetta ad altri strumenti di politica economica).

2.3. Il terzo canale opera *via* tassi di interesse e costo/disponibilità del credito: è favorita la spesa finanziata da nuovo debito, sia essa pubblica o privata sia essa destinata a investimenti o a consumi. In quest'ultimo caso, possiamo registrare un mix di "monetary easing" (che opera *via* prezzi degli assets e loro rendimenti) e di "credit easing" (che opera *via* disponibilità del credito).

3. *I problemi*

Nel caso dell'Eurozona, la discussione si è concentrata su problemi politici come quello della "condivisione" del rischio di perdite sui titoli acquistati, a seconda della nazionalità dell'emittente (troppo scarsa essendo la quantità esistente di titoli davvero europei). E quello dell'eventuale "azzardo morale" rappresentato dal

♦ A cura di Giacomo Vaciago



venir meno della priorità da attribuire, in ciascun Paese, alle necessarie riforme strutturali.

Ma non mancano problemi più generali che la ricerca scientifica ha già studiato in seguito all'esperienza avviata dalla Fed americana a partire dal novembre 2008, e che valgono *mutatis mutandis* anche per l'Eurozona.

L'obiezione più radicale (più volte sottolineata dalla BRI nelle pubblicazioni del suo Servizio Studi e nei suoi Rapporti Annuali) riguarda la possibilità stessa che il QE sia "manna dal cielo" grazie alla quale dimensione e struttura del bilancio della Banca Centrale possano essere un buon "ammortizzatore" che compensa gli enormi squilibri reali (nei tassi di crescita) e finanziari (nella dimensione dei debiti privati e/o pubblici) che si sono accumulati negli ultimi anni. In altre parole, resta il dubbio - come confermerebbe anche la difficoltà ad "uscire" dal QE - che questo strumento di politica monetaria non risolva i problemi, ma solo ne rinvii la soluzione.

Nel nostro caso, avremmo problemi in più nella misura in cui benefici e costi di questa politica monetaria non convenzionale fossero diversamente distribuiti tra i diversi Paesi membri, anche per il ruolo differente che hanno i tre canali di trasmissione sopra ricordati nei diversi Paesi, che hanno differenti strutture economiche e finanziarie.

Lo stesso dibattito politico sulla condivisione o meno del rischio di perdite ne uscirebbe rinnovato se nel corso di quest'anno e del prossimo, i benefici del QE (che nella definizione ufficiale della BCE si chiama: PAA, cioè Programma ampliato di acquisto di attività) risultassero distribuiti in modo molto difforme tra i diversi Paesi-membri. Torneremmo ad un problema analogo a quanto inizialmente emerso nel 2010, quando si erano differenziate le *yield curves* dei vari paesi, che partivano dallo stesso tasso di *policy* deciso dalla BCE, ma poi avevano

pendenze molto differenti per effetto di *spreads* molto diversi. Le decisioni via via prese dalla BCE, e gli impegni assunti da Draghi (il *whatever it takes* del 2012), sono diventati nel corso dell'ultimo anno interventi di politica monetaria, per contrastare la mancata crescita dell'economia e connesse pressioni deflattive. Restano differenze nei meccanismi di trasmissione che rendono diseguali anche le conseguenze delle politiche non-convenzionali? E' quanto scopriremo nei prossimi due anni.



1. IL QUADRO MACROECONOMICO*

1. Lo scenario internazionale: una visione di sintesi

Nel corso del 2014 l'economia mondiale si è mantenuta su un sentiero di moderata espansione. Tuttavia, la divergenza del ciclo economico tra le principali aree e all'interno delle stesse permane e, in alcuni casi, si accentua. Nel contempo l'andamento dei mercati valutari è decisamente improntato a un ulteriore rafforzamento del Dollaro, che si è decisamente intensificato dopo l'annuncio (alla fine dello scorso mese di Gennaio) del varo del Quantitative Easing da parte della BCE. Il deprezzamento dell'Euro nei confronti della valuta USA ha ormai raggiunto il 25% nel corso degli ultimi 12 mesi; secondo doversi analisti è destinato a proseguire anche durante i trimestri a venire.

Per quanto riguarda i paesi avanzati, Eurozona e Giappone faticano a uscire da uno scenario di semi-stagnazione. L'Eurozona continua a risentire della divergenza ciclica tra paesi del centro e paesi della periferia, anche se ultimamente sono emersi segnali di una possibile chiusura del divario nel corso dei mesi a venire. La situazione economica negli Stati Uniti e anche nel Regno Unito è decisamente migliore e dovrebbe permettere alle rispettive Banche Centrali di optare per una politica monetaria meno accomodante nel 2015. Esaurita da tempo la spinta espansiva del Quantitative Easing, la Fed si prepara a alzare il tasso sui Fed Funds nella seconda metà del 2015. Al contrario, nell'Eurozona la politica monetaria si muove in direzione decisamente (finalmente!) espansiva: il Quantitative Easing in salsa euro conosce l'avvio delle operazioni mentre scriviamo queste righe.

Il quadro è differenziato anche per i paesi emergenti, con Brasile e Russia intrappolati, per

motivi diversi, in condizioni congiunturali difficili se non addirittura preoccupanti. E' questo il caso della Russia che ha attraversato una difficile crisi valutaria innescata – tra gli altri fattori – dal crollo delle quotazioni del petrolio sui mercati internazionali. India e Cina, invece, continuano a seguire un percorso di crescita relativamente stabile, anche se decisamente meno vivace rispetto al recente passato: non casualmente, da diversi trimestri a queste parti, si è iniziato a parlare esplicitamente di un rallentamento strutturale di entrambi i giganti asiatici. Tuttavia, rimane più che mai vero che la situazione degli emergenti è contrassegnata da incertezza, che dipende soprattutto dalla gestione della politica monetaria USA. L'attesa dell'eventuale annuncio di un incremento dei tassi USA continua a influenzare in modo decisivo i movimenti di capitale tra mondo emergente ed economie avanzate (in primis USA). L'aspettativa di una imminente stretta monetaria da parte della Fed porta i capitali a defluire dalle aree emergenti: lo spread sovrano è attualmente vicino ai 420 bps., un livello particolarmente elevato soprattutto considerando il livello ancora basso dei tassi risk-free (i tassi sui T-Bills USA) rispetto al quale viene computato il differenziale.

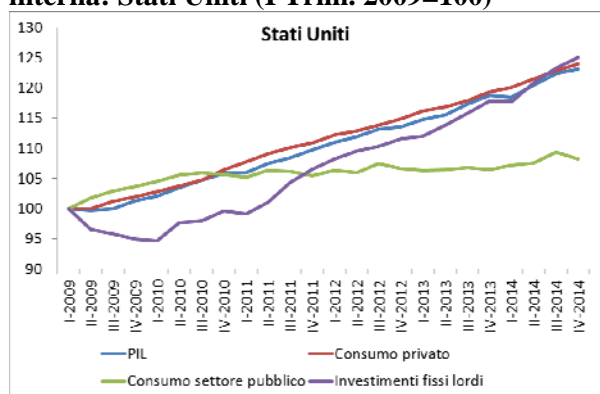
2. La congiuntura nei principali Paesi industrializzati

La diversa gestione corrente – ma soprattutto prospettica – della politica monetaria tra le due sponde dell'Atlantico è ovviamente la conseguenza della diversa posizione ciclica che caratterizza i due maggiori sistemi economici. Mentre negli Stati Uniti si assiste ad un irrobustimento progressivo della ripresa con un miglioramento ulteriore del grado di fiducia sull'andamento futuro dell'economia, in Europa si sta uscendo solo ora – almeno in alcune economie della periferia dell'Eurozona – dall'ennesimo

* A cura di Tiziana Assenza.

episodio recessivo, con un persistente impatto negativo sull'attività di investimento. Nelle FIGG. 1 e 2 riportiamo il livello (facendo riferimento a numeri indice) di PIL, consumi privati, consumi collettivi (spesa pubblica) e investimenti per gli Stati Uniti e l'Eurozona a partire dalla Grande Recessione.

FIG. 1 - PIL e componenti della domanda interna: Stati Uniti (I Trim. 2009=100)

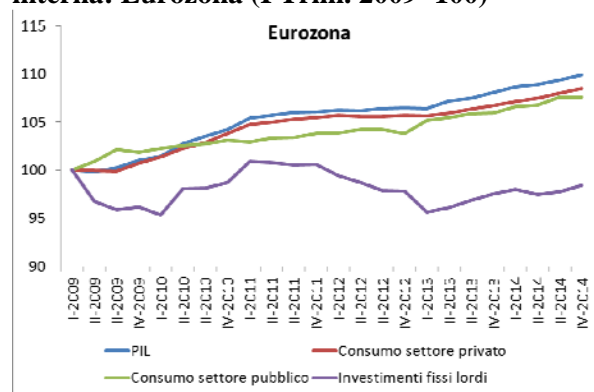


Fonte: Rielaborazioni su dati OCSE

Sullo scenario congiunturale (non solo dell'Eurozona) continua a incomber lo spettro di una crisi greca. Nel corso delle ultime settimane sono stati numerosi i vertici in cui si è cercato – sinora senza successo – un compromesso per evitare un nuovo default da parte dello stato ellenico. Le ultime decisioni prese non sono del tutto incoraggianti. E' sì vero che la BCE ha nuovamente concesso alle banche greche la liquidità di emergenza attraverso la ELA (Emergency Liquidity Assistance). Tuttavia ciò non basta a evitare la possibilità che – già nelle prossime settimane – lo stato greco si trovi nella impossibilità di onorare i propri impegni finanziari a breve termine. La probabilità del default è alimentata anche dalle conseguenze sempre più negative di una strisciante crisi bancaria (i depositi bancari sono letteralmente crollati in conseguenza di continui deflussi di capitale) contemporanea a un forte calo del gettito

fiscale che pone nuovi problemi al contenimento del saldo di bilancio pubblico.

FIG. 2 - PIL e componenti della domanda interna: Eurozona (I Trim. 2009=100)



Fonte: Rielaborazioni su dati OCSE

Si osserva la dinamica molto più vivace del PIL (e della spesa in beni di consumo delle famiglie) negli USA rispetto all'Eurozona: tra il 2009 e il 2014, il PIL americano è cresciuto del 20% circa contro il 10% scarso del PIL europeo.

L'elemento di maggior spicco nel confronto, tuttavia, è la dinamica degli investimenti. Negli Stati Uniti, il livello degli investimenti – dopo essere caduto nel corso della Grande Recessione – è cresciuto in modo sostenuto e continuo, più rapido del PIL. Tra il 2010 e il 2014 l'indice passa da 95 a 120, con un aumento cumulato di oltre il 25%. Nell'Eurozona, alla fine del periodo considerato e di un ciclo degli investimenti caratterizzato da una caduta iniziale – nella fase finale della Grande Recessione – una ripresa, una nuova caduta e un parziale recupero, il livello degli investimenti risulta ancora inferiore al livello iniziale. Inoltre, mentre negli Stati Uniti il consumo privato mostra una crescita sostenuta e trainante la domanda del settore privato, nell'Eurozona i consumi privati dopo una breve fase di crescita tra il 2009 ed il 2010, si sono mantenuti costanti nel biennio successivo e solo

nel 2014 i dati mostrano una moderata e lenta ripresa.

Tuttavia, le previsioni per il 2015 per l'Eurozona sono positive e segnalano un miglioramento rispetto all'attuale situazione congiunturale. La marcata riduzione del prezzo del petrolio e il deprezzamento dell'euro sono i fattori trainanti della ripresa attesa nel 2015. Ciononostante, non va dimenticato che - data la significativa eterogeneità che caratterizza ancora oggi l'unione economica e monetaria europea - non tutti paesi beneficeranno allo stesso modo della fase di ripresa (si veda la TAB. 1).

Le previsioni per l'anno corrente di fonte EEAG (European Economic Advisory Group presso CESIFO) sembrano infatti essere molto positive per l'economia spagnola, che dovrebbe registrare una crescita significativa e più rapida della media della zona euro. Al contrario, Francia ed Italia registreranno ancora bassi tassi di crescita. Queste due economie presentano numerosi tratti in comune: livelli elevati di spesa pubblica, alto prelievo tributario sul settore delle imprese, bassa flessibilità del mercato del lavoro. A questi fattori, va inoltre aggiunto che - a partire dall'introduzione dell'Euro - sia le imprese francesi che quelle italiane hanno sofferto una cospicua perdita di competitività di prezzo con conseguenti effetti negativi rilevanti per quanto concerne la caduta delle quote di mercato mondiale.

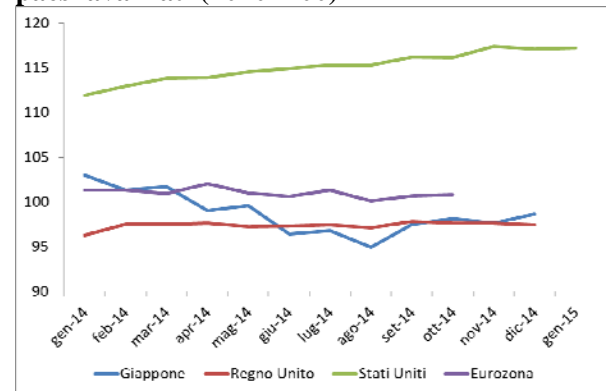
TAB. 1 - PIL: tassi di crescita (valore medio annuo)

	2013	2014	2015*
Eurozona	-0.5	0.8	0.9
Spagna	-1.2	1.3	2.0
Francia	0.3	0.4	0.4
Italia	-1.9	-0.4	-0.2

Fonte Eurostat. *previsioni EEAG

A partire dalla primavera del 2014 le economie avanzate nel loro complesso hanno mostrato un rallentamento della crescita che può essere imputato alla situazione economica nell'Eurozona e in Giappone. La FIG. 3, che descrive la dinamica della produzione industriale (in livelli), fornisce indicazioni a riguardo. Nell' Eurozona, infatti, la produzione industriale è pressoché stagnante dal 2010. In Giappone ha mostrato una riduzione sostenuta a partire dalla primavera del 2014 e fino alla fine dell'estate per poi iniziare una moderata fase di ripresa nell'ultima parte dell'anno, ma attestandosi comunque su valori al di sotto di quelli del 2010. Gli Stati Uniti continuano a essere il paese trainante dell'espansione a livello mondiale anche sotto il profilo della produzione industriale.

FIG. 3 - Produzione industriale nei principali paesi avanzati (2010=100)

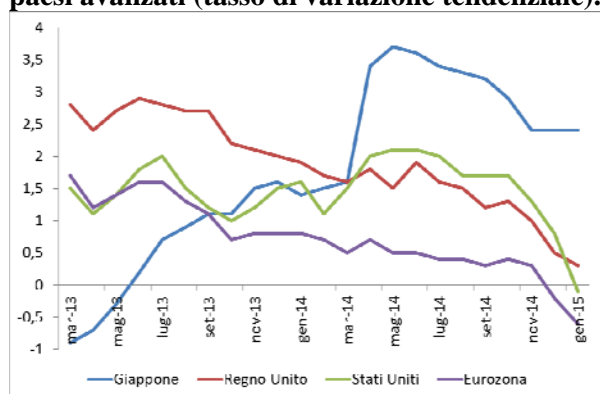


Fonte OCSE.

Il profilo di crescita non particolarmente intensa che mediamente sta caratterizzando il sistema economico internazionale si riflette anche sull'andamento dell'inflazione al consumo, che segue un trend in calo quasi ovunque. Negli Stati Uniti (come mostrato in FIG. 4) l'inflazione al consumo è passata - tra ottobre e novembre - dall'1.7% all' 1,3%. Lo stesso andamento in fase riflessiva ha registrato anche l'inflazione core, ossia al netto dei prodotti energetici e alimentari.

Nel Regno Unito nel 2014 la crescita dei prezzi ha registrato il valore più basso dal 2001. Il Giappone – che aveva mostrato un picco in maggio con un valore del 3.7% – registra un calo dell’inflazione al consumo al 2.4% in novembre. Considerazioni simili, valgono anche per l’Eurozona (su cui torneremo più a fondo più avanti). Da ultimo ma non per ultimo, non va dimenticato il ruolo - giocato sulla dinamica dell’indice dei prezzi - dalla flessione del prezzo delle materie prime e del petrolio in particolare.

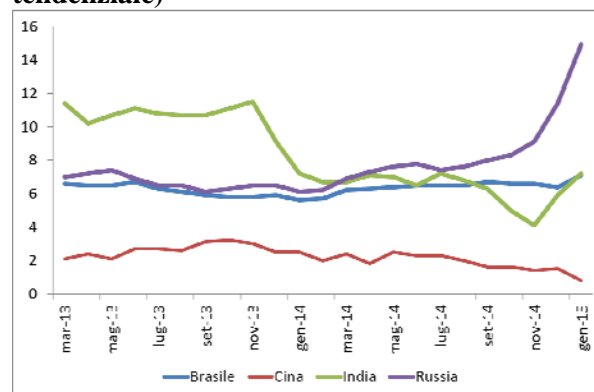
FIG. 4 - Inflazione al consumo nei principali paesi avanzati (tasso di variazione tendenziale).



Fonte OCSE. Per Eurozona: variazione percentuale tendenziale calcolata sull’indice dei prezzi al consumo armonizzato.

I paesi emergenti, al contrario, sono caratterizzati da una situazione più eterogenea, come si evince dalla FIG. 5: in Cina e in India l’inflazione si conferma a livelli bassi; in Brasile permane a livelli sostenuti ed in Russia mostra addirittura una continua fase di accelerazione a causa del blocco delle importazioni dalle maggiori economie avanzate (effetto delle sanzioni applicate a seguito del conflitto con l’Ucraina) che si è accompagnato al forte deprezzamento del rublo (indotto dal calo delle quotazioni delle materie prime di cui la Russia è esportatrice) e al contemporaneo aumento dei prezzi per i prodotti agroalimentari.

FIG. 5 - Inflazione al consumo nei principali paesi emergenti (tasso di variazione tendenziale)



Fonte OCSE.

Stati Uniti

L’economia statunitense ha sperimentato un tasso di crescita del PIL negativo solo nel primo trimestre del 2014. Come si evince dalla TAB. 2, infatti, il tasso di crescita congiunturale annualizzato per il PIL è rimasto positivo per i tre trimestri successivi mostrando una fase di crescita sostenuta nel secondo e terzo trimestre per poi chiudere l’anno con un rallentamento: si passa infatti da una crescita congiunturale annualizzata del 4.9% del terzo trimestre al 2.2% del quarto trimestre.

TAB. 2 - Crescita del PIL e delle principali componenti della domanda: USA (tasso di variazione congiunturale annualizzato)

	I-14	II-14	III-14	IV-14
PIL	-2.1	4.5	4.9	2.2
Consumo	1.2	2.5	3.2	4.1
Investimenti	-2.8	9.4	6.2	4.7
Spesa pubblica	2.7	-0.2	5.3	-3.5
Esportazioni	-9.6	10.6	4.5	3.2
Importazioni	2.2	10.8	-0.9	9.7

Fonte: OCSE

Dal secondo trimestre in poi, si evidenzia la vivacità dei consumi privati e soprattutto degli investimenti fissi lordi e delle esportazioni.

Inoltre, ad eccezione del terzo trimestre (che ha mostrato una riduzione), per tutto il 2014 le importazioni, (trainate dalla crescita sostenuta della domanda interna) hanno mostrato una crescita tale da comportare un contributo negativo delle esportazioni nette alla crescita del PIL. Ciò si evince dalla TAB. 3 che riporta i contributi alla crescita congiunturale (non annualizzata) del PIL delle principali voci della domanda aggregata.

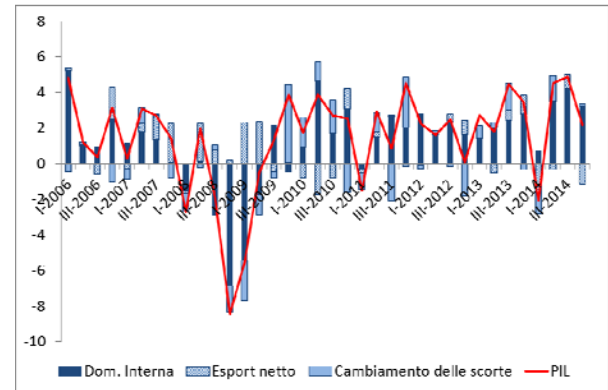
TAB. 3 - Crescita del PIL (tasso di variazione congiunturale) e contributi alla crescita delle principali componenti della domanda aggregata: USA

	I-14	II-14	III-14	IV-14
PIL	-0.5	1.1	1.2	0.5
Consumo	0.2	0.4	0.6	0.7
Investimenti	-0.1	0.4	0.3	0.2
Spesa pubblica	0.1	0.0	0.1	-0.1
Esportazioni	-0.3	0.3	0.2	0.1
Importazioni	-0.1	-0.4	0.0	-0.4
Variazioni delle scorte	-0.3	0.4	0.0	0.0

Fonte: OCSE

Nella FIG. 6 sono rappresentati i contributi alla crescita (annualizzata) provenienti dalla domanda interna, dalla domanda estera netta e dalla variazione delle scorte.

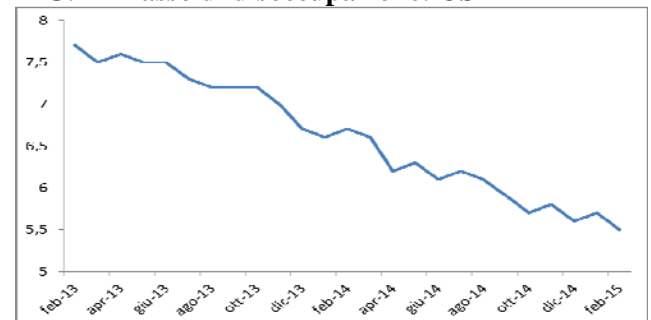
FIG. 6 - Crescita del PIL (tasso di variazione congiunturale annualizzato) e contributi alla crescita della domanda interna, della domanda estera netta e della variazione delle scorte: USA



Fonte: nostre elaborazioni su dati OCSE

In FIG. 7 riportiamo i dati mensili per il tasso di disoccupazione degli ultimi due anni. Nella primavera del 2014 il tasso di disoccupazione è sceso per la prima volta a valori pre-crisi, inoltre il tasso di partecipazione al mercato del lavoro, che ha continuato a scendere dal 2008, nel corso dell'ultimo anno sembra essersi stabilizzato. Durante il corso dell'anno abbiamo assistito ad una riduzione di un punto percentuale del tasso di disoccupazione che si collocava al 6.7% all'inizio del 2014 per arrivare al 5.6% nel dicembre dello stesso anno. I dati dei primi due mesi del 2015 confermano un tasso di disoccupazione pari al 5.5% a febbraio.

FIG. 7 - Tasso di disoccupazione: USA



Fonte OCSE

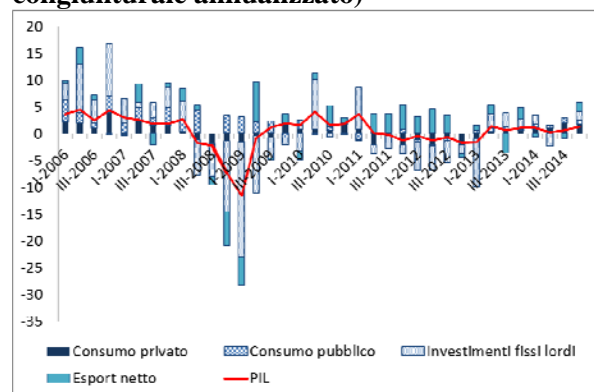
Come già detto, nonostante la politica monetaria accomodante condotta negli ultimi anni dalla Federal Reserve, il tasso di inflazione è rimasto relativamente basso. Si è registrata una lieve accelerazione ad inizio 2014 dall' 1,5% di fine 2013 a circa il 2%. Tale tendenza è stata tuttavia frenata nel corso dell'anno da due principali fattori: la riduzione del prezzo del petrolio (che ha preso avvio la scorsa estate) ed il rafforzamento del dollaro. Il tasso di inflazione in chiusura d'anno si è riportato allo 0.7%.

Eurozona

L' Eurozona fino ad adesso ha mostrato una ripresa stentata che riflette il lascito della crisi e le caratteristiche peculiari dell'Eurozona. Le riforme strutturali, che si sono rese ancora più necessarie con lo scoppio della crisi¹, non hanno ancora preso avvio in tutti i paesi interessati dell'area euro; a ciò si accompagnano nuovi problemi legati all'incertezza circa le future politiche economiche che prenderanno (o meno) avvio e la riduzione dei prezzi dei beni del settore energia. Il combinato disposto di tutto ciò è una ripresa che stenta a riavviarsi con forza. A partire dal secondo trimestre del 2013 il PIL dell'Eurozona ha mostrato tassi di crescita congiunturale all'interno di un intervallo molto ristretto: tra lo 0.1% e lo 0.3%. Dopo un anno e mezzo dall'inizio della fase di modesta ripresa del 2013 il PIL registrava ancora valori al di sotto dei livelli pre-crisi. Si veniva così ad evidenziare ancora una volta di più una fase peculiare per l'economia europea sia rispetto al suo passato che nel confronto con le altre maggiori economie mondiali.

Come mostrato in FIG. 8 durante tutto il 2014 la ripresa della domanda interna è stato il vero fattore di novità dell'economia dell'Eurozona.

FIG. 8 - Crescita del PIL e delle sue componenti: Eurozona (tasso di variazione congiunturale annualizzato)



Fonte: nostre elaborazioni su dati OCSE

Il contributo maggiore è da attribuire ai consumi privati che hanno ripreso a crescere a partire dal secondo trimestre del 2013 e mostrato una continua accelerazione dal secondo trimestre del 2013 e per tutto il 2014. Come evidenziato in TAB.4, infatti, il tasso di crescita congiunturale dei consumi privati è passato dallo 0.9% di inizio 2014 all'1.7% di fine anno (con una leggera flessione tra il secondo ed il terzo trimestre). Al contrario gli investimenti fissi lordi hanno mostrato una fase di contrazione durante i due trimestri centrali del 2014 per poi registrare una timida ripresa in chiusura di anno passando da una variazione congiunturale annualizzata del -2.2% nel secondo trimestre all'1,7% in chiusura di anno.

¹ Sul tema delle riforme strutturali e della loro efficacia si rinvia al capitolo predisposto da Andrea Boitani

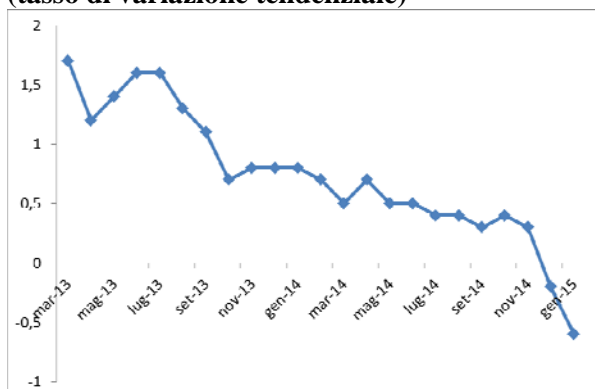
TAB. 4 - Crescita del PIL e delle principali componenti della domanda: Eurozona (tasso di variazione congiunturale)

	I-14	II-14	III-14	IV-14
PIL	1.1	0.3	0.7	1.3
Consumo	0.9	0.9	2.0	1.7
Investimenti	1.7	-2.2	0.0	1.7
Spesa pubblica	0.9	0.6	1.0	0.7
Esportazioni	1.7	5.2	6.0	3.3
Importazioni	2.3	5.2	6.8	1.5

Fonte: OCSE

Il tasso di inflazione - come evidenziato dalla FIG. 9, che mostra i dati mensili delle variazioni tendenziali per l'inflazione al consumo armonizzata - ha proseguito il trend di costante flessione avviato nell'autunno del 2011 (durante il quale si attestava a circa il 3%). Da allora si è ridotto ininterrottamente fino a entrare in territorio negativo, registrando in chiusura 2014 un valore pari a -0.4% contro un livello obiettivo del 2% per la BCE.

FIG. 9 - Inflazione al consumo: Eurozona (tasso di variazione tendenziale)



Fonte OCSE

Le previsioni sull'andamento dell'economia nell'Eurozona per il prossimo biennio sono,

almeno in parte, relativamente più ottimistiche (rispetto a un recente passato) grazie all'entrata in gioco di nuovi fattori che in linea di principio potrebbero contribuire al rilancio della ripresa. In particolare ci riferiamo alla riduzione del prezzo del petrolio, al deprezzamento dell'euro, al Quantitative Easing avviato dalla BCE² e al "Piano Juncker" per il rilancio degli investimenti. Data l'attuale situazione economica dell'Eurozona caratterizzata da tassi di interesse prossimi allo zero e bassi tassi di inflazione, il calo del prezzo del petrolio potrebbe avere effetti positivi meno evidenti di quanto prospettato. Infatti, l'effetto complessivo di una riduzione del prezzo del petrolio potrebbe essere minore che in "situazioni normali" quando un abbassamento del livello dei prezzi, derivante da un calo del prezzo delle materie prime, fornisce spazio di manovra al banchiere centrale per agire al ribasso sui tassi di interesse e quindi stimolare il sistema economico. Il deprezzamento dell'euro rispetto al dollaro, ma anche ad altre valute, dovrebbe favorire la competitività di prezzo delle imprese dell'area euro sui mercati internazionali favorendo il volume delle esportazioni.

Il *Quantitative Easing* annunciato dalla banca centrale europea il 22 gennaio scorso sembra di una portata sufficiente a comportare un impatto tangibile sulla congiuntura macroeconomica dell'area. Inoltre dovrebbe essere in grado di ancorare le aspettative del pubblico sul tasso di inflazione in linea con il livello desiderato della BCE del 2%. La manovra di politica monetaria dovrebbe essere in grado di evitare un aumento dei tassi di interesse reali di lungo periodo e contemporaneamente favorire la fase di *deleveraging* per il settore delle imprese.

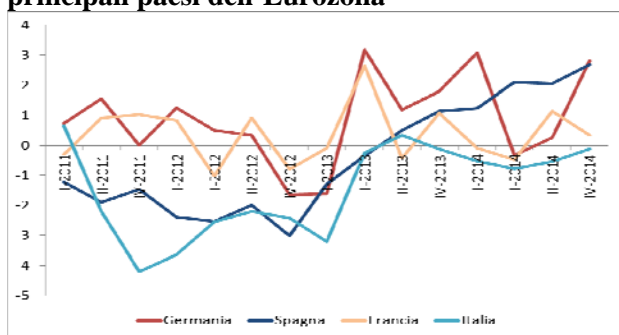
² Sul tema delle Quantitative Easing e della sua efficacia si rinvia al capitolo predisposto da Maria Gaia Soana e Giovanni Verga.

Infine il “piano Juncker” per la ripresa degli investimenti, che è stato presentato a novembre del 2014, si pone come obiettivo di stimolare gli investimenti nel triennio 2015-2017 di un ammontare pari a circa il 2.5% del PIL dell’unione europea. Tuttavia data la natura del piano stesso si prevede che gli effetti positivi saranno visibili solo nel biennio 2016-2017 e non durante l’anno corrente.

Le proiezioni degli analisti congiunturali danno il PIL reale in crescita dell’1.3% durante il 2015 con un’accelerazione all’1.9% nel 2016. Bisogna tuttavia sottolineare che il destino dell’economia dell’unione europea e dell’Eurozona dipenderà dagli effetti netti sul ciclo economico dei fattori positivi appena descritti e dei fattori negativi esistenti., tra cui spicca anche la persistenza di consistenti divergenze all’interno della stessa unione monetaria.

Come evidenzia la FIG. 10 i tassi di crescita congiunturali del PIL nel 2014 mostrano una crescita sostenuta per Germania (con una parentesi nel secondo trimestre) e una marcata ripresa per la Spagna a partire dal terzo trimestre del 2013. Al contrario la Francia annaspa posizionandosi intorno allo 0.3% in chiusura di anno mentre l’Italia mostra la performance peggiore con un tasso di crescita congiunturale annualizzato negativo negli ultimi 4 anni: il 2014 mostra una timida ripresa ma i tassi di crescita del PIL sono ancora negativi.

FIG. 10 - Crescita del PIL (tasso di variazione congiunturale trimestrale annualizzato): principali paesi dell’Eurozona



Fonte: nostre elaborazioni su dati OCSE

L’economia tedesca ha rallentato significativamente durante l’estate del 2014: la variazione congiunturale del PIL reale era pari allo 0.1% nel terzo trimestre del 2014 dopo aver registrato un -0.1% durante il trimestre precedente (i dati sono riassunti in TAB. 5). I dati ufficiali provvisori indicano un aumento di PIL nel 2014 dell’ 1.5%. Come mostrano i dati in FIG. 11 la crescita registrata durante l’anno appena concluso è da imputarsi principalmente alla domanda interna, in particolare ai consumi privati, mentre il cambiamento di rotta degli investimenti privati si è interrotto a partire dalla seconda metà dell’anno. Le esportazioni nette, infine, hanno fornito un contributo moderato alla crescita del PIL.

TAB. 5 - Crescita del PIL e delle principali componenti: Germania (tasso di variazione congiunturale)

	I-14	II-14	III-14	IV-14
PIL	0.8	-0.1	0.1	0.7
Consumo	0.6	0.0	0.8	0.8
Investimenti	3.0	-1.7	-1.2	1.2
Spesa pubblica	0.1	0.6	0.6	0.2
Esportazioni	-0.4	1.0	2.0	1.3
Importazioni	-0.3	1.2	1.3	1.0

Fonte: OCSE

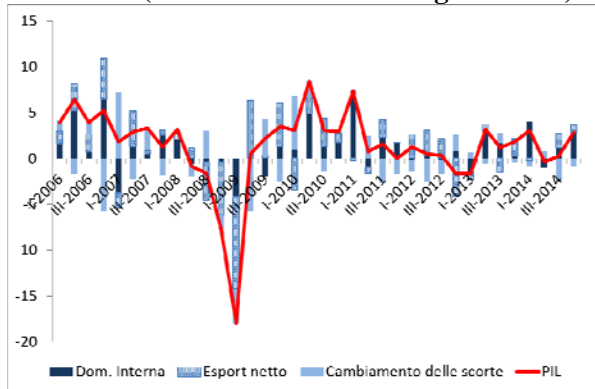
Nonostante il rallentamento dell’attività economica, la crescita dell’occupazione si è mantenuta. Le previsioni degli analisti congiunturali inoltre indicano una crescita dei consumi privati favorita anche dai bassi livelli d’inflazione. La riduzione degli investimenti che si è registrata durante il secondo trimestre del 2014 può essere attribuita ad una fase di assestamento dell’attività di investimento delle imprese dopo un periodo di crescita, che ha

caratterizzato soprattutto il settore delle costruzioni, che aveva indotto un aumento degli investimenti nei trimestri precedenti.

Per quanto riguarda le esportazioni, le previsioni sono molto ottimiste e attestano una crescita sostenuta nel prossimo futuro. Contemporaneamente, si prevede anche un aumento delle importazioni, trainate dall'aumento dei consumi, che comporterà pertanto un effetto pressoché nullo delle esportazioni nette sulla crescita del PIL.

Il tasso d'inflazione, trainato dall'andamento del prezzo del petrolio, segue la media europea attestandosi a livelli molto bassi nel 2014 e si prevede un lieve incremento dello 0.1% durante il 2015.

FIG. 11 - Crescita del PIL e delle principali componenti della domanda aggregata: Germania (tasso di variazione congiunturale)



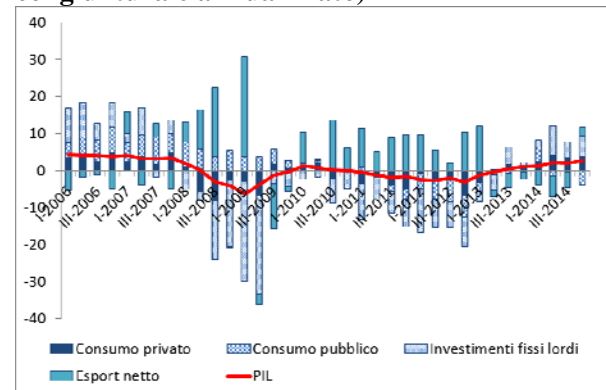
Fonte: OCSE

La Spagna mostra i primi segni di crescita economica dopo tre anni di recessione. È la domanda interna ed in particolare il consumo del settore pubblico, ed in parte anche i consumi privati, che ha fatto da traino alla crescita spagnola durante il 2014 (si veda la FIG. 12). La domanda interna, infatti, inizia a trarre beneficio da diversi fattori, in particolare: i miglioramenti che sono stati introdotti sul mercato del lavoro, le condizioni di accesso al credito che sono diventate

meno stringenti, il livello di fiducia in crescita e non da ultimo l'andamento al ribasso del prezzo del petrolio.

Il PIL è cresciuto in Spagna nel 2014 di circa l'1.4%. I trimestri centrali dell'anno hanno registrato un tasso di crescita congiunturale del PIL dello 0.5% e nell'ultimo trimestre questo ha subito un'ulteriore accelerazione portandosi allo 0.7%. Le proiezioni degli analisti congiunturali prevedono una crescita del PIL, trainata soprattutto dalla domanda interna, per il 2015 del 2.3% e un'ulteriore accelerazione nel 2016 con un dato che dovrebbe attestarsi attorno al 2.6%.

FIG. 12 - Crescita del PIL e delle principali componenti: Spagna (tasso di variazione congiunturale annualizzato)

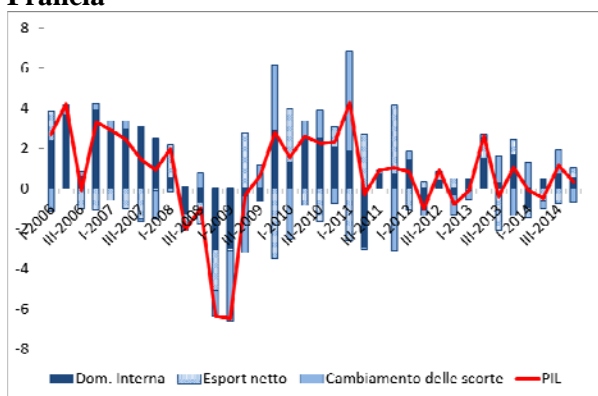


Fonte: Nostre elaborazioni su dati OCSE

A partire dal terzo trimestre del 2014, dopo un triennio di stagnazione, l'economia francese mostra una lenta ripresa della crescita del PIL, trainata soprattutto dall'andamento delle scorte e della spesa pubblica (come mostrato in FIG. 13). La crescita del PIL nell'anno si stima, tuttavia, ancora a un livello molto basso di appena lo 0.4%. Ci si attende una ripresa molto lenta e moderata per il 2015 grazie, da un lato, al miglioramento dell'indicatore di fiducia per le imprese e, dall'altro lato, all'andamento al ribasso del prezzo del petrolio che dovrebbe favorire le posizioni

finanziarie di famiglie e imprese, stimolando pertanto l'attività economica. Gli analisti congiunturali stimano una crescita del PIL per il 2015 ed il 2016 pari a rispettivamente l'1% e l'1.8%. La locomotiva trainante della crescita attesa sono i consumi delle famiglie che dovrebbero essere favoriti dall'abbassamento del costo dell'energia, dalla bassa inflazione e dai recenti tagli fiscali decisi dal governo alle famiglie con reddito basso. La ripresa della domanda aggregata, inoltre, dovrebbe favorire anche l'accelerazione degli investimenti delle imprese e l'attività economica nel suo complesso.

FIG. 13 - Crescita del PIL (tasso di variazione congiunturale annualizzato) e contributi alla crescita della domanda interna, della domanda estera netta e della variazione delle scorte: Francia



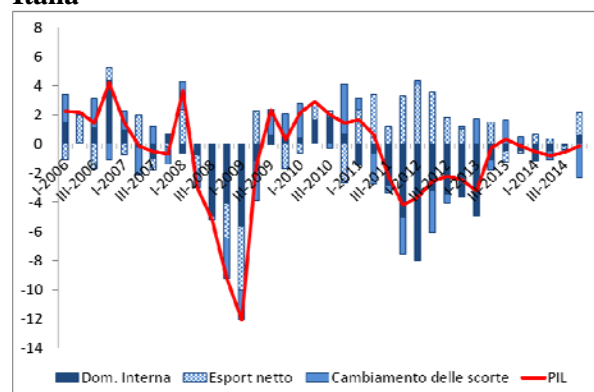
Fonte: nostre elaborazioni su dati OCSE

3. La congiuntura in Italia

In Italia gli investimenti continuano ad annaspere, anche se mostrano una lenta e timida fase di ripresa nel corso del 2014 (che ha registrato valori negativi per i primi tre trimestri ma decrescenti in valore assoluto) passando da un -1.5% di variazione congiunturale del primo trimestre allo

0.2% del quarto trimestre (dati in TAB. 6). I consumi privati attestano una lenta ripresa, iniziata già durante la seconda metà del 2013. Le esportazioni nette mostrano un contributo, anche se di modesta entità, positivo alla crescita del PIL. L'effetto negativo sulla crescita del PIL della riduzione degli investimenti, che si è registrata durante il terzo trimestre del 2014 rispetto al secondo trimestre (-1.0%), è stato solo in parte compensato dall'aumento dei consumi nello stesso periodo (0.2%).

FIG. 14 - Crescita del PIL (tasso di variazione congiunturale annualizzato) e contributi alla crescita della domanda interna, della domanda estera netta e della variazione delle scorte: Italia



Fonte: OCSE

Pertanto, come mostrano i dati (non annualizzati) in TAB. 6 l'attività economica ha subito un rallentamento facendo registrare ancora una riduzione del PIL nello stesso trimestre rispetto al trimestre precedente del -0.1%.

TAB. 6 - Italia: crescita del PIL e delle principali componenti: Italia (tasso di variazione congiunturale)

	I-14	II-14	III-14	IV-14
PIL	-0.1	-0.2	-0.1	0.0
Consumo	0.1	0.2	0.2	0.1
Investimenti	-1.5	-0.7	-1.0	0.2
Spesa pubblica	-0.4	-0.5	0.2	0.4
Esportazioni	0.4	1.3	0.4	1.6
Importazioni	-0.1	1.1	0.7	0.3

Fonte: OCSE

Tra i problemi che deve affrontare l'Italia, bisogna annoverare la necessità di fornire uno stimolo sia ai consumi che agli investimenti. Questi ultimi, infatti, hanno continuato a diminuire ininterrottamente sin dall'inizio del 2011 registrando dei livelli durante lo scorso anno che non si osservavano dalla fine degli anni novanta.

La fase di riduzione della produzione sembra essersi arrestata grazie a due principali fattori: i consumi delle famiglie che hanno smesso di diminuire e i settori orientati all'export che beneficiano della ripresa complessiva che si sta manifestando in Europa nel suo insieme. Nonostante questa timida ripresa il Paese è in recessione dalla metà del 2011 e inizia solo ora a mostrare dei segnali convincenti che il punto di svolta è stato attraversato.

Dalla TAB. 7 – che riporta i contributi alla crescita del PIL provenienti dalle diverse voci di spesa – emerge come il contributo positivo alla crescita del PIL di un aumento dei consumi delle famiglie durante tutto il corso del 2014 è stato più che compensato dal contributo negativo alla crescita del PIL della riduzione degli investimenti,

facendo registrare durante tutto il 2014 tassi di crescita negativi del PIL.

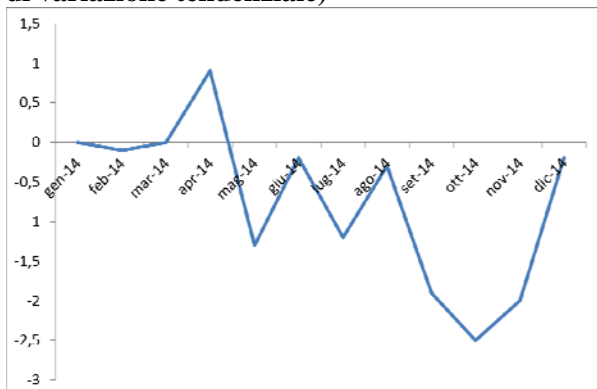
TAB. 7 - Crescita del PIL (tasso di variazione congiunturale) e contributi alla crescita delle diverse componenti della domanda aggregata: Italia

	I-14	II-14	III-14	IV-14
PIL	-0.1	-0.2	-0.1	0.0
Consumo	0.1	0.1	0.1	0.0
Investimenti	-0.3	-0.1	-0.2	0.0
Spesa pubblica	-0.1	-0.1	0.0	0.1
Esportazioni	0.2	0.4	0.1	0.5
Importazioni	0.0	-0.3	-0.1	-0.1
Variazioni delle scorte	0.0	-0.2	0.0	-0.5

Fonte: OCSE

Gli aumenti nei maggiori comparti produttivi (con eccezione del settore energetico) hanno trainato la crescita della produzione industriale a dicembre 2014 che è aumentata dello 0.4% rispetto al mese di novembre. Inoltre, come mostrato in FIG. 15 le variazioni tendenziali per la produzione industriale indicano che il mese di dicembre ha registrato netti miglioramenti rispetto ai mesi precedenti attestandosi ad una variazione tendenziale del -0.2%, mentre a novembre era pari al -2%. Non siamo ancora ai livelli di produzione industriale del 2013 ma in chiusura di anno il divario è stato quasi totalmente recuperato.

FIG. 15 - Produzione industriale: Italia (tasso di variazione tendenziale)



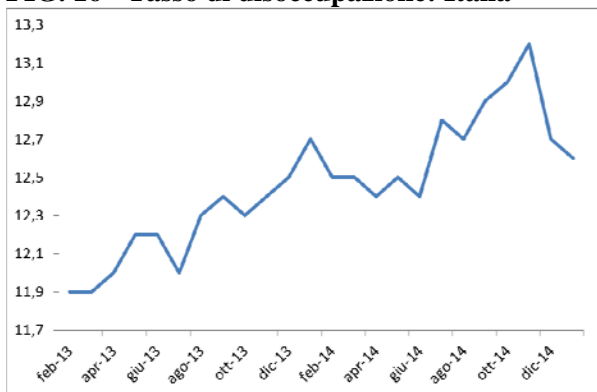
Fonte OCSE

Come mostra la FIG. 16 da giugno a novembre del 2014 il tasso di disoccupazione è aumentato di quasi un punto percentuale passando dal 12.4% al 13.2%. È poi tornato a scendere lentamente toccando il 12.7% a dicembre 2014 e il 12.6% a gennaio 2015.

I consumi delle famiglie hanno mostrato una crescita modesta ma continua per tutto il 2014 con una lieve flessione nell'ultimo trimestre che ha registrato un aumento dello 0.1% rispetto al trimestre precedente contro un aumento dello 0.2% che era stato registrato tra il secondo e il terzo trimestre.

Il terzo trimestre del 2014 ha mostrato un leggero aumento del numero di occupati, ma un contemporaneo aumento dell'offerta di lavoro. Pertanto l'effetto netto non è stato quello sperato di una riduzione del tasso di disoccupazione.

FIG. 16 - Tasso di disoccupazione: Italia



Fonte OCSE



2. LA POLITICA MONETARIA IN EUROPA E NEGLI STATI UNITI*

Mentre la Fed si appresta a terminare la terza fase di Quantitative Easing, la BCE ha annunciato – lo scorso 22 gennaio – il varo della politica di accomodamento monetario, che ha avuto operativamente inizio il giorno 9 marzo.

La differenza tra le due politiche dipende anche da quanto avvenuto a partire dal 2007 nelle due economie. In Europa la BCE si è trovata ad affrontare la crisi importata dagli USA al tempo dei mutui sub-prime e del fallimento di Lehman Brothers. Finiti questi problemi, ne sono nati altri: il debito sovrano, la “frammentazione” tra i vari paesi, etc. Nuove crisi che, una volta superate, hanno lasciato una recessione e un’inflazione troppo bassa rispetto all’obiettivo: problemi non affrontabili con riduzioni del tasso ufficiale ormai vicino a zero: da qui la politica quantitativa del 2015.

Negli USA la crisi del 2007-2008 è stata più violenta, ma, grazie alla più incisiva azione della Fed, superata abbastanza rapidamente. Già nel 2009 la Fed, azzerato da vari mesi il tasso ufficiale, aveva iniziato la sua politica quantitativa di acquisto di titoli che, insieme agli sforzi del governo americano, ha riportato dopo qualche anno l’economia su un tasso di crescita soddisfacente. Ad oggi si può dire terminata questa esperienza di politica monetaria non accomodante: il primo passo verso il ritorno alla normalità sarà l’aumento del tasso ufficiale, atteso non prima della seconda metà del 2015.

1. La politica monetaria nell’Eurozona

In linea con le scelte effettuate negli ultimi anni, anche nel 2014 e nel primo trimestre del 2015 la

BCE ha operato secondo la logica della separazione tra misure standard e non-standard, una combinazione che ormai da alcuni anni ha sostenuto la trasmissione della politica monetaria nell’Eurozona. L’innovazione degli ultimi mesi consiste nel fatto che la politica non-standard è ora impiegata per il raggiungimento degli obiettivi finali dell’Eurosistema e non più per compensare il malfunzionamento di certi mercati, che costituivano un impedimento al meccanismo di trasmissione della politica monetaria.

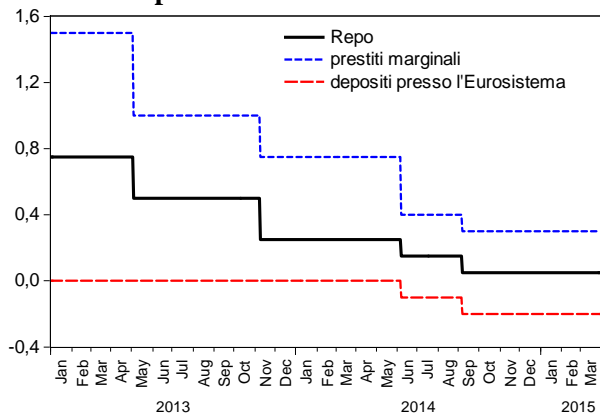
La politica dei tassi. Il tasso ufficiale (Repo) era stato fissato allo 0,25% nell’ottobre 2013. Tale valore è stato mantenuto inalterato fino a giugno 2014, quando è stato ridotto di 10 basis point. La riduzione del Repo annunciata il 5 giugno era in parte prevedibile poiché, nella conferenza stampa di aprile 2014, il governatore Draghi aveva dichiarato che la BCE avrebbe monitorato attentamente (“*monitor very closely*”) tutte le nuove informazioni di tipo economico e monetario. Nel settembre 2014 il Repo è stato ulteriormente abbassato di 10 punti base, raggiungendo così il livello dello 0,05%.

Contestualmente alla riduzione del Repo, la BCE ha operato anche una riduzione del tasso su *marginal lending facility* e *deposit facility*, che hanno assunto rispettivamente il valore di 0,40% e -0,10% a giugno 2014 e di 0,30% e -0,20% a settembre 2014 (FIG. 1).

La BCE ha giustificato la decisione di portare ad un livello negativo il tasso sulla *deposit facility* sostenendo che questa misura incentiva le banche con liquidità in eccesso a cederla alle altre banche, con un aumento dei flussi nel mercato interbancario. In secondo luogo ha affermato che il tasso negativo è necessario per mantenere l’usuale corridoio dei tassi attorno al Repo.

* A cura di Giovanni Verga e Maria Gaia Soana.

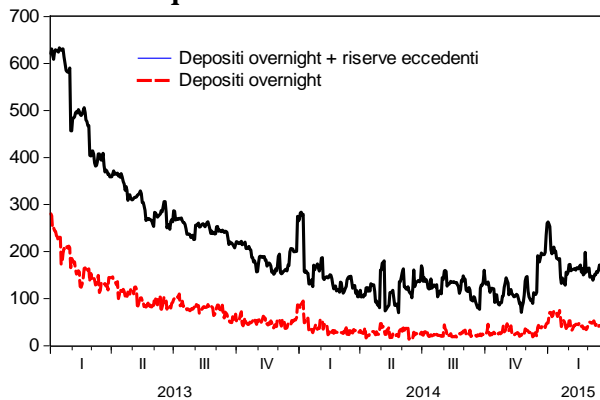
FIG. 1 – Repo e corridoio dei tassi



Fonte: BCE

In conseguenza anche dei tassi negativi, lo stock di liquidità complessivo delle banche (riserve in eccesso più depositi overnight presso l'Eurosistema) è rimasto a un basso livello nel corso del 2014 (FIG. 2).

FIG.2 –La liquidità totale delle banche

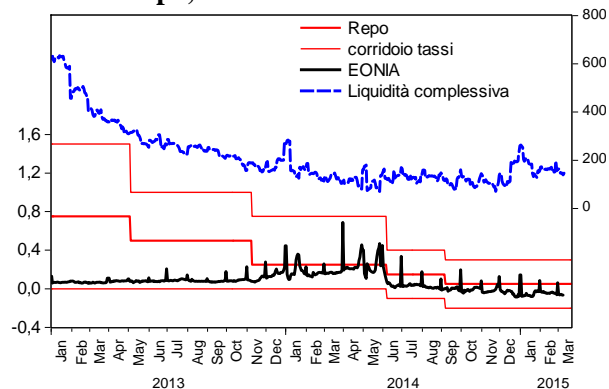


Data la prassi di *full allotment* valida per le operazioni di finanziamento, questa tendenza va ricondotta ad una minor domanda di liquidità da parte del sistema bancario che ha colpito soprattutto i depositi overnight, non utilizzabili per il soddisfacimento della riserva obbligatoria. Solo dopo l'operazione mirata di rifinanziamento

a più lungo termine (TLTRO)¹ del 17 dicembre c'è stato un incremento dell'aggregato, in parte riassorbito nei giorni successivi.

I tassi di mercato. In questo contesto, dal secondo semestre del 2014 ad oggi, il tasso Eonia (molto rilevante per le banche che si finanziano sull'interbancario) si è mosso nel corridoio prevalentemente in vicinanza del limite inferiore (il rendimento dei depositi overnight presso la BCE); pertanto è arrivato ad assumere anche, valori negativi (FIG. 3).

FIG. 3 – Repo, Eonia e corridoio dei tassi



Fonte: BCE, Eonia; liquidità (scala a destra) in mld di euro

Come appare dalla FIG. 4, la notizia della riduzione del Repo e, soprattutto, del tasso sui depositi presso l'Eurosistema che fa da limite inferiore ai tassi di mercato, ha avuto un effetto (seppur contenuto) sui tassi di mercato (euribor a 1 mese, 3 mesi e 12 mesi), che hanno subito una leggera contrazione.

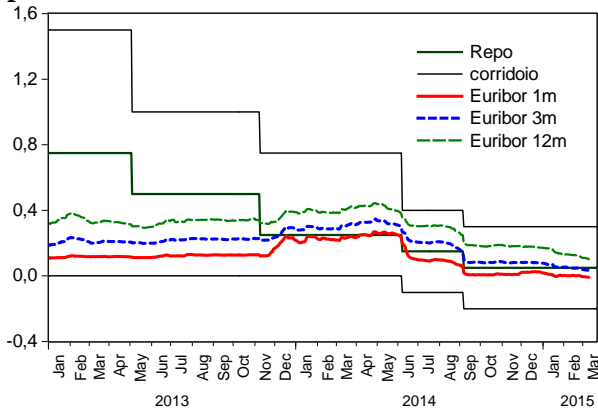
Anche i tassi interbancari a lunga scadenza (FIG. 5), ovvero l'Eurirs a 5, 10 e 30 anni (importante benchmark per la remunerazione del credito bancario a lungo termine sulle operazioni non indicizzate) hanno subito una costante e comune riduzione dal 2014 ad oggi, anche a causa della politica della Fed volta a mantenere basso il tasso

¹ Queste operazioni sono state trattate nello scorso numero dell'Osservatorio Monetario.



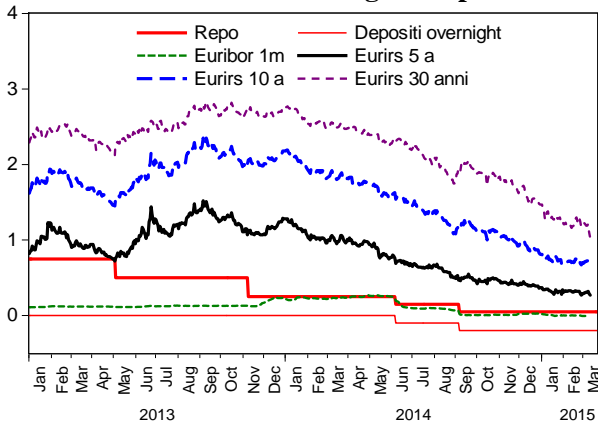
a lunga americano (FIG. 5) che, com'è noto, esercita una notevole influenza sui movimenti di quello europeo.

FIG. 4 – Tassi d'interesse prima e dopo la variazione del Repo e del tasso sui depositi presso l'Eurosistema



Fonte: BCE, Euribor

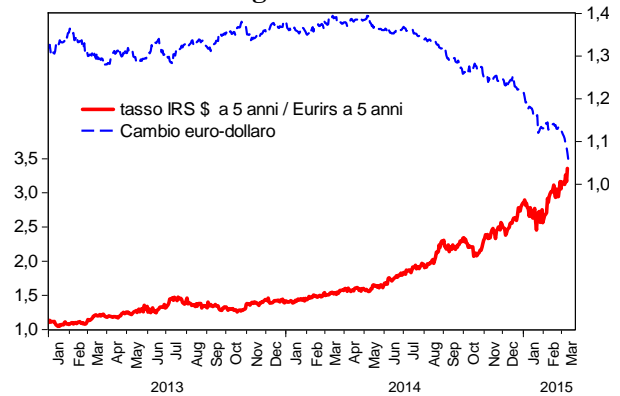
FIG. 5 - Tassi a breve e a lunga europei



Fonte: Eurirs e Fed

La scelta della BCE di riduzione del tasso a lunga, anche attraverso l'annuncio della futura politica quantitativa di acquisto di titoli, ha comportato un evidente deprezzamento dell'euro sul dollaro. Ciò emerge chiaramente dalla FIG. 6, che mostra l'andamento speculare del rapporto tra tassi a 5 anni statunitensi ed europei e cambio.

FIG. 6 - Tassi a lunga e tasso di cambio



Fonte: BCE, Eurirs e Fed

Le misure non standard. Già all'inizio del 2014 la BCE aveva annunciato la sua determinazione a mantenere una politica monetaria altamente accomodante e, se necessario, ad intraprendere "ulteriori decisive azioni". Nel contempo la Banca Centrale aveva assicurato gli operatori che il tasso ufficiale sarebbe rimasto all'allora attuale livello, o anche a livelli inferiori, per un "esteso" ("extended") periodo di tempo, dove con questa espressione si intende un periodo superiore all'anno.

Nonostante la riduzione del tasso ufficiale ed il passaggio a un valore negativo del rendimento dei depositi overnight, la situazione economica non era ancora migliorata. Il 5 giugno 2014 Draghi annuncia i primi provvedimenti: (a) il perseguimento della prassi di totale soddisfacimento della domanda di finanziamenti (*full allotment*), (b) la sospensione delle operazioni di sterilizzazione dei precedenti acquisti di titoli di stato del programma SMP e (c) l'introduzione di una serie di *targeted long refinancing operations* (operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine, TLTRO), con scadenza nel settembre 2018, e vincolate a una crescita minima dei prestiti bancari alle imprese.

A settembre 2014, nonostante l'ulteriore



abbassamento dei tassi ufficiali e le precedenti manovre, è stato annunciato un nuovo programma “non standard” della durata di almeno due anni: l’acquisto di ABS (ABSPP) e di obbligazioni strutturate - *covered bonds* - (CBPP3).

Il Quantitative Easing. Il 6 novembre 2014 il Consiglio Direttivo, di nuovo insoddisfatto del livello dell’inflazione (troppo basso e che presumibilmente si sarebbe protratto nel tempo), della ripresa economica lenta e non omogenea, e di una crescita del credito alle imprese ancora negativa, ha annunciato di avere in esame altre misure non convenzionali. Il 4 dicembre la BCE ha semplicemente ribadito quanto già dichiarato a novembre 2014, ma il 22 gennaio 2015 il Presidente ha comunicato la decisione di dare inizio, a partire da marzo, all’*expanded asset purchase programm* (programma ampliato di acquisto di attività, EAPP). Questo programma, subito denominato *quantitative easing* (QE) nel linguaggio comune, consiste nell’acquisto mensile di titoli pubblici e privati per 60 miliardi di euro fino alla fine di settembre 2016 o finché l’inflazione si porterà a un livello coerente con l’obiettivo di medio periodo del 2%. Più precisamente, si tratta di acquisti di titoli *investment grade* emessi dal Tesoro degli stati della zona-Euro, da agenzie e da istituzioni europee, e quotati nel mercato secondario.²

Contemporaneamente, è stata annunciata una riduzione di 10 punti base del costo delle sei rimanenti TLTRO, che ora corrisponde al valore del Repo nel momento dell’operazione. E’ stato inoltre riconfermato che il tasso ufficiale non sarà aumentato per un “esteso” periodo di tempo. Tutto ciò è stato ribadito nella riunione del 5

marzo 2015, quando il 9 marzo è stato indicato come data d’inizio del programma di acquisti.

Misure non standard per gli obiettivi finali. Da quando è stata fondata la BCE, è la prima volta che le misure monetarie “non standard” (cioè diverse dalla manovra dei tassi) sono utilizzate per il conseguimento degli obiettivi finali. Fino al 2015, infatti, la distinzione di Trichet tra misure “standard” e “non standard” (o “convenzionali” e “non convenzionali”) era stata una guida per la politica della BCE. L’ex-presidente aveva infatti sostenuto nel 2010 che “le misure non-standard hanno lo scopo di rimuovere i principali impedimenti” e vanno utilizzate per “affrontare un problema molto rilevante da meritare azioni eccezionali”; “per loro natura le misure non-standard sono temporanee e vanno strettamente commisurate al grado di malfunzionamento dei mercati, che impedisce il funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria”. In coerenza con questi principi, le misure non standard sono state utilizzate in presenza di un malfunzionamento del mercato interbancario (come per esempio l’offerta di LTRO supplementari con scadenza oltre i tre mesi) e/o del mercato dei titoli di stato (programmi SMP e OMT). La spiegazione di questa svolta nella politica monetaria è stata fornita dalla stessa Banca Centrale: poiché, da tempo, l’inflazione è inferiore al suo obiettivo del 2% e la crescita economica non è soddisfacente, occorre effettuare una politica espansiva. Attualmente, però, “non c’è più spazio per un’ulteriore riduzione del tasso ufficiale, che altrimenti sarebbe già stata attuata. Ne consegue che l’unico strumento rimasto è il programma di acquisto di titoli.”

Secondo la Banca Centrale, infatti, la politica di *quantitative easing* dovrebbe contribuire a; (a) mantenere bassi i tassi a medio lungo termine e

² Per più dettagli si veda: http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150122_1.it.html



elevata la liquidità, (b) incentivare le banche a concedere prestiti, (c) rendere meno costoso il ricorso ai finanziamenti tramite i mercati, (d) aumentare la domanda di beni di consumo e d'investimento, (e) aiutare la *forward guidance* sui tassi ufficiali, cioè contribuire a rendere credibile l'ipotesi che il tasso ufficiale venga mantenuto basso per più di un anno (ciò, a sua volta, contribuirà ad abbassare i tassi a lunga via arbitraggi tra tassi a lunga e a breve).

A questo si può aggiungere che la diminuzione dei tassi ha fatto crescere domanda di attività estere, e ciò ha portato ad un deprezzamento dell'euro, con vantaggi per le nostre esportazioni. Inoltre, la notizia dell'acquisto di titoli pubblici da parte dell'Eurosistema ha ridotto il rischio dei titoli di stato di Paesi come l'Italia e la Spagna, il cui spread con i titoli tedeschi aveva raggiunto livelli record a fine 2011.

Tutto questo dovrebbe stimolare la crescita economica e far salire l'inflazione, portandola progressivamente al suo obiettivo del 2%.

Va comunque ricordato che il problema della bassa crescita del credito non può essere risolto con sole iniezioni di liquidità e che negli USA i bassi tassi hanno stimolato il Tesoro a una forte politica espansiva a basso costo, cosa improponibile in Europa per vincoli sulla spesa.

Le previsioni della BCE. Nella TAB. 1 sono riportate le proiezioni dello staff dell'Eurosistema effettuate a dicembre 2014 e marzo 2015.

A parte le diverse condizioni dell'economia mondiale, la differenza sostanziale tra le due proiezioni è rappresentata dal fatto che quella di marzo incorpora una stima dell'effetto che il *quantitative easing* avrà sull'economia. Infatti, come è stato sottolineato dalla stessa BCE, nelle ultime proiezioni è stato incluso "l'impatto aggiuntivo esercitato da tali misure attraverso i canali di trasmissione finanziari, quali il canale di

riequilibrio dei portafogli, determinati canali relativi alle aspettative e le interazioni tra economia reale e settore finanziario." L'impatto di tali canali è stato "calibrato sulla base di strumenti econometrici che li modellizzano esplicitamente. Di conseguenza, l'esercizio di marzo comprende una valutazione più esaustiva dell'impatto delle misure non convenzionali di politica monetaria sulle prospettive macroeconomiche".

TAB. 1 – Le proiezioni dell'Eurosistema

Variabile economica	Mese della proiezione	Anno di riferimento			
		2014	2015	2016	2017
Inflazione	Mar.2015	0,4	0,0	1,5	1,8
	Dic. 2014	0,5	0,7	1,3	
PIL	Mar.2015	0,9	1,5	1,9	2,1
	Dic. 2014	0,8	1,0	1,5	
Consumi privati	Mar.2015	1,0	1,8	1,6	1,6
	Dic. 2014	0,8	1,3	1,2	
Investimenti fissi lordi	Mar.2015	0,9	1,7	4,1	4,6
	Dic. 2014	0,7	1,4	3,2	
Esportazioni	Mar.2015	3,6	4,1	5,1	5,5
	Dic. 2014	3,2	3,2	4,8	
Disoccupaz. (in %)	Dic. 2014	11,6	11,1	10,5	9,9
	Mar.2015	11,6	11,2	10,9	
Euribor a 3 mesi	Mar.2015	0,2	0,1	0,1	0,2
	Dic. 2014	0,2	0,1	0,1	
Rend. titoli di Stato a 3 anni	Mar.2015	2,0	1,2	1,4	1,6
	Dic. 2014	2,0	1,8	2,1	
Petrolio (\$)	Mar.2015	99,3	58,5	66,8	70,7
	Dic. 2014	101,2	85,6	88,5	
Cambio USD/EUR	Mar.2015	1,33	1,14	1,13	1,13
	Dic. 2014	1,33	1,25	1,25	

Fonte: BCE

Dalla TAB. 1 emerge un miglioramento per tutte le variabili dell'Eurozona già dal 2015 ed un effetto sulla crescita del PIL delle misure adottate di circa mezzo punto all'anno. Nonostante

l'indebolimento del cambio e la politica monetaria espansiva, l'inflazione dovrebbe però tornare in linea col suo obiettivo solo nel corso del 2017, a causa della forte riduzione del prezzo del petrolio e delle materie prime in generale. L'Euribor a tre mesi è previsto ad un livello di poco superiore allo zero; più significativa appare la diminuzione del rendimento decennale dovuta all'acquisto dei titoli di stato, la quale, a sua volta, spiega anche la flessione del cambio.

Dalla TAB. 2 risulta che, dopo i minimi dei primi mesi, anche l'andamento degli aggregati ha presentato qualche miglioramento nel corso del 2014. La crescita dei prestiti alle imprese permane però negativa, ma la manovra quantitativa dovrebbe contribuire a portarne il valore a livelli positivi e più accettabili.

TAB. 2 – La crescita degli aggregati

mese	moneta		credito	
	M1	M3	Imprese	Famiglie
Gen 2014	6,1	1,2	-2,8	0,2
Feb	6,2	1,3	-3,1	0,3
Mar	5,6	1,0	-3,1	0,4
Apr	5,2	0,7	-2,8	0,4
Mag	5,0	1,0	-2,5	0,5
Giu	5,4	1,6	-2,2	0,5
Lug	5,6	1,8	-2,2	0,5
Ago	5,9	2,1	-2,0	0,5
Set	6,2	2,5	-1,8	0,5
Ott	6,2	2,5	-1,6	0,6
Nov	6,9	3,1	-1,3	0,7
Dic	8,0	3,8	-1,1	0,8
Gen 2015	9,0	4,1	-0,9	0,8

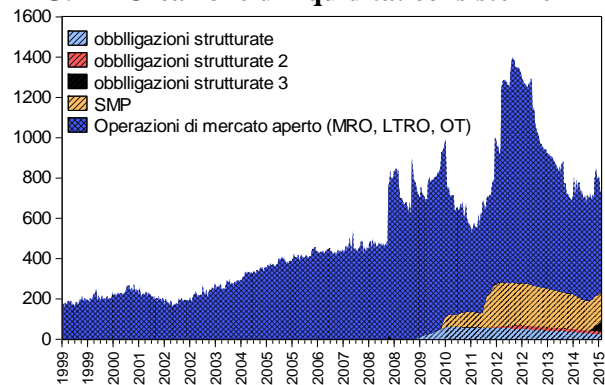
Fonte: BCE; la crescita del credito è aggiustata per le cessioni e le cartolarizzazioni; i dati riportati sono conosciuti con due mesi di ritardo rispetto al mese di riferimento.

L'andamento della liquidità. L'andamento nel tempo della creazione della liquidità, espressa in livelli, è riportato nella FIG. 7, che si riferisce ai

dati settimanali dal 1999 al 10 marzo 2015. Alcune voci (prestiti marginali, acquisto di ABS e titoli di stato) non sono visibili nella figura perché di importo modesto nel periodo considerato. L'impiego delle risorse create della BCE è invece riportato nella FIG. 8.

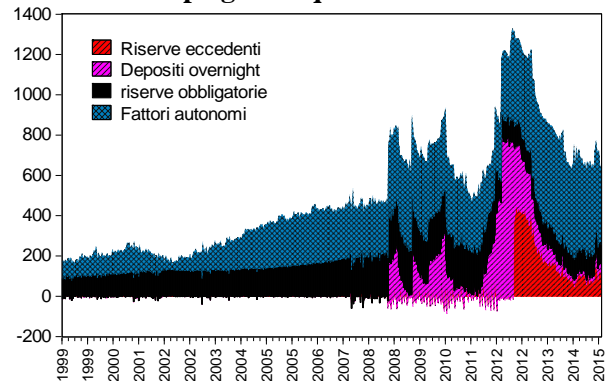
Dalle FIGG. 7 e 8 emerge come la liquidità bancaria (riserve eccedenti più depositi overnight) sia stata mantenuta a zero fino alla crisi del 2008.

FIG. 7 – Creazione di liquidità: consistenze



Fonte: BCE; valori in miliardi di euro, dati settimanali

FIG. 8 – L'impiego di liquidità: consistenze



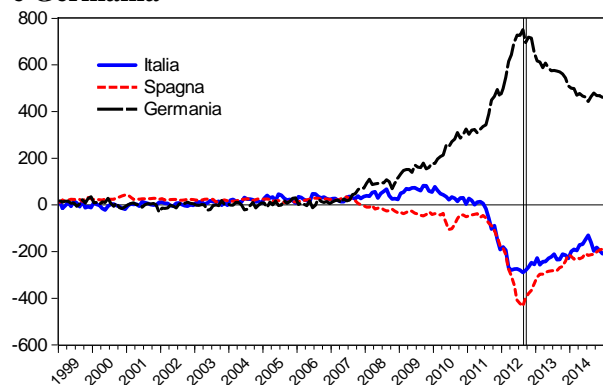
Fonte: BCE; valori in miliardi di euro, dati settimanali

Successivamente, la grave crisi di liquidità verificatasi nell'Eurozona ha indotto la BCE a passare dai finanziamenti ad asta competitiva alla soddisfazione totale della domanda. Ciò è avvenuto in seguito ad un forte incremento del rischio nel mercato interbancario e ad una caduta delle transazioni. Un secondo forte incremento di



liquidità si è verificato a partire dall'ultima parte del 2011, quando è di nuovo salito il rischio nel mercato interbancario; si sono ridotte le transazioni, e contemporaneamente si sono polarizzati i flussi di liquidità bancaria (TARGET2) tra alcuni Paesi della zona-Euro - Italia e Spagna da un lato e Germania dall'altro (FIG. 9). In quel periodo, infatti, il rischio del debito sovrano ed il cattivo andamento della bilancia commerciale dei primi due Paesi avevano determinato un movimento sempre più elevato di liquidità verso la Germania. Questo fenomeno di *frammentazione* del sistema bancario europeo ha, da un lato, ridotto la necessità del ricorso ai prestiti da parte delle banche tedesche, ma, nello stesso tempo, la scarsità di transazioni e gli alti tassi d'interesse dell'interbancario hanno indotto le banche italiane e spagnole (FIG. 10) a ricorrere massicciamente ai finanziamenti dell'Eurosistema, col risultato di un forte aumento della liquidità complessiva.

FIG. 9 – I flussi di TARGET2 di Italia, Spagna e Germania



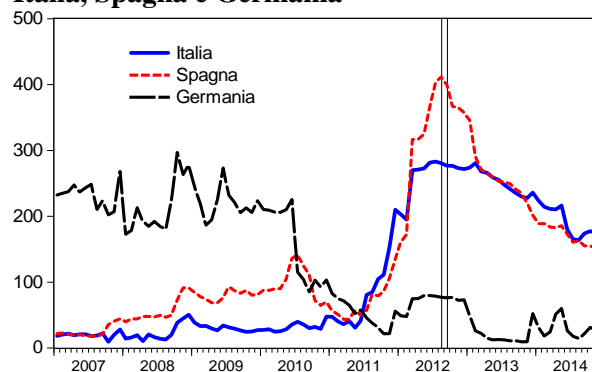
Fonte: Euro Crisis Monitor; dati mensili; mld di euro; le due barre verticali indicano l'annuncio e la successiva decisione di ricorrere alle OMT

La successiva decisione dell'Eurosistema di introdurre le OMT ha ridimensionato il fenomeno, con la conseguenza di ridurre la domanda complessiva e lo stock di liquidità.

Nel complesso, dal 2009 al 2014 la liquidità delle

banche è stata prevalentemente determinata dalla domanda e, come emerge dal confronto tra le precedenti FIGG. 7 e 8, il suo andamento ha anche determinato i principali movimenti del totale complessivo delle operazioni della BCE. L'acquisto (esogeno) di obbligazioni strutturate, e di titoli di stato all'interno del programma SMP, sono stati più che superati dal ricorso delle banche alle operazioni di finanziamento dell'Eurosistema.

FIG. 10 – Finanziamenti dell'Eurosistema a Italia, Spagna e Germania



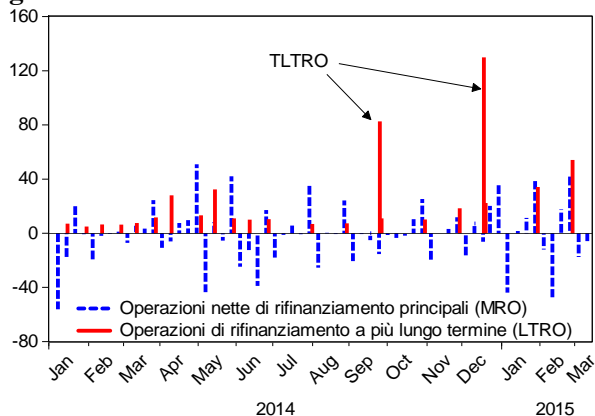
Fonte: Euro Crisis Monitor; dati mensili; mld di euro; le due barre verticali indicano l'annuncio e la successiva decisione di ricorrere alle OMT

Nel 2013 e nel 2014 la diminuzione della liquidità non è dovuta a condizioni più restrittive, ma a una semplice contrazione della domanda. L'utilizzo delle operazioni TLTRO (FIG. 11) sembrerebbe quindi aver costituito, più che una fonte di liquidità, lo strumento per accedere ad una fonte conveniente di finanziamento, anche se per i paesi con saldi di TARGET2 negativi la domanda di liquidità è più elevata.

Il futuro andamento della liquidità. L'esperienza degli USA ha mostrato che l'acquisto di titoli da parte della Banca Centrale porti ad un parallelo aumento della liquidità delle banche, che, però, nella zona-Euro ha un rendimento negativo.

Rimane quindi da chiedersi se sarebbe possibile, per il sistema bancario nel suo complesso, ridurre la sua liquidità (intesa come somma dei depositi overnight presso l'Eurosistema e delle riserve eccedenti) qualora sia considerata eccessiva.

FIG.11 – Le operazioni di finanziamento dal gennaio 2014



Fonte: BCE; dati giornalieri fino al 10 marzo; mld di euro; le MRO “nette” sono calcolate come la differenza tra la domanda e l’importo scaduto della settimana precedente.

Una prima risposta della BCE in questo senso sembra negativa: la soluzione per chi non volesse pagare l’interesse negativo sarebbe quella di prestare i fondi ad un’altra banca, ma, per il sistema nel suo complesso, il totale della liquidità non si dovrebbe ridurre (se non per il fatto che il ricevente fondi non dovrebbe ricorrere a operazioni di rifinanziamento). In assenza di operazioni di assorbimento (con cui le banche cedono temporaneamente liquidità all’Eurosistema), la soluzione più semplice sarebbe probabilmente quella di richiedere, nelle nuove operazioni di finanziamento (MRO e LTRO), importi inferiori a quelli in scadenza (e, quando sarà possibile per le LTRO, ricorrere a rimborsi anticipati). Le operazioni di finanziamento TLTRO, che offrono condizioni relativamente favorevoli, porteranno comunque a

un aumento della liquidità complessiva del sistema.

In ogni caso, come ha insegnato il caso degli Stati Uniti, la politica di *quantitative easing* determinerà un parallelo aumento della liquidità delle banche, indipendentemente dal fatto che questi titoli siano venduti alla Banca Centrale dal settore bancario o non bancario (FIG. 12). La differenza tra i due casi consiste nel fatto che la vendita di titoli da parte del settore non bancario porta anche a un aumento dei suoi depositi, e quindi della M1 (negli USA non si è però verificato un analogo fenomeno se si considera l’aggregato più ampio M2).

FIG. 12 – L’effetto sulla liquidità della banche dell’acquisto di titoli da parte dell’Eurosistema

Acquisti di titoli dalle banche		Acquisto di titoli dal settore non bancario	
<i>Eurosistema</i>		<i>Eurosistema</i>	
+titoli	+liquidità	+titoli	+liquidità
<i>Banche</i>		<i>Banche</i>	
+liquidità	-titoli	+liquidità	+depositi
<i>Settore non bancario</i>		<i>Settore non bancario</i>	
-	-	+depositi	-titoli

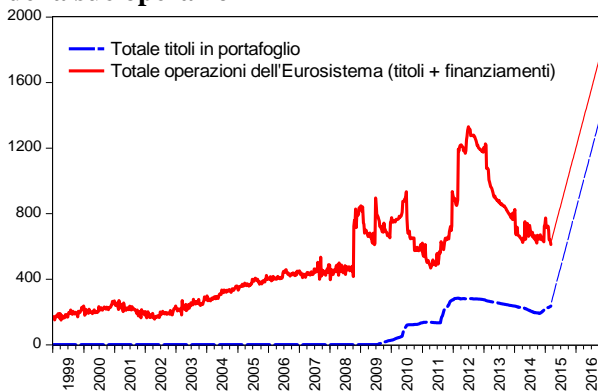
Il problema della gestione di un ammontare elevato di liquidità non desiderata in presenza di tasso negativo non è semplice come potrebbe sembrare, e potrebbe portare anche a costi significativi per il sistema bancario. Nel prossimo futuro questo problema, legato alla politica di *Quantitative Easing*, potrebbe aggiungersi a quello dei bassi margini d’interesse (a sua volta conseguenza dei bassi tassi di riferimento e di mercato) e a quello dell’elevato livello delle



sofferenze.

Le proiezioni riportate nelle FIG. 13, anche se vanno considerate come puramente indicative, mostrano un incremento del portafoglio titoli dell'Eurosistema e del totale delle sue operazioni veramente rilevante (FIG. 13)

FIG. 13 – Andamento indicativo del possibile effetto del *Quantitative Easing* sui titoli nel portafoglio della banca centrale e sul totale della sue operazioni



Fonte: BCE e nostre elaborazioni; dati in miliardi di euro; le proiezioni vanno considerate puramente indicative.

Anche nell'ipotesi di una drastica riduzione dei finanziamenti tramite MRO e LTRO, la liquidità del sistema dovrebbe quindi subire nei prossimi mesi un incremento significativo.

2. Le imprese nell'Eurozona: un'analisi comparativa

Le imprese dell'Eurozona hanno reagito in maniera diversa non solo alla crisi iniziata nel 2008, ma anche agli interventi di politica monetaria attuati dalla BCE dal 2008 ad oggi. Ciò si spiega non solo alla luce delle diverse riforme implementate nei vari Paesi, ma anche sulla base della struttura economica, patrimoniale e

finanziaria delle aziende dei differenti stati che, in alcuni casi, ha consentito di meglio rispondere alle sfide che il sistema imprenditoriale europeo ha dovuto affrontare negli ultimi anni.

A questo proposito, è stato selezionato dal database Amadeus un campione di 215.766 piccole e medie imprese³ non quotate, nel periodo 2005-2013, aventi sede in Austria, Francia, Germania, Italia, Olanda, Portogallo e Spagna.

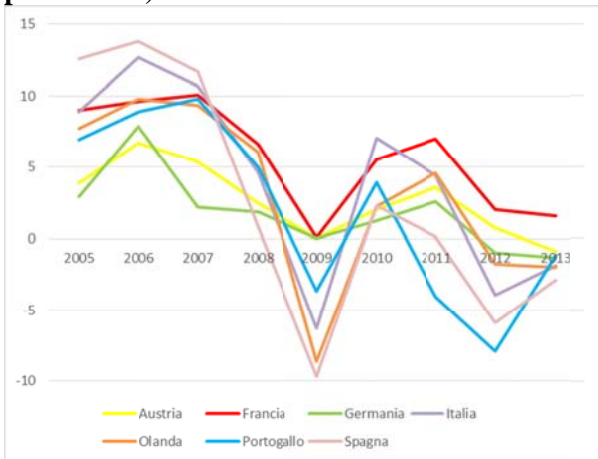
Ciò ha consentito di effettuare un confronto, in termini di mediane degli indici, relativo alla struttura economica, patrimoniale e finanziaria delle aziende dei principali Paesi dell'Eurozona, al fine di coglierne le caratteristiche peculiari, con particolare riferimento ai segnali di ripresa che possono essere identificati nei bilanci societari.

L'analisi economica. Sotto il profilo economico, nell'orizzonte temporale di riferimento, la variazione percentuale dei ricavi rispetto all'anno precedente, che nel 2006 ha toccato il suo picco con una media del 9,94%, ha segnato il suo valore più basso nel 2009, attestandosi ad una media di -4,02%, in presenza di una crescita delle vendite pressoché nulla in Austria, Francia e Germania e negativa in tutti gli altri Paesi oggetto d'indagine (FIG. 14).

Nel biennio 2012-2013 è stata registrata, ancora una volta, una flessione dei ricavi in tutti gli stati presi in esame, ad eccezione di Francia (negli anni 2012 e 2013) ed Austria (per il solo 2012). Ciò dimostra sostanzialmente come, nel 2013, solo in Francia la dinamica delle vendite lasciasse presagire segnali di ripresa.

³ Il riferimento adottato per la definizione è quello della Commissione Europea, che identifica come PMI (escludendo le micro-imprese) le imprese che occupano più di 10 ma meno di 250 persone, il cui fatturato annuo è superiore a 2 milioni di euro, ma non supera i 50 milioni di euro oppure il cui totale di bilancio annuo è superiore a 2 milioni di euro, ma non supera i 43 milioni di euro.

FIG. 14 – Variazione dei ricavi rispetto all'anno precedente (dati annuali; variazioni percentuali)



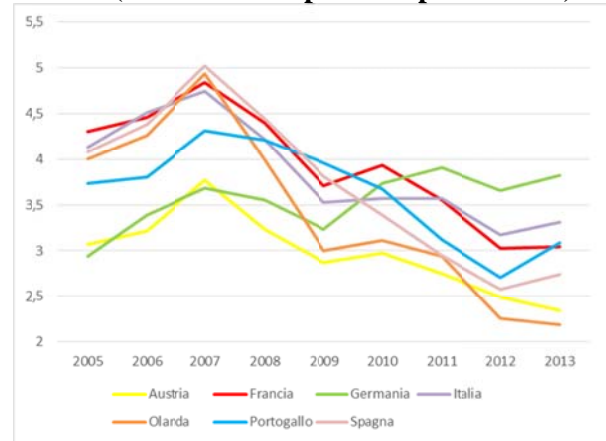
Fonte: nostre elaborazioni su dati Amadeus.

In termini di redditività operativa, il 2007 ha rappresentato l'ultimo anno di crescita generalizzata nei Paesi dell'Eurozona.

Dal 2007 al 2012, infatti, in tutti gli stati oggetto d'indagine, ad eccezione della Germania (che già dal 2009 ha iniziato a mostrare i primi segnali di ripresa), il rapporto tra reddito operativo e vendite ha registrato una costante flessione, per poi risollevarsi debolmente nel 2013, anno in cui l'indicatore è oscillato tra un minimo del 2,19% in Olanda ad un massimo del 3,82% in Germania (FIG. 15).

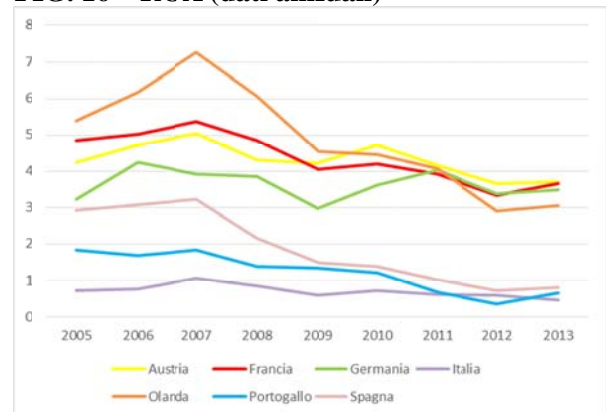
Questa evidenza è confermata dal trend dell'indice ROA (rapporto tra reddito operativo e totale attivo) che, dai massimi del 2007, quando la sua media nei Paesi oggetto d'indagine risultava pari al 3,97%, è sceso progressivamente negli anni successivi raggiungendo nel 2012 e nel 2013 valori medi pari al 2,14% e al 3,12% (FIG. 16).

FIG. 15 – Rapporto tra reddito operativo e vendite (dati annuali espressi in percentuale)



Fonte: nostre elaborazioni su dati Amadeus.

FIG. 16 – ROA (dati annuali)



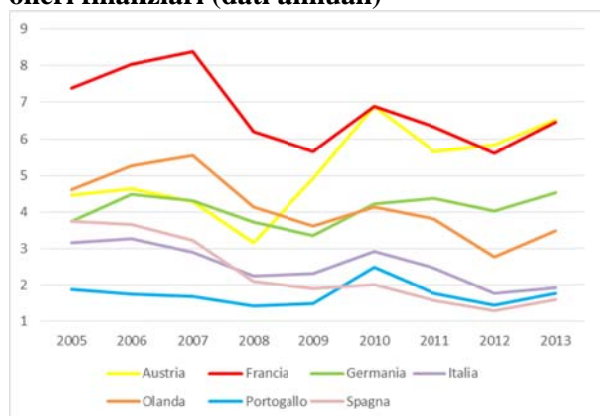
Fonte: nostre elaborazioni su dati Amadeus.

In termini di ROA, l'Italia si presenta come il Paese, rispetto agli altri, caratterizzato dalla minore redditività operativa, sostanzialmente in tutto il periodo di analisi. Ciò, purtroppo, è confermato anche considerando il 10% di imprese migliori, in termini di *return on assets*, per ogni stato. Considerando invece, all'estremo opposto, il 10% di aziende caratterizzate dai valori di ROA più contenuti, le imprese con la peggiore redditività operativa sono risultate essere quelle con sede in Austria (negli anni 2005-2008), Olanda (nel biennio 2009-2010) e Portogallo (nel triennio 2011-2013).



Un ulteriore indice molto utile per valutare lo stato di salute delle imprese dell'Eurozona è EBIT/OF, che esprime la capacità del reddito operativo di coprire – ed in quale entità – l'esborso per oneri finanziari. A questo proposito, emerge una netta differenza tra i valori minimi assunti dall'indicatore, in tutto il periodo di analisi, in Portogallo, Italia e Spagna (non a caso, i 3 Paesi che, nel campione, rappresentano i PIIGS) rispetto ai valori, considerevolmente più elevati, registrati negli altri stati. Più precisamente, in Portogallo, Spagna e Italia l'indice EBIT/OF, in termini di media delle mediane, risulta pari rispettivamente a 1,75, 2,35 e 2,55 (FIG. 17).

FIG. 17 – Rapporto tra reddito operativo e oneri finanziari (dati annuali)



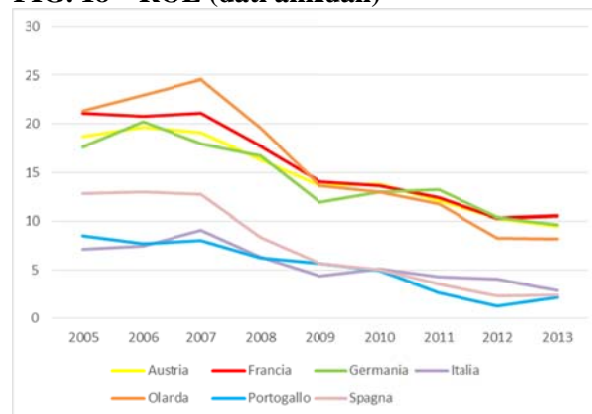
Fonte: nostre elaborazioni su dati Amadeus.

Questi risultati si spiegano, da un lato, con la contenuta redditività operativa delle aziende operanti nei Paesi PIIGS e, dall'altro, con l'elevato costo del credito applicato alle imprese durante la crisi in mercati tradizionalmente bancocentrici. Al contrario, in Austria, Francia, Germania e Olanda l'indice EBIT/OF presenta valori medi rispettivamente pari a 5,15, 6,77, 4,09 e 4,16, evidenziando segnali di ripresa nel 2013 rispetto al 2012.

Per quanto riguarda la redditività complessiva,

stimata dal ROE, il trend discendente successivo al 2007 pare non essersi arrestato fino al 2013. Anche in questo caso, si registra una netta distanza tra i valori minimi assunti dall'indicatore, in tutto il periodo di analisi, in Portogallo, Italia e Spagna, rispetto ai valori, decisamente più alti, caratterizzanti gli altri stati. Più nel dettaglio, in Portogallo, Spagna e Italia il ROE, in termini di media delle mediane, risulta pari rispettivamente a 5,62, 5,23, 7,31 (FIG.18). Al contrario, in Austria, Francia, Germania e Olanda l'indicatore presenta valori indiscutibilmente maggiori, attestandosi su valori (ancora espressi in termini di media delle mediane) rispettivamente pari a 14,78, 15,74, 14,51 e 15,91. Questa marcata differenza di redditività è confermata anche considerando il 10% di imprese migliori in termini di *return on equity*.

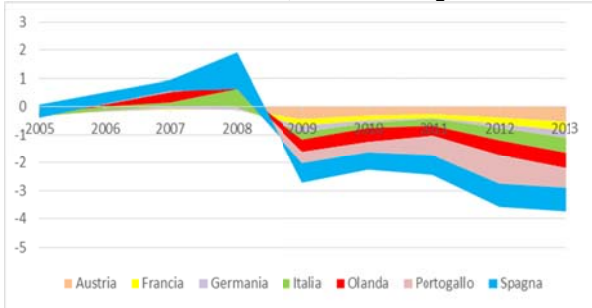
FIG. 18 – ROE (dati annuali)



Fonte: nostre elaborazioni su dati Amadeus.

L'analisi patrimoniale. Sotto il profilo dell'attivo patrimoniale, dal 2005 al 2008 la media degli investimenti in immobilizzazioni materiali riporta un saldo positivo, mentre, dal 2009, in tutti i Paesi oggetto d'indagine è stata registrata una brusca battuta d'arresto che, fino al 2013, non ha mostrato alcuna inversione di tendenza (FIG. 19).

FIG. 19 – Investimenti in immobilizzazioni materiali (dati annuali; variazioni percentuali)

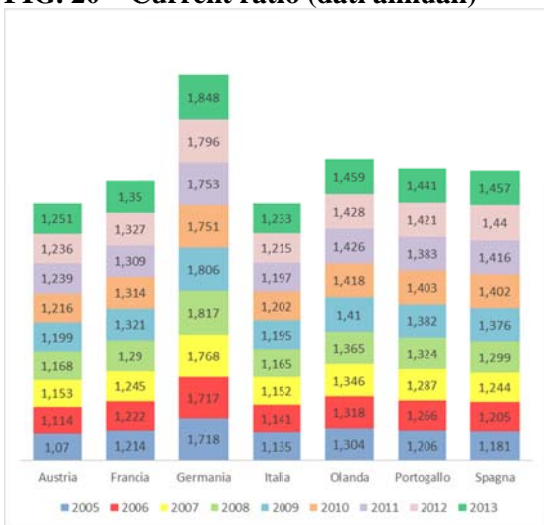


Fonte: nostre elaborazioni su dati Amadeus.

Relativamente all’equilibrio finanziario di breve termine, il *current ratio*, stimato come rapporto tra attivo e passivo a breve, mostra un andamento piuttosto costante nel periodo di osservazione, evidenziando un profilo di decisa eccellenza in Germania e di marcata debolezza in Italia (FIG. 20).

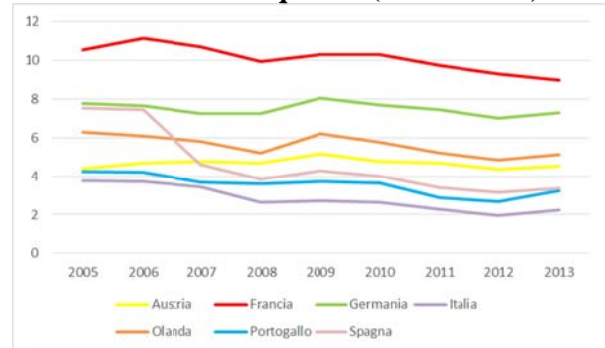
Questi dati sono coerenti con l’andamento dell’indice di liquidità che, calcolato come rapporto tra liquidità e totale attivo, mette chiaramente in luce l’elevato grado di liquidità caratterizzante le imprese francesi e tedesche rispetto a quelle degli altri stati ed, in particolare, rispetto a quelle italiane (FIG. 21).

FIG. 20 – Current ratio (dati annuali)



Fonte: nostre elaborazioni su dati Amadeus.

FIG. 21 – Indice di liquidità (dati annuali)

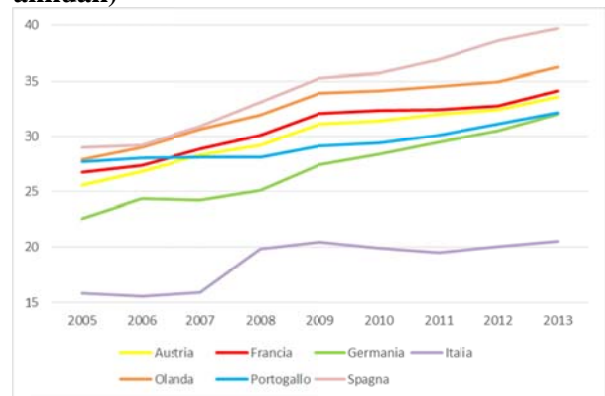


Fonte: nostre elaborazioni su dati Amadeus.

Dal lato del passivo patrimoniale, il grado di capitalizzazione delle imprese dell’Eurozona registra, a partire dal 2007, un deciso incremento, dettato dalle necessità di fornire iniezioni di liquidità alle aziende che, rispetto al passato, hanno visto progressivamente ridurre il credito loro erogato dalle banche (FIG. 22). In questo contesto, emerge purtroppo l’elevato divario registrato, in termini di capitalizzazione, tra le imprese italiane ed i competitor europei.

Coerentemente coi dati sopra riportati, il *leverage* medio (calcolato come rapporto tra debiti e patrimonio netto) delle aziende europee mostra, nel periodo 2005-2013, un trend sostanzialmente decrescente in tutti i Paesi, ad eccezione dell’Italia (FIG. 23).

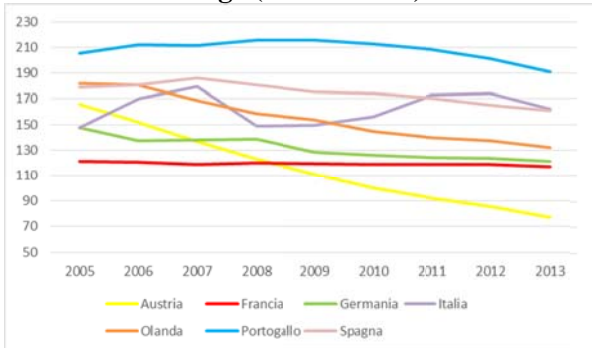
FIG. 22 – Grado di capitalizzazione (dati annuali)



Fonte: nostre elaborazioni su dati Amadeus.



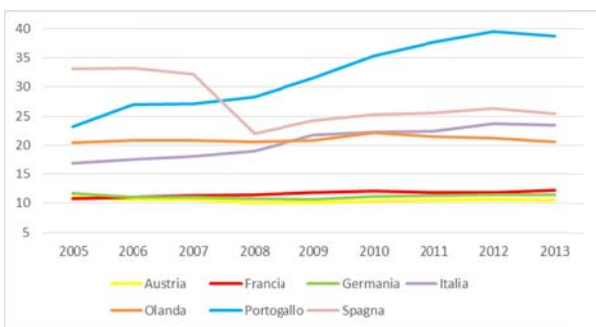
FIG. 23 – Leverage (dati annuali)



Fonte: nostre elaborazioni su dati Amadeus.

L'analisi finanziaria. A livello di equilibrio finanziario emerge, ancora una volta, la distanza tra i PIIGS ed il resto dell'Eurozona. In particolare, l'incidenza del capitale circolante netto operativo (stimato come sommatoria di crediti commerciali e rimanenze finali, al netto dei debiti commerciali) sul fatturato mostra livelli piuttosto contenuti e costanti nelle imprese austriache, francesi e tedesche (rispettivamente con medie pari a 10,50, 11,57 e 11,18), mentre registra valori decisamente più elevati nelle aziende olandesi, italiane, spagnole (rispettivamente con medie pari a 21,01, 20,58 e 27,49) e, soprattutto, portoghesi (con una media pari a 32,05). (FIG. 24).

FIG. 24 – Incidenza del capitale circolante netto operativo sul fatturato (dati annuali; variazioni percentuali)

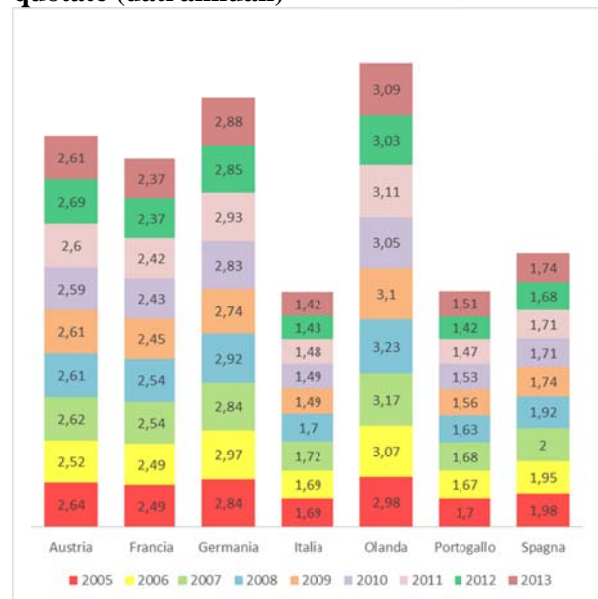


Fonte: nostre elaborazioni su dati Amadeus.

I dati sulla solvibilità delle imprese confermano sostanzialmente le evidenze precedentemente emerse. In particolare, il calcolo dello Z-score di Altman, nella versione elaborata per le imprese non quotate (che discrimina tra le aziende sane, con valori superiori a 2,9, e le aziende potenzialmente fallibili, con valori inferiori a 1,23) mostra ancora una volta la marcata differenza tra i Paesi PIIGS e il resto dell'Eurozona. La FIG.25, a questo proposito, evidenzia il netto divario esistente, in termini di Z-score, tra Italia, Spagna e Portogallo, associate a valori mediani piuttosto vicini alla soglia di fallibilità, e Austria, Francia, Germania e Olanda, dove i valori mediani dell'indice sono decisamente superiori e prossimi alla soglia propria delle "imprese sane".

Queste differenze tra i PIIGS e gli altri Paesi sono sostanzialmente confermate anche considerando il 10% di aziende caratterizzate dai maggiori e dai minori valori di Z-score.

FIG. 25 – Z-score di Altman per le imprese non quotate (dati annuali)



Fonte: nostre elaborazioni su dati Amadeus.

3. La politica monetaria della Fed

La riunione del FOMC del 29 ottobre 2014 ha ufficializzato il definitivo completamento della fase attiva della politica quantitativa americana. Tale politica, iniziata poco dopo lo scoppio della crisi dei mutui sub-prime dell'agosto 2007, ha rappresentato la principale modalità di azione della banca centrale a partire dal fallimento di Lehman Brother .

L'inizio della politica quantitativa. La prima fase di questa politica di *quantitative easing (QE)* era stata denominata "*credit easing*" dallo stesso Bernanke, allora presidente della Fed, per sottolinearne i suoi aspetti peculiari.

Nella situazione americana di allora, infatti, gli *spread* sul credito e i finanziamenti in generale, erano cresciuti per le disfunzioni dei mercati creditizi e finanziari: i mercati si erano "segmentati" e si era drasticamente ridotto il tradizionale flusso di risorse tra soggetti in surplus e soggetti in deficit di liquidità. In quelle condizioni, sosteneva Bernanke, il "totale" delle riserve bancarie e il totale della base monetaria non erano più indicatori corretti della "forza" della politica monetaria, che andava invece valutata sulla base della *composizione* degli interventi e non sul loro totale. I finanziamenti erogati dalla Fed venivano quindi calibrati alle necessità dei beneficiari che non riuscivano più ad ottenere finanziamenti dalle loro usuali controparti private. Anche lo stesso tasso ufficiale, ridotto a fine 2008 nella fascia dello 0-0,25%, non indicava, sempre secondo Bernanke, denaro a buon mercato per la presenza di *spread* elevati sul credito, a loro volta legati alla carenza di liquidità di molti operatori.

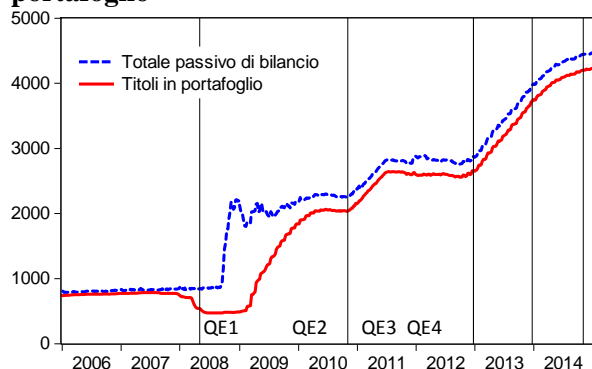
Uno degli obiettivi principali della politica monetaria fu quindi di mettere fine alla penuria di liquidità che, insieme al conseguente rarefarsi del credito e all'elevato costo dei finanziamenti, minacciava di trasformarsi in un vero e proprio

credit crunch con conseguenze nefaste su tutta l'economia.

Il *credit easing* è così consistito in operazioni di finanziamento diretto a diversi beneficiari e diversi settori finanziari, anche mediante nuovi tipi di operazioni *ad hoc* (e contributi a salvataggi), cui solo il 18 marzo 2009 si è aggiunto l'annuncio di futuri acquisti di *agency mortgage-backed securities, agency debt* e titoli di stato a lunga scadenza (Large Scale Asset Purchase program, LSAP, poi più comunemente chiamato "*Quantitative Easing 1*" (QE1)). Questi ultimi interventi, oltre a fornire liquidità, si proponevano la riduzione dei tassi d'interesse a lunga, in particolare dei titoli legati al mercato immobiliare e emessi dal tesoro.

Le FIGG. 26 e 27 riportano l'andamento del totale dell'attivo della Fed e della consistenza del suo portafoglio titoli, oltre all'evoluzione della base monetaria, da prima della crisi ai nostri giorni.

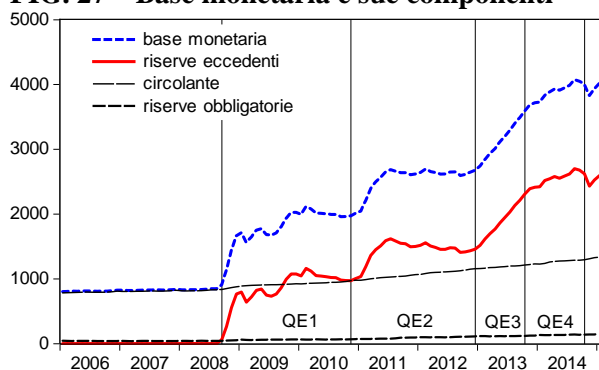
FIG. 26 – Totale dell'attivo della Fed e titoli in portafoglio



Fonte: Fed; dati in miliardi di dollari



FIG. 27 – Base monetaria e sue componenti



Fonte: Fed; dati in miliardi di dollari.

Nella FIG. 26 la differenza tra le due curve (totale attivo meno titoli) è collegata ai prestiti della Fed alle banche, e ai suoi finanziamenti diretti in generale con contributi a salvataggi inclusi (le altre componenti dell'attivo erano rimaste stabili). E' così evidente il forte incremento degli interventi diretti di "credit easing", iniziati già nel 2007 e cresciuti nel 2008 col peggiorare delle condizioni di liquidità dei mercati creditizi-finanziari. Questi interventi hanno fatto rapidamente crescere il totale dell'attivo della BCE e determinato un parallelo aumento delle riserve bancarie eccedenti e della base monetaria complessiva (FIG. 27)

Già nel corso del 2009, però, il portafoglio titoli della Fed risultava in rapida ripresa a discapito dei finanziamenti che erano progressivamente rimborsati grazie alle migliori condizioni di liquidità e al ripristino del funzionamento dei mercati

L'acquisto sistematico di titoli.

Il 3 novembre 2010 la Fed, risolta con successo la crisi finanziaria, comunica ufficialmente la sua intenzione di procedere a ulteriori acquisti di titoli a lunga nei mesi successivi, giustificando il provvedimento con l'elevata disoccupazione, la bassa inflazione e la necessità di stimolare la ripresa degli investimenti, sia produttivi che immobiliari. In questa seconda fase (poi denominata "quantitative easing 2" - QE2) la sua motivazione non riguardava più i problemi di liquidità ma esclusivamente la convenienza di mantenere bassi i tassi a lunga per stimolare gli investimenti e la crescita economica. Ad ogni nuova riunione, poi, la Fed ribadiva la sua intenzione di mantenere per almeno un anno il rendimento dei fed-fund nella fascia 0-0,25%. Lo scopo era ovviamente quello di contribuire a mantenere basse le aspettative sui tassi futuri ("forward guidance") e, anche per questa via, stimolare la domanda dei titoli a lunga per mantenerne basso il rendimento.

Un'evoluzione di questa politica si è materializzata nella riunione del FOMC del 12 dicembre 2012 ("quantitative easing 3" - QE3). In quella riunione, infatti, il FOMC dichiarava espressamente che il tasso ufficiale non sarebbe stato aumentato prima che il tasso di disoccupazione fosse sceso sotto il 6,5% e le prospettive inflazionistiche (a 1-2 anni) non avessero superato la soglia del 2,5%, mezzo punto in più del suo obiettivo tendenziale (TAB. 3).

TAB. 3 - Valori delle principali variabili note al FOMC all'inizio delle diverse fasi di QE
A- Crescita del PIL

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	LP
effettivo	0,2	2,7	1,7	1,6	3,1	-	-	-	-	-
QE2	-	-	1,7	1,7	2,6	3,2	3,3	-	-	2,4
QE3	-	-	-	1,6	2,1	3,0	3,2	3,4	-	2,2
QE4	-	-	-	-	3,1	2,1	2,8	2,7	2,4	2,1
QE5	-	-	-	-	3,1	2,3	2,8	2,7	2,4	2,1

B-Disoccupazione

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	LP
effettivo	9,9	9,5	8,7	7,8	7,0	-	-	-	-	-
QE2	-	-	8,7	7,5	7,5	7,0	6,3	-	-	6,6
QE3	-	-	-	7,8	7,2	6,6	6,0	6,6	-	5,5
QE4	-	-	-	-	7,0	5,9	5,5	5,2	5,1	5,2
QE5	-	-	-	-	7,0	5,8	5,2	5,1	5,1	5,3

C-Inflazione

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	LP
effettivo	1,2	1,3	2,7	1,6	1,0	-	-	-	-	-
QE2	-	-	2,7	1,6	1,6	1,7	1,8	-	-	2,0
QE3	-	-	-	1,6	1,1	1,5	1,8	1,8	-	2,0
QE4	-	-	-	-	1,0	1,6	1,7	1,8	1,9	2,0
QE5	-	-	-	-	1,0	1,2	1,3	1,8	1,9	2,0

Fonte: Fed e nostre elaborazioni (per le previsioni: media valori della tendenza centrale. Le previsioni sono in corsivo; LP = lungo periodo)

Qualche tempo prima, infatti, per ragioni di trasparenza era stato indicato il 2% come obiettivo inflazionistico di lungo periodo; inoltre ogni trimestre venivano rese pubbliche le previsioni dei singoli membri del FOMC sull'andamento del tasso ufficiale).

La Fed annunciava inoltre un programma definitivo di acquisto mensile (netto) di titoli – pari a 40 miliardi di dollari di MBS e 45 di *Treasury securities* (con reinvestimento delle eventuali scadenze), senza porre limiti di tempo e di dimensione al suo portafoglio, ma facendo solo riferimento alla necessità di migliorare le condizioni esistenti nel mercato del lavoro dove, sino ad allora, il livello di disoccupazione, pur in discesa, non era ancora ritenuto soddisfacente (rimaneva sopra il 6,5%, temporaneamente diventato l'obiettivo reale della politica

monetaria). Anche parte dei titoli di stato a breve alla scadenza venivano sostituiti con titoli di stato a lunga di nuova emissione. Scopo di tutti questi interventi erano infatti: (1) mantenere una pressione al ribasso sui tassi a lunga anche allungando la scadenza del portafoglio titoli, (2) aiutare il mercato ipotecario e (3) contribuire a rendere più accomodanti le generali condizioni dei mercati finanziari (TAB. 4 e FIG. 28)

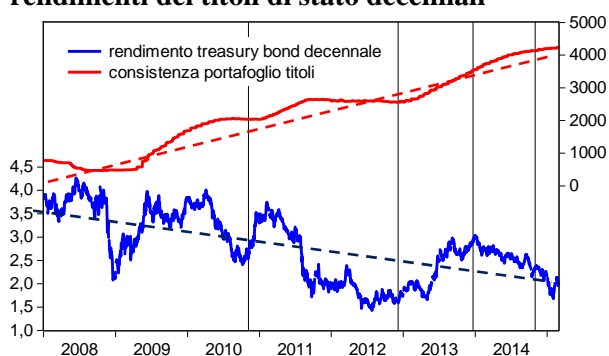
Nei mesi successivi, però, la disoccupazione si riduceva ulteriormente e il 18 dicembre 2013 (“*quantitative easing 4*” – QE4) il FOMC, ancora presieduto da Bernanke, sosteneva che il miglioramento nelle condizioni dell'attività economica e del mercato del lavoro fosse ormai coerente con una generale tendenza alla crescita economica.

TAB. 4 - Scadenza dei titoli in portafoglio e loro consistenze

data	Minore. di 1 a.	1-5 anni	5-10 anni	Oltre 10 a.	totale
25 feb 2009	112,0 (19,26)	194,7 (33,46)	106,8 (18,37)	168,2 (28,91)	581,7 (100)
3 nov 2010	126,8 (6,21)	437,6 (21,42)	2799,0 (13,66)	1199,3 (58,71)	2042,7 (100)
12 dic 2012	22,5 (0,84)	440,7 (16,51)	860,28 (32,23)	1345,5 (50,42)	2668,9 (100)
5 mar 2015	47,7 (1,13)	1154,2 (27,24)	657,8 (15,52)	2377,4 (56,11)	4237,1 (100)

Fonte: Fed; consistenze di *U.S. Treasury securities*, *Federal agency debt securities* e *MBS*; dati in mld di dollari; tra parentesi le percentuali

FIG. 28 – Consistenza del portafoglio titoli e rendimenti dei titoli di stato decennali



Fonte: Fed; portafoglio (scala a destra) in mld di \$

Il Comitato, quindi, “alla luce dei cumulativi progressi verso il massimo impiego e il miglioramento delle prospettive del mercato del lavoro”, decideva di ridurre il ritmo dell’acquisto netto di titoli da aggiungere al portafoglio. La progressiva diminuzione degli acquisti è stata poi decisa anche nelle riunioni dei mesi successivi (TAB. 5).

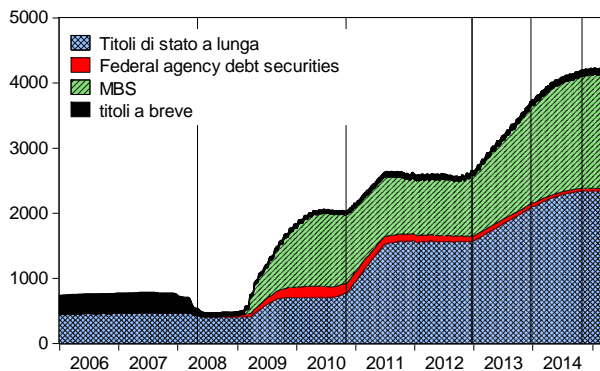
TAB. 5 – Esaurimento del programma di acquisto netto di titoli da parte della Fed

Mese della decisione	mortgage-backed securities	Treasury bonds a lunga
2012.12	40	45
2013.12	35	40
2014.01	30	35
2014.03	25	30
2014.04	20	25
2014.06	15	20
2014.07	10	15
2014.09	5	10
2014.10	0	0

Fonte: Fed; flussi netti in miliardi di dollari

La fine dell’ampliamento del portafoglio titoli. Si arriva così al 29 ottobre 2014, quando il FOMC (dove nel frattempo a Bernanke era succeduta Janet L. Yellen) ha comunicato che le prospettive sul mercato del lavoro erano ormai migliorate in maniera sostanziale e che anche l’economia nel suo complesso era diventata sufficientemente forte per proseguire verso la piena occupazione in un contesto di prezzi stabili. Di conseguenza il Comitato decideva che il suo programma di acquisto di titoli si dovesse concludere in quel mese. Il FOMC comunque rendeva nota la sua intenzione di proseguire la politica di reinvestimento delle scadenze di *agency debt* e *agency mortgage-backed securities* (MBS) in nuove emissioni di *agency mortgage-backed securities*, e dei titoli di stato in altri titoli di stato (FIG. 29). E il motivo è che “questa politica, mantenendo in portafoglio un considerevole ammontare di titoli a più lunga scadenza, dovrebbe continuare a mantenere accomodanti le condizioni finanziarie dell’economia” (“*quantitative easing 5*” – Q5).

FIG. 29 – La composizione del portafoglio



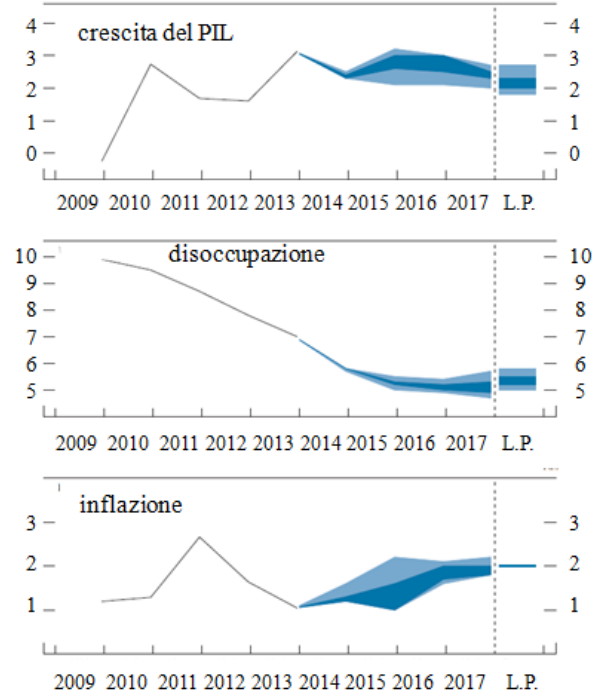
Fonte: Fed; dati in miliardi di dollari

La situazione attuale e le prospettive. L'ultima riunione della Fed è avvenuta il 28 gennaio 2015. Il Comitato ha di nuovo espresso il suo ottimismo sull'andamento dell'economia americana, la cui espansione è stata definita "solida, con un forte aumento di nuovi posti di lavoro e una ridotta disoccupazione." La spesa delle famiglie risulta in crescita moderata, ma il loro potere d'acquisto è recentemente cresciuto per la riduzione dei prezzi energetici. Anche gli investimenti fissi sono in crescita nonostante la ripresa dell'edilizia sia ancora debole.

L'inflazione si è ancora ridotta e si situa tuttora sotto l'obiettivo di lungo periodo del 2% (FIG.30).

Il FOMC ritiene che, grazie alla sua politica accomodante, l'attività economica continuerà ad espandersi e le condizioni del mercato del lavoro a migliorare; ritiene inoltre che l'effetto della diminuzione dei prezzi energetici sull'inflazione sarà solo transitorio.

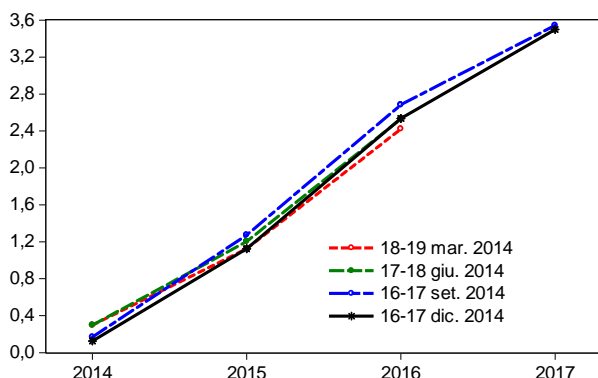
FIG. 30 – FOMC: Previsioni a dic. 2014



Fonte: Fed; L.P. = lungo periodo; valori in %

In ogni caso, la Fed ha riaffermato che la fascia obiettivo dello 0-0,25% sul rendimento dei Fed-Funds rimane ancora appropriata. Il prossimo aumento del tasso ufficiale verrà deciso anche in relazione ai progressi dell'economia americana verso la massima occupazione e verso l'obiettivo del 2% d'inflazione. In ogni caso, ha anticipato il FOMC, anche quando gli obiettivi saranno raggiunti, il tasso ufficiale rimarrà per qualche tempo sotto il suo livello di equilibrio. Comunque, in base alle previsioni di dicembre 2014 sul futuro andamento del tasso ufficiale, 17 componenti del FOMC su 19 hanno ritenuto che il primo rialzo avverrà già nel 2015. Il suo valore è inoltre previsto in rialzo anche nei prossimi anni (FIG. 31)

FIG. 31 - Media delle previsioni dei componenti del FOMC sul tasso ufficiale (federal fund rate)



Fonte: Fed e nostre elaborazioni; media delle previsioni dei singoli componenti del FOMC; gli anni si riferiscono all'orizzonte delle previsioni; le date riportate della legenda indicano il momento in cui è stata effettuata la previsione

Il Comitato ha poi reso noto di non essere “impaziente” di riportare alla normalità il complesso della politica monetaria. Al momento continuerà nella politica di reinvestire in *agency mortgage-backed securities* le scadenze delle *agency debt* e *agency mortgage-backed securities*. Continuerà inoltre il cosiddetto *rolling* sulle scadenze delle *Treasury securities* all'emissione (sottoscrizione in nuovi titoli di stato a lunga al posto dei titoli di stato scaduti, e anche al posto di parte di quelli a breve rimborsati). Tutto questo per mantenere alto l'ammontare dei titoli a lunga in portafoglio e garantire l'attuale fase finanziaria espansiva.

Il (lento) ritorno alla normalità. Il 17 set. 2014, cioè qualche giorno prima della riunione che ha sospeso l'acquisto netto di titoli, la Fed ha reso pubbliche le sue linee guida sulle modalità da seguire per la “normalizzazione” della politica monetaria americana, dove, ha voluto precisare, che per “normalizzazione” intende i vari passi da

compiere per riportare sia il *federal fund rate* (e gli altri tassi a breve), sia l'ammontare del portafoglio titoli posseduto dalla Fed (TABB. 6 e 7), a livelli più “normali” dal punto di vista storico. E tutto questo in coerenza col suo mandato istituzionale di massimo impiego e prezzi stabili.

TAB. 6 - Bilancio della Fed: poste attive al 4 marzo 2015

Attivo:	mln \$	%
Titoli, p.c/t., prestiti e altro, di cui:	4.423.308	98,57
Titoli in via definitiva, di cui:	4.237.130	94,42
Titoli di stato	2.460.028	54,82
Federal agency debt securities	36.877	0,82
Mortgage-backed securities	1.740.225	38,78
Prestiti	18	0,00
Portafoglio netto di Maiden Lane altro	1.686	0,04
Altre voci	184.474	4,11
Altre voci	64.275	1,43
Totale attivo	4.487.583	100,00

Fonte: Fed; dati in milioni di dollari

Durante questa normalizzazione, la Fed ha intenzione di portare il *federal fund rate* effettivo nella sua nuova fascia obiettivo soprattutto mediante aggiustamenti del tasso pagato sulle riserve bancarie eccedenti (che fungerebbe quindi da pavimento: data l'abbondante liquidità, senza questo espediente il fed-fund rate effettivo rimarrebbe sotto il suo obiettivo ufficiale). Per il controllo del tasso effettivo si avvarrà anche di pronti contro termini overnight, ed eventualmente degli altri strumenti idonei, i quali, però, saranno accantonati una volta raggiunto l'obiettivo.

TAB. 7 - Bilancio della Fed: poste passive al 4 marzo 2015

Passivo:	mln \$	%
Banconote	1.310.423	29,20
Pronti c/ termine passivi	277.168	6,18
Depositi di cui:	2.835.091	63,18
Depositi a vista delle I.D	2.554.669	56,93
Depositi a tempo delle I.D	216.067	4,81
Altri depositi	64.355	1,43
Altre voci	7.333	0,16
Totale Passivo	4.430.014	98,72
Capitale:		
Capitale proprio	57569	1,28
Totale passivo e netto	4487583	100,00

Fonte: Fed; dati in milioni di dollari

Al fine di ridurre l'entità del portafoglio titoli, il FOMC intende procedere in maniera "graduale e prevedibile", soprattutto abbandonando la pressa di acquistare nuovi titoli man mano che i vecchi vengono a scadere. Questa fase non è imminente, ma sarà iniziata solo dopo l'aumento del *federal fund rate*, e, in ogni caso, la sua tempistica dipenderà dall'evoluzione delle condizioni economiche e finanziarie americane. Al momento non sono previste vendite di MBS che potranno essere attivate solo nel lontano futuro, quando si tratterà di ridurre o eliminare gli ultimi titoli in portafoglio: in ogni caso il quando e il come delle operazioni saranno resi pubblici in anticipo.

Dopo il processo di normalizzazione la Fed terrà in portafoglio solo l'ammontare di titoli necessario per la gestione della tradizionale politica monetaria. Questi titoli saranno quasi esclusivamente di stato per non interferire nell'allocazione del credito tra i vari settori economici.

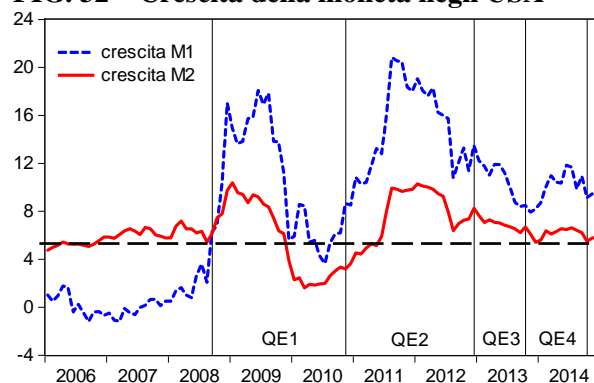
Va ancora una volta sottolineato che l'abnorme ammontare di titoli nell'attivo della banca centrale americana ha avuto come contropartita un abnorme aumento dei depositi, in gran parte

costituiti da riserve in eccesso. Di conseguenza un aumento del solo tasso ufficiale (che, come noto, si riferisce a un'operazione di finanziamento a brevissima scadenza) non sarebbe seguito da altrettanti aumenti dei tassi di mercato. Di conseguenza la tradizionale politica monetaria non sarà possibile prima del drastico riassorbimento del portafoglio titoli. E' anche possibile che, oltre alla già citata manovra del rendimento delle riserve, la Fed utilizzi in maniera più incisiva i depositi "a tempo" per ridurre parte di questa liquidità.

Passando invece alla dinamica della moneta (FIG. 32), va sottolineato che la l'aumento della sua crescita negli anni della politica quantitativa ha riguardato solo la M1.

I bassi tassi delle attività finanziarie hanno incentivato il parcheggio delle risorse del settore non bancario verso gli investimenti più liquidi.

FIG. 32 – Crescita della moneta negli USA



Fonte: Fed; crescita annua (in %)

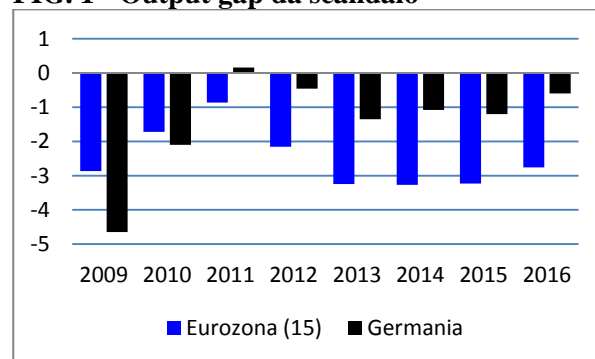
L'aggregato di moneta più ampio (M2), più rilevante della M1 per il suo legame di lungo periodo con l'inflazione, si è invece mosso lungo un tasso di crescita tendenziale piatto: il *Quantitative Easing* non sembra avere avuto una grande influenza espansiva su questo aggregato, e ciò è per altro coerente col basso livello d'inflazione.

3. L'EUROZONA NEL TUNNEL DELL'AUSTERITA' E DELLE REGOLE 'STUPIDE'. COME USCIRNE? ♦

1. Lo scandalo degli output gap che ballano

Se si venisse a sapere che il 10% del bilancio dell'Unione Europea (che rappresenta circa l'1% del Pil dell'Unione) se ne è andato letteralmente in fumo, i titoli dei giornali griderebbero allo scandalo. Eppure – notava Simon Wren Lewis (2014) in un post del 29 dicembre 2014 – somme dieci volte superiori allo 0,1% del Pil europeo vengono sprecate nell'Eurozona a seguito delle scelte politiche compiute. Dal 2009 l'output gap stimato per l'Eurozona (a 15) è sempre negativo e si prevede che rimanga sopra al 2% del Pil dell'intera area almeno fino al 2016 (FIG. 1). Nel 2013 e nel 2014 ha superato il 3% del Pil. Anche in Germania, di cui pure si magnifica il miracolo economico, l'output gap rimane negativo e pari a poco più dell'1% del Pil. Negli ultimi due anni, peraltro, il tasso d'inflazione è rimasto molto lontano dall'obiettivo del 2% nell'Eurozona e anche in Germania, dove è stato addirittura inferiore a quello medio dell'area euro, nonostante l'output gap assai minore. Nei paesi PIIGS i risultati sono, prevedibilmente, assai peggiori.

FIG. 1 - Output gap da scandalo



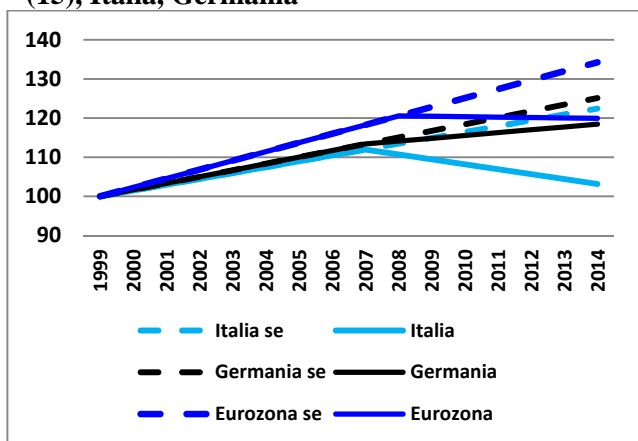
Fonte: OCSE, Economic Outlook database

Se gli output gap del 2009 e, forse, del 2010 sono spiegabili con i postumi della grande crisi finanziaria del 2007-2008, quelli degli ultimi anni sono interamente da attribuirsi a scelte politiche sbagliate: l'austerità simultanea e generalizzata a tutti i paesi dell'Eurozona, dettata dall'obiettivo (in parte etero, in parte auto-imposto) di ridurre deficit e debiti pubblici in gran fretta e in tutti i paesi, proprio nel bel mezzo della più grave e lunga recessione degli ultimi 90 anni. Un altro modo di guardare allo "scandalo" consiste nel vedere (FIG. 2) di quanto si sia allontanato il Pil reale da quello che avrebbe potuto essere se le economie avessero continuato a crescere al (modesto) tasso medio annuo caratteristico del periodo pre-crisi (1999-2007). Si vede così: 1) che prima della crisi Italia e Germania crescevano a tassi medi molto simili (1,7% la Germania; 1,5% l'Italia) e nettamente più bassi della media dell'Eurozona (2,3%); 2) che ai tassi di crescita pre-crisi, la distanza di Pil reale tra Italia (il più grande dei PIIGS) e Germania (la virtuosa per antonomasia) si sarebbe sì ampliata ma non di molto; il che significa che la doppia crisi e la reazione ad essa hanno fatto la differenza più della tendenza di lungo periodo al "declino" dell'Italia; 3) che la perdita di Pil potenziale è, in linea di

♦ A cura di Andrea Boitani

principio, molto ampia per l'Eurozona e ancor più per l'Italia e molto inferiore per la Germania, da cui l'asimmetria se non degli shock almeno dei loro impatti.

FIG. 2 - Dove siamo, dove saremmo. Eurozona (15), Italia, Germania



Fonte: OCSE, *Economic Outlook Database*

Quanto appena notato è confermato dall'analisi di Laurence Ball (2014), secondo cui il prolungarsi della recessione ha avuto pesanti effetti non solo sul Pil potenziale ma anche sul tasso di crescita del Pil potenziale, ovvero si è messo in atto un forte effetto di isteresi, con distruzione di capacità produttiva. Confrontando le tendenze pre-crisi e post-crisi per i paesi Ocse, Laurence Ball ha stimato che la perdita di Pil potenziale ha riguardato quasi tutti i paesi (le eccezioni sono Svizzera, Australia e Nuova Zelanda), ma l'epicentro di questa catastrofe sono stati i paesi europei che hanno sperimentato le più intense politiche di consolidamento fiscale (i PIIGS e il Regno Unito, oltre alla Finlandia). Per l'Italia, il tasso di crescita potenziale si sarebbe ridotto a un miserrimo 0,11% stimato per il biennio 2014-2015. Proprio perché il Pil potenziale italiano si è ridotto, l'ampiezza dell'output gap negativo (cioè la differenza percentuale tra Pil effettivo e Pil potenziale) dovrebbe ridursi di 1,30 punti tra 2013

e 2015, in linea con la Spagna. Ancora maggiore risulterebbe la riduzione dell'output gap in Portogallo, Irlanda e Grecia, a seguito della perdita di Pil potenziale.

Purtroppo, le riduzioni di output gap dovute a isteresi si sommano a quelle dovute a semplici errori di stima ed interagiscono con le regole europee di finanza pubblica in modo perverso. Tali regole, infatti, fanno perno sul concetto di "saldo strutturale" del bilancio pubblico, cioè il saldo depurato degli effetti del ciclo economico (il bilancio tende a migliorare con l'espansione e a peggiorare con la contrazione) e dalle misure una tantum e temporanee¹. La componente ciclica del saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche si ottiene moltiplicando un parametro di aggiustamento ciclico del saldo di bilancio per la differenza tra il Pil effettivo e quello potenziale (l'output gap, appunto), e scomputando le misure una tantum e temporanee

Esistono sostanzialmente due metodologie per il calcolo dell'output gap. La prima utilizza un approccio statistico di de-trendizzazione, ossia di eliminazione della componente di trend. La seconda stima le relazioni strutturali (metodo della funzione di produzione). La Commissione europea ha utilizzato fino al 2002 il primo approccio. Per ovviare a parte degli inconvenienti di quel metodo², nel luglio 2002 il Consiglio dell'Unione decise di optare per l'approccio econometrico basato sulla funzione di produzione. Questo metodo ha molti pregi, tuttavia non è immune da rilevanti difetti³. Per esempio, come

¹ Le misure una tantum e temporanee esercitano effetti transitori, e quindi non permanenti, sul bilancio.

² Cioè la tendenza a ritenere permanenti gli shock temporanei che colpiscono l'economia e l'impossibilità di distinguere tra shock di domanda e shock di offerta.

³ Sulle problematiche relative ai metodi di stima del Pil potenziale e dell'output gap adottati dalla Commissione si veda Fioramanti, Padrini, Pollastri (2015).



rilevato da Cottarelli (2015), con questo metodo la Commissione europea ha stimato che la crescita potenziale di oltre un terzo dei paesi europei nel 2014 (e negli anni precedenti) fosse nulla o negativa. Il che “significa ritenere che un’economia si contrarrebbe anche in condizioni cicliche di domanda normali, cosa piuttosto strana anche per paesi affetti da problemi strutturali non trascurabili come quelli dell’area euro”. Ma una crescita potenziale negativa può dipendere da una insufficiente accumulazione di capitale, a sua volta dovuta a scarsità degli investimenti negli anni precedenti dovuta proprio al ciclo economico negativo, oppure da un NAIRU elevato perché segue l’andamento ciclico della disoccupazione⁴. Insomma, conclude Cottarelli (2015), il tasso di crescita del Pil potenziale può dipendere dalla domanda aggregata, come da essa dipende (anche se in misura più accentuata) la crescita del Pil effettivo.

Le implicazioni derivanti da queste debolezze, nell’ambito delle regole fiscali europee, sono rilevanti. Se, per esempio, viene rivisto verso il basso il Pil potenziale di un paese e, di conseguenza, l’output gap si riduce automaticamente, la posizione ciclica di quel paese migliora mentre il saldo strutturale del bilancio pubblico peggiora e quindi, nell’ambito del “braccio preventivo” del Patto di stabilità (e crescita come riformato nel 2011), il paese in questione è chiamato a una manovra restrittiva per avvicinarsi al suo MTO (Medium Term Objective). Manovra che non appare formalmente prociclica solo perché è la stima stessa del Pil potenziale ad esserlo. Inoltre, se l’output gap

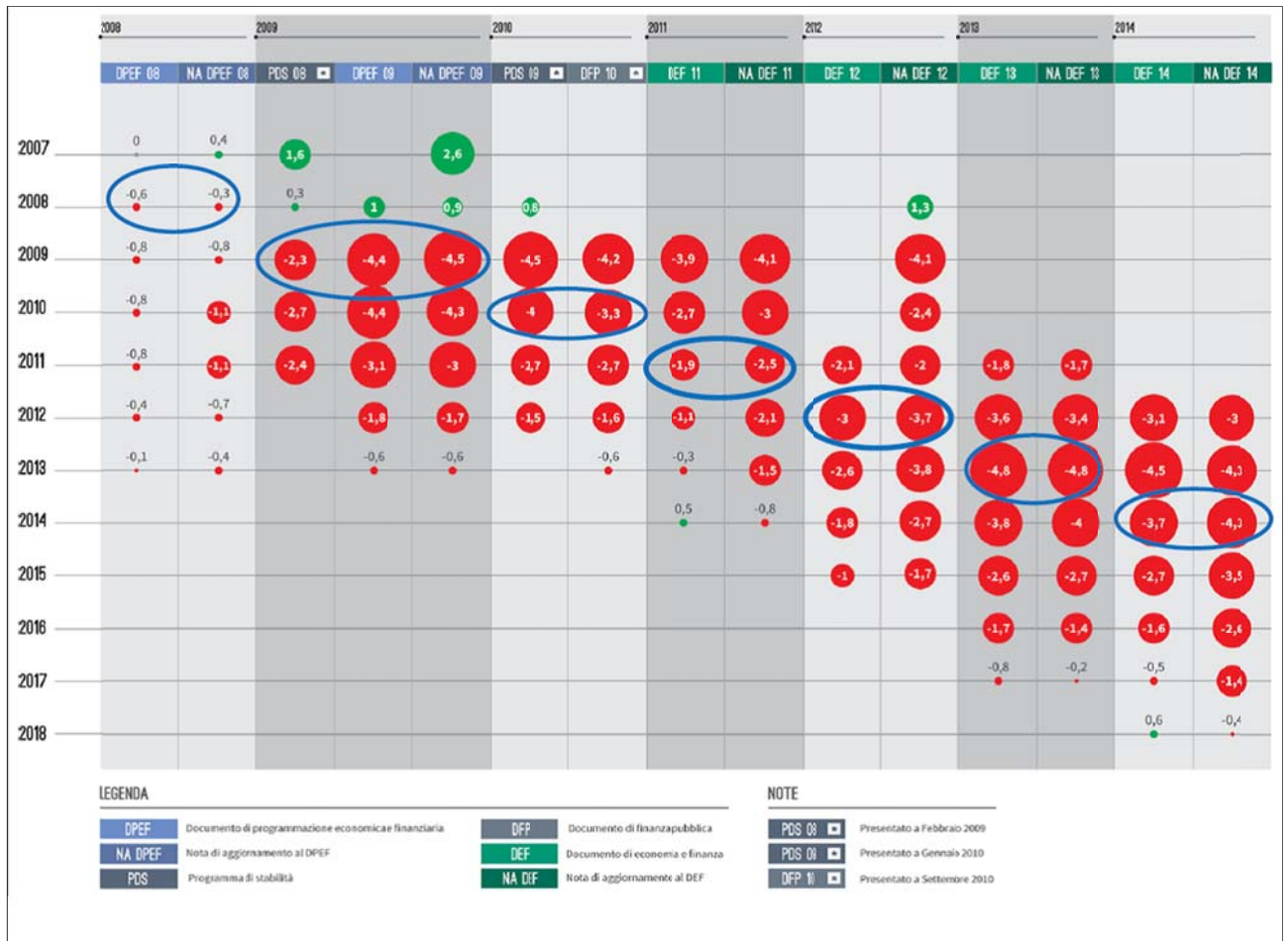
viene rivisto *per il passato* - come la FIG. 3 (tratta da Landi, 2015) mostra che sia avvenuto molto spesso negli ultimi anni - a parità di saldo nominale di bilancio e delle misure una tantum il saldo strutturale assumerà (ex post) un valore diverso da quello che era stato calcolato in precedenza. Non vi è dunque certezza assoluta dei numeri, nemmeno retrospettivamente.

Si nota (Boitani, Landi, 2014a) come l’output gap per l’anno 2012 assuma valori diversi nelle stime del settembre 2013 e in quelle dell’aprile 2014, pur trattandosi di un anno ormai passato. Di conseguenza, l’indebitamento netto strutturale per l’anno 2012, è pari a -1,3% nella stima della Nota di Aggiornamento e -1,4% nella stima del DEF 2014, pur con indebitamento netto nominale costante. Considerazioni analoghe si possono fare per l’anno 2013. La variazione della stima dell’output gap per il 2012 e il 2013 è dovuta alla revisione, tra il settembre 2013 e l’aprile 2014, del quadro previsionale macroeconomico. Nell’ambito del meccanismo del Patto di Stabilità e Crescita (PSC) riformato, l’incertezza intrinseca delle stime di output gap può determinare una diagnosi sbagliata sulla posizione delle economie nel ciclo (*fiscal stance*) e una risposta di *policy* errata. E così, purtroppo, è avvenuto⁵.

⁴ Andrebbe notato anche come la misurazione del NAIRU sia molto discutibile. Come si può credere che, con inflazione da tempo vicina allo 0%, si avrebbe un’accelerazione inflazionistica in Spagna qualora il tasso di disoccupazione scendesse al di sotto del 20%? Alle volte, sembra che i funzionari della Commissione europea non abbiano il senso del ridicolo.

⁵ Non solo nell’Eurozona, a dire il vero, come mostrato in Tamborini (2014), sebbene nell’Eurozona più che altrove.

FIG. 3 – L’Output gap: stime del MEF, vari anni



2. Austerità pro-ciclica, inutile e divaricante

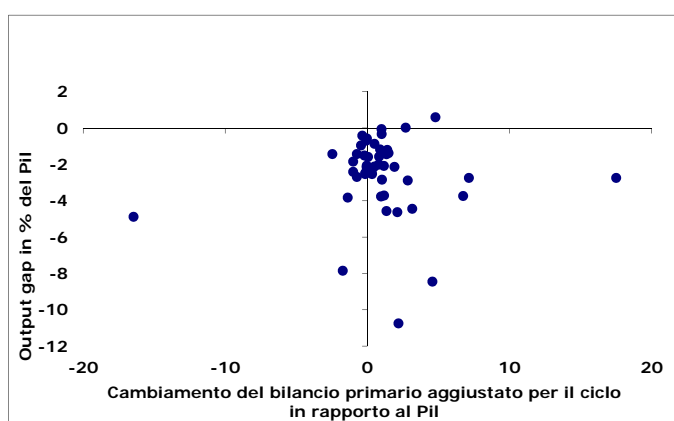
Le regole europee di finanza pubblica fanno parte di una governance che, nel complesso, si è rivelata fallimentare almeno dall’inizio della Grande Recessione (De Grauwe, 2013), seppure fosse dotata di senso prima dello scoppio della crisi (Vaciago, 2015). In termini astratti, si può dire che i principali difetti della governance europea sono ascrivibili a due dottrine pseudo-morali: la dottrina dell’austerità e quella della responsabilità nazionale. Forse, tali pseudo-dottrine vennero poste a base dell’Eurozona al fine di ottenere, quasi venticinque anni fa,

l’adesione della Germania largamente dominata dalle dottrine ordo-liberiste (Allen, 2004). Resta il fatto che non hanno retto alla prova della crisi, cioè il loro primo vero “stress test” continentale. Contrariamente alle confortanti rassicurazioni secondo cui il consolidamento fiscale, anche in periodi di recessione, può avere effetti non-Keynesiani e, quindi, essere espansivo, l’austerità è stata pro-ciclica, cioè ha peggiorato la recessione e, per di più, non è stata capace di risolvere i problemi di finanza pubblica ai quali era indirizzata e, anzi li ha peggiorati (Boitani, Tamborini, 2015). Infine, la relativa convergenza fiscale (cioè dei saldi di bilancio pubblico) tra i

vari paesi dell'Eurozona si è accompagnata a una crescente divergenza reale, con tassi di disoccupazione e investimenti significativamente divaricati (Manasse, 2015).

In primo luogo, come mostra la FIG. 4, circa il 75% degli episodi di austerità (misurata dalle variazioni positive del bilancio primario aggiustato per il ciclo) riscontrati tra il 2010 e il 2013 nei 12 paesi che formavano l'Area Euro originariamente sono avvenuti in anni caratterizzati da ampi output gap negativi, cioè quando la teoria economica standard raccomanda misure espansive di politica economica.

FIG. 4 - Austerità e ciclo nei paesi dell'Eurozona (12) 2010-2013



Fonte: Eurostat, base dati AMECO

Dato che i tassi di interesse nominale erano vicini a zero (lo *zero lower bound* o ZLB), si richiedeva una politica fiscale in media espansiva, accompagnata da un immediato *Quantitative Easing* (QE). La BCE ha invece atteso il luglio 2012 per annunciare le OMT (*Outright Market Transactions*) “whatever it takes” (senza peraltro doverle attuare) e addirittura il marzo 2015 per mettere in atto un vero e proprio QE (annunciato solo due mesi prima). In assenza di un vero *lender of last resort* gli spread tra i tassi dei titoli dei PIIGS e quelli tedeschi si impennarono e si interpretò la situazione come raggiungimento

della soglia di non accesso al mercato da parte dei debitori sovrani in difficoltà. La reazione fu di puntare sul consolidamento accelerato dei bilanci pubblici, soprattutto nei PIIGS ma non solo. Ma con una banca centrale degna di questo nome nessuno avrebbe perso accesso ai mercati e la dose di sangue sudore e lacrime avrebbe potuto essere molto minore, con minori perdite di Pil (effettivo e potenziale) e minore disoccupazione.

Che il consolidamento fiscale sia stato mal concepito e mal tarato si ricava dal fatto che il Pil reale è cresciuto meno, mentre la disoccupazione è cresciuta di più (FIG. 5) proprio in quei paesi che hanno attuato politiche di consolidamento fiscale più intense. Senza attribuire valenze causali a delle semplici correlazioni, ci si può limitare a concludere che nessun effetto espansivo del consolidamento fiscale è rintracciabile nell'esperienza dell'Eurozona, pur non considerando la Grecia, obiettivamente un “caso” estremo e che potrebbe essere considerato un *outlier*. Piuttosto, emerge una conferma della prociclicità della politica fiscale. Ma oltre che prociclica essa non ha avuto gli effetti sperati sul debito pubblico. Anzi, il rapporto debito/Pil è cresciuto di più proprio in quei paesi dove sono state attuate più intense politiche di consolidamento fiscale (ancora una volta esclusa la Grecia, FIG. 6). L'austerità ha finito per far ridurre la crescita del Pil reale più di quanto abbia frenato la crescita del debito pubblico⁶.

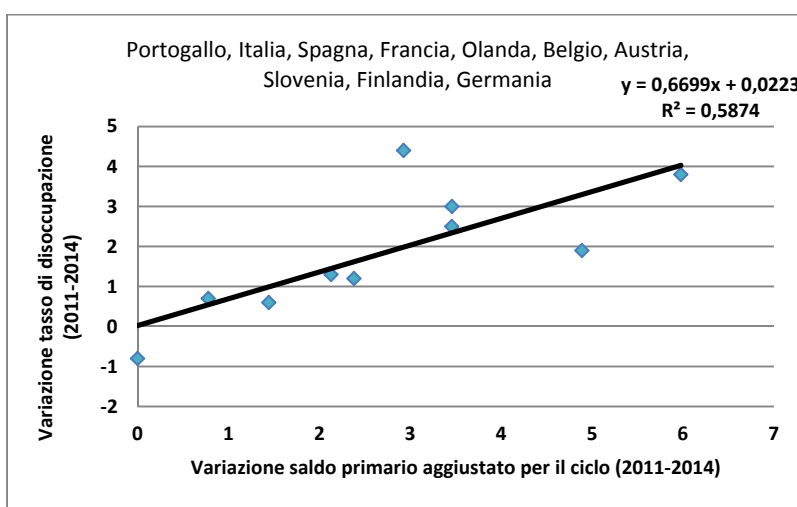
Naturalmente, dato che le manovre più pesanti sono state effettuate nei paesi che partivano con rapporto debito/Pil più elevato, i dati di FIG. 6 sono incompatibili con qualsiasi ipotesi di convergenza del rapporto debito/Pil verso livelli più uniformi e più bassi, nonostante che i saldi di bilancio primario aggiustati per il ciclo si siano avvicinati notevolmente a seguito delle manovre di consolidamento fiscale più intense nei PIIGS

⁶ Le figure 5 e 6 sono tratte da Boitani, Landi (2014b).

che nei paesi “core” dell’Area Euro, come mostra la notevole riduzione della *standard deviation* del rapporto deficit strutturale/Pil potenziale dei diversi paesi in ciascun anno (Manasse, 2015, p. 9, FIG. 7).

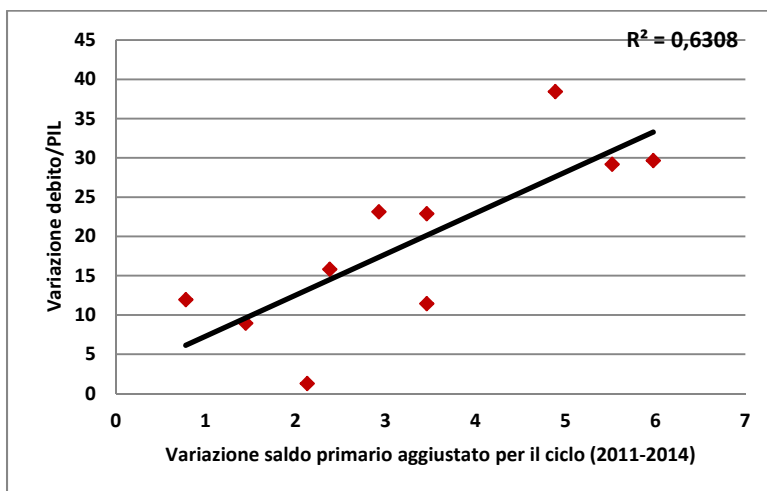
A fronte di tale convergenza, si assiste a una forte divaricazione dei tassi di disoccupazione e degli investimenti, pur nella generale tendenza dei primi ad aumentare e dei secondi a diminuire (FIGG. 8 e 9).

FIG. 5 - Consolidamento fiscale e disoccupazione



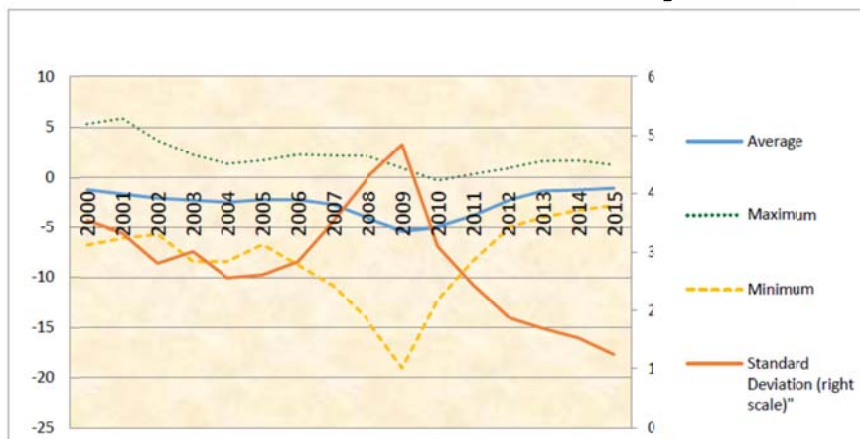
Fonte: OCSE, *Economic Outlook Database*

FIG. 6 - Il rapporto debito/Pil e l'austerità (Grecia esclusa)



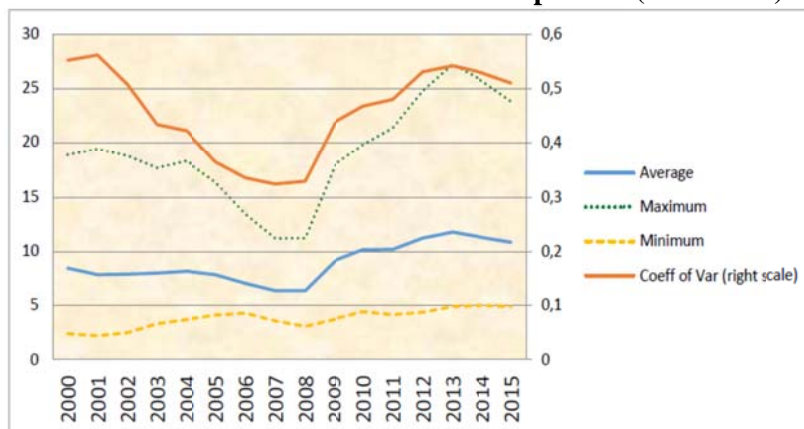
Fonte: OCSE, *Economic Outlook Database*

FIG. 7 – Eurozona: andamento deficit strutturale / Pil potenziale (2000-2015)



Fonte: Manasse (2015), p. 9

FIG. 8 – Eurozona: tasso di disoccupazione (2000-2015)



Fonte: Manasse (2015), p. 11

FIG. 9 – Eurozona: tasso di investimento (2000-2015)



Fonte: Manasse (2015), p. 11

Non è difficile intravedere in questi andamenti divaricati delle variabili economiche “reali” - sacrificate sull’altare di una (solo parziale) convergenza delle finanze pubbliche - una delle cause della crescente disaffezione dei cittadini ed elettori europei nei confronti dell’Euro e dell’Europa, oltre che il fallimento congiunto delle dottrine dell’austerità e della responsabilità nazionale sulla finanza pubblica.

I fallimenti dell’austerità sono anche stati attribuiti al mix sbagliato di consolidamento, fatto di eccessivi aumenti delle tasse invece che di consistenti tagli alla spesa. Eppure, come ha mostrato Tamborini (2014) le relazioni statistiche tra mix di austerità e divari in termini di crescita sono abbastanza ridotte. In molti paesi il consolidamento è stato fatto soprattutto alzando le tasse. Le eccezioni, guarda caso, sono costituite dai paesi che hanno accettato (o subito) il “trattamento” della cosiddetta Troika (Imf, BCE e Commissione Europea). Eppure proprio questi paesi, dove il taglio della spesa pubblica e dei trasferimenti è stato maggiore e minore l’aumento delle tasse, la performance in termini di crescita è stata, come noto, a dir poco disastrosa.

Del resto, un fiume di contributi empirici sui moltiplicatori fiscali ha mostrato come il *favor* con cui è stato visto il taglio delle spese nei confronti dell’aumento delle tasse sia tutt’altro che supportato dalle stime econometriche, soprattutto quando si consideri una situazione di partenza caratterizzata da recessione. È impossibile presentare qui una rassegna di tutti questi contributi. Ma vale la pena segnalare una recente “meta-analisi”, che ha stimato il legame di dipendenza dei moltiplicatori trovati nella letteratura (92 studi tra il 1992 e il 2013) con una serie di variabili esplicative, tra cui la circostanza che l’economia si trovasse in fase espansiva o recessiva, se la variabile di policy fosse la spesa pubblica in generale, gli investimenti, la spesa

militare o l’aliquota fiscale⁷. I principali risultati della “meta-analisi” sono: 1) tutti i moltiplicatori della spesa e dei trasferimenti sono più alti se la situazione iniziale è di recessione, mentre il moltiplicatore delle tasse si riduce (marginalmente) in recessione rispetto al suo valore medio nelle fasi di espansione; 2) in media, il moltiplicatore della spesa è maggiore di quello delle tasse e di quello dei trasferimenti, ma nelle fasi di recessione i trasferimenti vantano un moltiplicatore più alto anche rispetto agli investimenti; 3) gli effetti moltiplicativi appaiono duraturi e influenzati come previsto dal grado di apertura dell’economia (maggiore l’apertura al commercio internazionale, minori i moltiplicatori).

Le stime ottenute con la “meta-analisi” vengono poi impiegate da Gechert, Hallett e Rannenberg (2015) per valutare l’impatto del consolidamento nell’Eurozona nel periodo 2011-2013, sulla base degli effetti cumulati sul bilancio (in rapporto al Pil) delle misure discrezionali decise dai vari paesi. Applicando a tali misure i moltiplicatori risultanti dalla “meta-analisi” se ne ricavano gli impatti stimati sul Pil e sul bilancio pubblico: una riduzione di 4,3 punti del Pil nel 2011, di 6,4 nel 2012 e di 7,7 punti nel 2013 - soprattutto a causa della riduzione della spesa e, segnatamente, dei trasferimenti – e un miglioramento del bilancio pubblico del tutto marginale (0,1% del Pil nel 2011, 0,2 nel 2012 e 0,2 nel 2013). Si tratta di numeri da prendere con estrema cautela, come raccomandano gli stessi autori ma – limitandoci a guardare gli ordini di grandezza - confermano la robustezza delle tradizionali conclusioni Keynesiane relative a situazioni in cui la politica monetaria non è in grado di compensare gli impatti negativi del consolidamento fiscale mediante riduzioni del tasso di interesse (che ha

⁷ Gechert, Rannenberg (2014), ripreso e riassunto in Gechert, Hallett e Rannenberg (2015).



già raggiunto il limite inferiore) e smentisce sia i più sbandierati effetti non-Keynesiani sia la preferenza per consolidamenti basati sui tagli di spesa.

Tutte queste stime mostrano come le politiche di austerità abbiano generato le enormi e “scandalose” perdite di Pil da cui siamo partiti. In questo contesto appare singolare che Buti e Carnot (2015) raccomandino di ridurre, in maniera bilanciata, sia l’output gap che il fiscal gap (la differenza tra il saldo del bilancio primario effettivo e quello che dovrebbe essere per garantire la discesa graduale del debito pubblico). Così, sebbene Francia, Spagna e Italia avrebbero bisogno di politiche espansive della domanda per ridurre l’output gap, la necessità di ridurre il loro ampio fiscal gap dovrebbe dominare, all’opposto che in Germania, che sta “esagerando” nell’aggiustamento fiscale. La conclusione di Buti e Carnot (2015) è che “nel complesso, l’Eurozona dovrebbe avere un atteggiamento fiscale vicino alla neutralità”. L’errore di questa conclusione è semplice, come nota Wren Lewis (2015): “Quando l’economia è incastrata nello ZLB è da pazzi bilanciare l’output gap con quello che il tuo strumento principale per correggere questo gap, cioè la politica fiscale”. Quello che gli studi menzionati prima mostrano è che la recessione dell’Eurozona dopo il 2010 è in buona parte dovuta proprio al tentativo di correggere il fiscal gap in un momento completamente sbagliato. “La politica giusta - continua Wren-Lewis - è di portare l’output gap a zero, così che i tassi d’interesse possano salire sopra lo zero; e poi si può affrontare il deficit”⁸. Nell’Eurozona la questione è complicata dagli squilibri macroeconomici, con un paese (la Germania)

troppo competitivo rispetto ai partners. Ma di questo parliamo nel prossimo paragrafo.

3. Riforme strutturali e squilibri macroeconomici

Un argomento sovente utilizzato per spiegare l’insuccesso dell’austerità – soprattutto nei paesi del Sud Europa – è che i governi di questi ultimi non hanno fatto i loro “compiti a casa”. Cioè non hanno realizzato o hanno realizzato solo parzialmente le opportune riforme strutturali raccomandate dall’asse Berlino-Bruxelles-Francoforte. Riforme tese a rendere “flessibile” il mercato del lavoro e, quindi, a ridurre i salari reali; ad adottare politiche pro-competitive per i mercati dei beni e dei servizi al fine di ridurre i mark-up e quindi i prezzi (con un occhio soprattutto ai beni esportabili). Il mantra è che soltanto queste riforme strutturali possono garantire una ripresa della crescita e, quindi, di uscire dalla recessione grazie a un aumento della competitività di prezzo delle esportazioni. A Bruxelles si stanno scervellando per ancorare la promessa flessibilità delle regole fiscali ai progressi compiuti sul piano delle riforme strutturali, cercando di trovare i parametri opportuni con cui misurare gli effetti macroeconomici positivi di tali riforme. Ma è proprio vero che le riforme non sono state fatte nei paesi del “Sud” Europa e che, se si facessero, avrebbero effetti positivi senza se e senza ma?

Innanzitutto, dalle statistiche standard del mercato del lavoro si può riscontrare come i mercati del lavoro non sono rimasti “rigidi” nei paesi dove la crisi ha colpito di più (con la parziale eccezione dell’Italia). Come si vedrà più avanti (FIG. 11), tra 2009 e 2013 il costo del lavoro per unità di prodotto è diminuito in media dell’1,8% all’anno in Irlanda, dello 0,8% in Spagna, dello 0,5% all’anno in Portogallo e dello 0,1% in Grecia

⁸ Anche perché, come si è visto sopra, le politiche di austerità attuate nel momento sbagliato fanno aumentare e non diminuire il rapporto debito/Pil.

(dove per altro il denominatore del rapporto, cioè il “prodotto”, è crollato); in Italia, invece si è avuto un aumento medio annuo dell’1,8%, frutto di una minor riduzione dei salari orari e, anche da noi, di una forte riduzione del Pil.

In secondo luogo, le differenze in termini di rigidità spiegano veramente poco delle differenze riscontrate in termini di disoccupazione. La FIG. 10, tratta da Boitani, Tamborini (2015) mostra la relazione tra un indice di rigidità del mercato del lavoro – elaborato sulla base di due indicatori Ocse della protezione degli occupati⁹ – e cambiamenti del tasso di disoccupazione. *Qualche* paese con rigidità maggiore mostra maggiori aumenti della disoccupazione. Ma *non tutti* i paesi con rigidità minore mostrano minori incrementi della disoccupazione. Non sembra quindi emergere un “modello” capace di fornire una spiegazione esaustiva delle differenti performance in termini di disoccupazione. È vero che i paesi anglosassoni – generalmente più flessibili - hanno sofferto di minori incrementi della disoccupazione, ma la maggioranza dei paesi dell’Europa continentale – con indici di rigidità assai maggiori – non hanno fatto peggio o hanno fatto addirittura meglio. Le famose riforme Hartz hanno contribuito ben poco a cambiare il posizionamento intermedio della Germania nella classifica della rigidità, eppure la Germania ha avuto una ripresa vigorosa dell’occupazione dopo la caduta del 2009. Mentre la pessima performance dei paesi della periferia dell’Eurozona non sembra avere una relazione significativa con differenze di rigidità rispetto agli altri partner della moneta unica.

⁹ Il primo è la “Strictness of employment protection; Individual and collective dismissal (regular contracts)”, mentre il secondo è il “Temporary employment”. L’indicatore utilizzato è la media delle medie dei due indicatori di base tra il 2008 e il 2013. La fonte è <http://www.oecd.org/employment/emp/oecdindicatorsofemploymentprotection.htm/>.

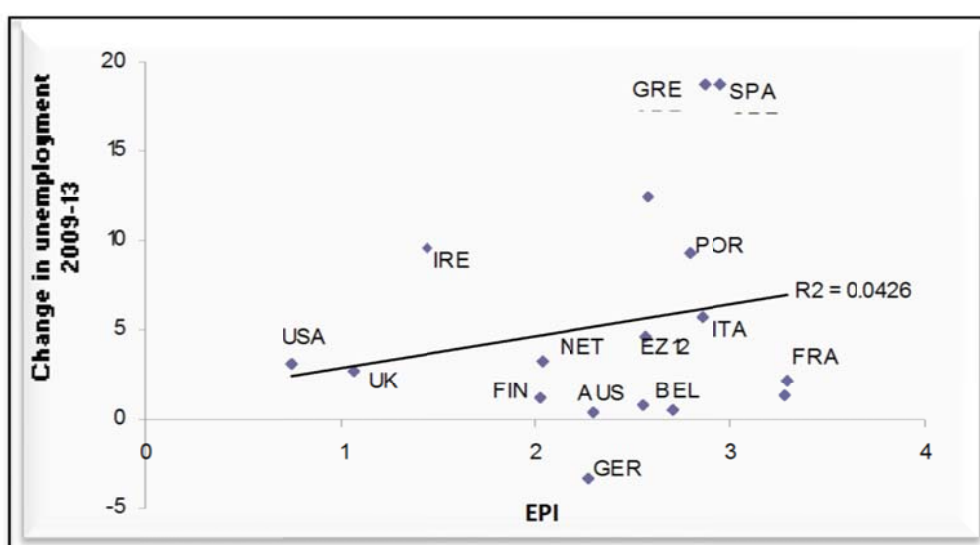
Le ragioni “teoriche” su cui si regge il mantra delle riforme strutturali possono essere così riassunte: 1) le riforme strutturali sono utili nel lungo periodo perché fanno aumentare il Pil potenziale e il tasso di crescita potenziale e, quindi garantiscono che l’accelerazione dell’inflazione avvenga in corrispondenza di tassi di disoccupazione più bassi (il NAIRU si riduce); 2) ma le riforme sono utili anche nel breve periodo perché servono a far aumentare la competitività perduta dai medesimi PIIGS, competitività necessaria a far riprendere l’export, cioè l’unica fonte di domanda aggregata su cui si può sperare visto che la domanda privata e pubblica interna devono restare compresse per ricondurre i bilanci pubblici verso il pareggio strutturale.

Naturalmente dietro queste ragioni “teoriche” rispunta la dottrina della responsabilità nazionale, applicata agli squilibri macroeconomici. Si sa che i surplus di partite correnti con prestiti netti all’estero dei paesi del Nord erano l’immagine allo specchio dei deficit con debiti netti nei confronti dell’estero dei paesi del Sud. Un tipico problema di “uovo e gallina”, visto che è il risultato dell’interazione di molte e sparse forze di mercato su cui nessuno ha un pieno controllo ed è veramente difficile dire se venga prima l’uovo dei debiti esteri o la gallina dei surplus di partite correnti. Gli squilibri, ad ogni buon conto, erano stati originati, prima dello scoppio della crisi nel 2007-2008, dal settore privato, con quello pubblico più o meno in equilibrio o marginalmente in deficit (a parte il “vero” deficit greco, che nessuno conosceva). Blanchard e Giavazzi (2002) avevano argomentato che quegli squilibri non erano un problema ma la dimostrazione che i mercati dei capitali facevano il lavoro che da essi ci si aspetta. Più recentemente, Giavazzi e Spaventa (2010) ci hanno spiegato che, invece, quegli squilibri erano

diventati un problema perché i flussi di capitale verso il paesi del Sud Europa erano stati convogliati verso usi improduttivi. Hans Werner Sinn (2014) ama ripetere che nei paesi del Sud era in corso una festa, ma non ricorda che le banche del Nord portavano le bottiglie che tenevano viva

la festa. Una festa cui i governi, come s'è detto, non partecipavano o partecipavano marginalmente. In che senso, dunque, c'è una responsabilità nazionale negli squilibri macroeconomici?

FIG. 10 – Tasso di variazione della disoccupazione e indice EPI, paesi vari



Fonte: OCSE, Employment Protection Indicators; Eurostat, base dati AMECO

Ma la questione si pone anche con riferimento alle misure necessarie per uscire da tali squilibri. In che modo i singoli paesi potrebbero fare i loro compiti a casa indipendentemente dagli altri? E se falliscono è solo loro responsabilità? La visione secondo cui un'unione monetaria, in definitiva, non è che un *gold standard* è stata energicamente sostenuta (Sinn, 2014). L'oro in questo caso è lo stock di euro creati dalla BCE. I paesi in deficit di partite correnti perdono "oro" (attraverso i conti Target 2) e devono ri-bilanciare i loro conti riguadagnando competitività attraverso la deflazione interna ottenuta mediante le riforme

strutturali (o anche mediante la semplice compressione dei salari monetari). Eppure, la teoria classica del *gold standard* predica che il riequilibrio dovrebbe essere simmetrico: i paesi in surplus, che ricevono un eccesso di oro, devono contribuire al riequilibrio accettando una più elevata inflazione interna. Se non si accetta questo, tutto il peso dell'aggiustamento ricade sui paesi in deficit. E se i deficit sono troppo ampi tutto il meccanismo si inceppa. Chi è responsabile?

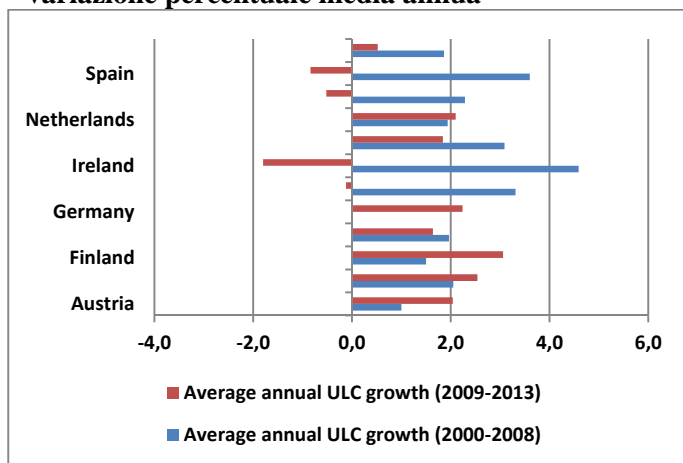
Chiedere che i paesi dell'Eurozona in deficit perseguano la ripresa delle loro economie

attraverso profonde svalutazioni interne (in parte in corso) significa, ancora una volta, addossare il dovere della competitività esclusivamente sui singoli paesi in deficit. Tuttavia, come ha notato Krugman¹⁰: “se guardiamo all’intero periodo dal 1999 al presente, gran parte dell’Europa ha avuto aumenti dei costi e dell’inflazione più o meno coerenti con l’obiettivo della BCE di tenere l’inflazione appena sotto il 2%. C’è solo un grande *outlier*: la Germania”. In effetti, se consideriamo separatamente i periodi pre-crisi e post-crisi, possiamo vedere (FIG. 11, tratta da Boitani, Tamborini, 2015) che prima della crisi la Germania ha evidentemente praticato una politica di deflazione salariale del tipo “*beggar-thy-neighbour*”, che le ha consentito di ridurre il costo unitario del lavoro dello 0,1% l’anno, mentre in tutti gli altri paesi aumentava in linea con l’inflazione target (Francia, Belgio, Olanda e Portogallo) o di più (Spagna, Italia, Irlanda e Grecia). Come s’è già detto, dopo la crisi i paesi PIGGS hanno sperimentato tutti (in varie dosi) la svalutazione interna, ma la rivalutazione interna della Germania è stata minima e, comunque molto al di sotto di quanto sarebbe stato necessario a dare un robusto contributo all’aggiustamento degli squilibri cumulati.

Gli economisti tedeschi e, più in generale, l’opinione pubblica di quel paese, respinge argomenti come questi come quasi offensivi. Ritengono (a ragione) di essere il più produttivo paese manifatturiero del mondo occidentale e (a torto) di non costituire un problema. Ritengono che la richiesta di ridurre il loro surplus sia equivalente a chiedere loro di diventare meno competitivi. Una reazione certamente comprensibile da parte dell’opinione pubblica, meno da parte degli economisti di professione. Innanzitutto, perché nessuno chiede alla Germania

di esportare di meno ma, attraverso un incremento della domanda interna, di importare di più. Poi perché se la BCE deve perseguire l’obiettivo di un’inflazione media al 2% e i paesi del Sud devono restare sotto quella soglia per svalutare internamente, ci dovrà essere pure qualche paese con un’inflazione superiore alla media e quale è il candidato se non il paese con il maggior afflusso di “oro”, cioè la Germania? Questo contribuirebbe a far perdere alla Germania parte della sua competitività sui mercati mondiali? Certo, ma è proprio ciò che l’aggiustamento (simmetrico) degli squilibri richiede: più domanda interna e più inflazione nei paesi in surplus a fronte di meno domanda interna e meno inflazione nei paesi in deficit. Una soluzione cooperativa, peraltro prevista anche dall’articolo del Six Pack con il quale si prescrive l’obbligo di rafforzare la domanda interna ai paesi che hanno un surplus eccessivo delle partite correnti. E la Germania, con un surplus dell’8% del Pil, sta certamente violando le regole.

FIG. 11 – Costo unitario del Lavoro: variazione percentuale media annua



Fonte: OCSE, Economic Outlook Database

Se poi si guarda alla dinamica settoriale dei prezzi e dei salari (De Nardis, 2015b), si può constatare che i grandi guadagni di competitività pre-crisi la

¹⁰ <http://krugman.blogs.nytimes.com/>, 30 novembre, 2014.



Germania li ha realizzati attraverso un aumento della produttività (+4,4% annuo tra 2000 e 2007) concentrato nell'industria (che produce i *tradables*), dove per altro era molto più accentuata che in altri settori la deflazione salariale tedesca (-2,8% annuo sempre tra 2000 e 2007 il salario per addetto diviso per la produttività dell'industria). Guadagni di produttività e deflazione salariale che sono ripresi nell'industria tedesca tra il 2009 e il 2013 (+5,5 la produttività, -2,5% i salari). Ai paesi in deficit viene raccomandato di imitare il modello tedesca (attraverso le famose riforme strutturali). Ci hanno provato, ma è stato un tentativo necessariamente insufficiente perché il modello tedesco a continuato a operare e la svalutazione interna nel cruciale settore produttivo dei beni destinati all'esportazione è andata avanti. Come scrive De Nardis (2015b), "imitare un modello che non sta fermo porta fatalmente a risultati inadeguati rispetto all'azione compiuta" e svalutare nei confronti di chi svaluta di più è rivalutare.

4. Qual è l'impatto delle riforme strutturali?

I testi di Macroeconomia elementare distinguono nettamente tra un lungo periodo, in cui conta solo l'offerta aggregata e le variabili "strutturali" che ne influenzano la posizione e il breve periodo in cui conta il lato della domanda aggregata. C'è poi un medio periodo in cui contano entrambi i lati. Se però l'economia si trova in trappola della liquidità, con tasso di inflazione vicino a zero e tasso di interesse nominale allo ZLB, il medio periodo assomiglia molto al breve e gli eventuali output gap negativi possono essere riempiti solo attraverso politiche capaci di espandere la domanda aggregata. Naturalmente, i manuali elementari ignorano la dimensione intertemporale dell'economia e gli effetti che le aspettative sul futuro possono avere sui comportamenti di oggi.

Nessuno negherebbe che riforme strutturali capaci di rendere più efficienti i mercati e, quindi, di ridurre il peso del potere di mercato e i vincoli della burocrazia pubblica possano far aumentare il Pil potenziale, ovvero dare un *boost* temporaneo al tasso di crescita¹¹. I problemi sono: (a) le riforme strutturali possono essere efficaci anche nel breve periodo e (b) come misurare gli effetti delle riforme strutturali sui parametri chiave di un modello macroeconomico nel breve come nel lungo periodo? Con riferimento al punto (a), un importante *paper* di Eggertson, Ferraro e Raffo (2014) ha mostrato (utilizzando un modello DSGE di tipo New Keynesian standard) che se un'economia si trova allo ZLB qualsiasi politica che porti alla (o accentui la) deflazione, facendo perciò aumentare il tasso di interesse reale, ha effetti negativi sulla domanda di consumi e di investimenti, con ulteriori effetti depressivi, potenzialmente accentuati dalla depressione delle aspettative. E questo anche (e anzi soprattutto) se i soggetti economici compiono scelte intertemporali e formano le loro aspettative in modo razionale. Peggio ancora andrebbero le cose se i soggetti economici dovessero aspettarsi che i governanti (spaventati dalle resistenze dei gruppi di interesse ostili) potrebbero scegliere di fermare il processo riformatore o addirittura tornare indietro.

Agli argomenti appena accennati, hanno provato a rispondere gli economisti della Commissione europea, utilizzando il modello QUEST, cioè un modello assai più "grande" di quello utilizzato da Eggertsson, Ferrero e Raffo (2014), ma sempre di tipo DSGE con rigidità nominali New Keynesian. Una sintesi è presentata da Vogel (2014). Senza qui entrare nei dettagli, è possibile dire che,

¹¹ Un aumento *permanente* del tasso di crescita essendo garantito solo dall'accelerazione del progresso tecnologico e/o dall'accelerazione dell'accumulazione dei fattori produttivi.

secondo Vogel (2014), l'effetto negativo di riforme deflazioniste, in presenza di ZLB, è limitato al primo anno e comunque è di dimensione assai minore di quello stimato da Eggertsson, Ferrero e Raffo (2014). Ciò essenzialmente grazie a una forte spinta proveniente dalla fiducia sull'aumento futuro del reddito che le riforme creerebbero nelle banche che farebbero aumentare il credito e ridurre i tassi sui prestiti, contrastando l'aumento dei tassi reali e quindi spingendo imprenditori e consumatori ad aumentare le spese per consumi e investimenti fin da subito, nonostante tassi di interesse reali positivi. Inoltre, la presenza di soggetti con vincoli di liquidità, che non riducono il proprio consumo se il tasso di interesse reale aumenta, mentre spendono interamente il reddito addizionale derivante dall'aumento delle ore lavorate costituirebbe un argine alla riduzione della spesa nel breve periodo. Infine, il modello della Commissione attribuisce (come c'era da aspettarsi) un peso assai rilevante all'effetto positivo delle riforme sulle esportazioni, dovuto all'aumentata competitività anche se le riforme riguardano più i servizi che non entrano negli scambi con l'estero, ma sono input dei prodotti industriali commerciabili.

L'argomentazione di Vogel non è però priva di problemi. Innanzitutto, i meccanismi di trasmissione analizzati appaiono complessivamente incerti. Per esempio, gran parte degli effetti positivi sono messi in moto dal consolidamento di aspettative positive sul futuro andamento del Pil. Ma se gli effetti negativi iniziali mettessero in moto aspettative adattive, il rischio di un avvitamento deflazionistico sarebbe assai maggiore. In secondo luogo, il modello non tiene conto che, parallelamente alle riforme strutturali, opera il consolidamento fiscale. Il combinato disposto delle due politiche, in presenza di un verosimile acceleratore finanziario

che, dall'aumentato valore reale dei debiti dovuto allo shock deflazionistico, innesci un processo di deflazione da debiti e di *deleveraging* tanto delle imprese quanto delle banche, avrebbe l'effetto di far ridurre il credito concesso all'economia e, perciò anche il livello di attività economica (Rannenbergh, Schoder, Strasky, 2014). Anche l'esclusiva concentrazione sul "margine intensivo" (l'aumento delle ore lavorate) può rendere più facile la conclusione ottimista di Vogel (2014) e della Commissione europea che una riduzione del salario reale (innescata dalle riforme) non genera una riduzione di reddito disponibile perché ciascun lavoratore lavora per un numero maggiore di ore. Come cambierebbero le conclusioni se si tenesse conto anche del margine estensivo (cioè che varia il numero degli occupati a parità di ore lavorate)? Qualora l'elasticità dell'occupazione al salario fosse inferiore rispetto all'elasticità delle ore di lavoro al salario orario, non vi sarebbe certezza che una riduzione del salario reale non genererebbe una riduzione del reddito disponibile e, quindi, non sarebbe restrittiva.

Infine, ed è forse la questione più delicata, nei modelli DSGE viene simulato l'effetto di variazioni di parametri cruciali indotti dalle riforme. Per esempio, Vogel (2014) studia gli effetti di una riduzione dell'1% del mark-up e dei salari reali nel settore dei servizi (che non vengono scambiati con l'estero). Ma come vengono "tradotte" complesse riforme ordinarie di natura qualitativa in precise variazioni del mark-up o dei salari (reali, per di più)? Evidentemente, "questa mappatura è affidata alla scelta discrezionale dell'analista" (UPB, 2014, p. 18). "Un'altra rilevante difficoltà – secondo l'Ufficio Parlamentare di Bilancio – è quella di prevedere i tempi di attuazione delle riforme stesse, soprattutto perché questi interventi comportano generalmente non solo



l'approvazione di atti legislativi ma anche la messa a punto di regolamenti e atti amministrativi. Mentre questo problema è meno rilevante per la stima dell'impatto delle riforme nel lungo periodo, per le previsioni di breve-medio periodo l'incertezza sui tempi di attuazione delle riforme svolge un ruolo fondamentale" (UPB, 2014, p. 18).

La ricerca empirica sull'impatto delle riforme strutturali non è più unanimemente entusiasta. Un ampio studio dell'IMF (2013), per esempio, mostra che gli effetti sono fortemente dipendenti dalla situazione ciclica in cui si trova l'economia esaminata e da qual è il tenore delle politiche monetaria e fiscale in essere. In paesi sottoposti ad aggiustamento fiscale "intenso", le riforme strutturali non risultano avere un grande effetto di riduzione della fatica dovuta all'aggiustamento e della durata temporale dell'austerità (che viene stimata in oltre un decennio). La spiegazione proposta da questo studio fa nuovamente riferimento all'output gap. In effetti, se il governo taglia la domanda aggregata (con le manovre fiscali restrittive) e spinge l'offerta aggregata, il gap si amplia. Perciò l'eccesso di capacità che affligge le imprese si amplia e si prolunga nel tempo. Come già accennato, questo va contro il dogma delle aspettative razionali: se gli imprenditori si aspettano di avere più capacità produttiva inutilizzata, perché dovrebbero espandere la capacità proprio ora? Il che significa che politiche dal lato dell'offerta (quali sono le riforme strutturali) senza contemporanee politiche espansive dal lato della domanda possono avvatarsi su se stesse con risultati negativi

5. Riforme istituzionali per nuove politiche economiche

La governance macroeconomica europea, nata a Maastricht e perfezionata tra Berlino, Bruxelles e

Francoforte, era fondata su pilastri (regole ed istituzionali) che si sono dimostrati tutt'altro che solidi. Insistere su quei pilastri, sulle quelle storie pseudo-morali, sulla politica dei compiti a casa e della responsabilità nazionale non serve a costruire un'Unione più solida e, soprattutto a uscire stabilmente dalla recessione.

È vero che il 21 gennaio 2015 è stato lanciato il Quantitative Easing da parte della BCE. È vero che l'avvocato generale presso la Corte di Giustizia europea ha affermato la compatibilità de QE con i trattati, ma certo il Presidente Draghi ha dovuto e dovrà tener conto delle posizioni della Corte Costituzionale tedesca. Già il fatto che gli acquisti di titoli rimarranno (per l'80%) sui bilanci delle banche centrali nazionali è il segno di un compromesso volto a rassicurare i giudici di Karlsruhe. È vero che nel novembre del 2014 la Commissione presieduta da Juncker ha lanciato un programma di investimenti il cui impatto principale è forse il messaggio che, in linea di principio, è possibile costituire un pool di risorse europee da spendere senza che vengano conteggiate nelle procedure per deficit eccessivi¹². È vero che la "flessibilità" richiesta da Italia e Francia circa il timing per l'applicazione delle regole del fiscal compact non è più un tabù assoluto. Ma la pro-ciclicità delle regole è ancora in piedi e c'è il rischio che si complichino ancora introducendo una qualche (necessariamente arbitraria) regola riguardante lo stadio di avanzamento e l'efficacia delle riforme strutturali.

Insomma, si intravedono i germogli di un cambiamento di regime e il declino dell'austerità come dottrina accettata e santificata, almeno fuori dalla Germania e dal "blocco tedesco". Tuttavia quella dottrina non è morta. Eppure è ormai

¹² Ma ci sono forti dubbi che il piano consista in qualcosa di più che un gioco di specchi e segnali di fumo: Daniel Gros, <http://www.ceps.eu/node/9839/>.

evidente che dalla crisi non si esce in modo vigoroso solo con il QE e le riforme strutturali. Come ha detto il Presidente della BCE Draghi a Jackson Hole, il sentiero di una ripresa soddisfacente verrà imboccato solo se si realizzerà un coordinamento fiscale e monetario nell'Eurozona e se lo stimolo fiscale necessario verrà coordinato tra i vari paesi attraverso Bruxelles.

L'urgenza della situazione non consente di aspettare la realizzazione degli Stati Uniti d'Europa per trovare rimedio all'asimmetria tra una politica monetaria unica e 18 politiche fiscali indipendenti, legate solo da regole e punizioni sui saldi. Certamente esiste un deficit di democrazia delle istituzioni europee e certamente un ben disegnato federalismo fiscale europeo sarebbe la soluzione Pareto-dominante (Baglioni, Boitani, Bordignon, 2015). Tuttavia è anche una soluzione al momento fuori portata. Perciò è raccomandabile (Boitani, Tamborini, 2015) cominciare a fare qualche passo in quella direzione, cominciando l'istituzione di un comitato dell'Eurozona per la politica fiscale, una sorta di Ecofin 2.0 - con un chiaro mandato politico sancito dai parlamenti nazionali e un sistema di votazione a maggioranza - per il coordinamento delle politiche fiscali per stabilizzare il ciclo economico e proteggere l'area euro dalle violente oscillazioni dei mercati finanziari¹³.

In questo contesto, si potrebbe: 1) avviare la revisione delle regole pro-cicliche attualmente in

vigore in materia di politica fiscale, per passare a un monitoraggio diretto della sostenibilità di lungo termine dei debiti sovrani; 2) cominciare a trasferire alcune competenze nazionali di spesa (e le relative entrate) a livello di Ecofin con 2.0 (sotto il controllo del Parlamento Europeo), per esempio, gli investimenti infrastrutturali sovranazionali e gli stabilizzatori automatici come i sussidi di disoccupazione; 3) riallineare le competenze (e gli statuti) della BCE a quelli standard delle banche centrali del mondo sviluppato, rimuovendo divieti inapplicabili quando rischiano di minare la stabilità del sistema monetario e finanziario e stabilendo che la BCE debba esercitare la vigilanza macro-prudenziale sul sistema bancario (oltre che quella micro-prudenziale), cioè debba tenere conto pienamente del rischio sistemico.

Certo si tratta di riforme istituzionali abbastanza profonde, ma chi ha detto che da una crisi che dura ormai da sette anni si possa uscire con i pannicelli caldi?

Bibliografia

Allen C. (2004), "Ordo-Liberalism trumps Keynesianism: Economic Policy in the Federal Republic of Germany and the EU", in H. Moss (a cura di), *Monetary Union in Crisis*, London, Palgrave Macmillan,
http://www.academia.edu/5785432/Monetary_Union_in_Crisis_The_European_Union_as_a_Neo-liberal_Construction.

Baglioni A., Boitani A., Bordignon M. (2015), "Labor Mobility and Fiscal Policy in a Currency Union", *CESifo Working Paper No. 5159*, January 2015,
https://www.cesifo-group.de/ifoHome/publications/working-papers/CESifoWP.html?CESifoWP.query=*&CESif

¹³ Per una proposta simile si veda Guiso, Morelli (2014). L'introduzione del voto a maggioranza non garantirebbe dalla possibile divergenza di interessi tra blocco tedesco e altri paesi rappresentati nell'Ecofin 2.0 ma, come accade nel *board* della BCE nessuno avrebbe potere di veto e quindi esisterebbe lo spazio per la *moral suasion* nelle trattative al fine di raggiungere la maggioranza dei voti su qualsiasi delibera.



[oWP.facet_author=Bordignon,+Massimo&CESifoWP.facet_publishYear=2015.](#)

Ball L. (2014), “Long-term damage from the Great Recession in OECD countries”, NBER Working Paper, No 20185, <http://www.nber.org/papers/w20185>.

Bastasin C. (2014), “Defending the Wolf. The Useful Contradiction of the Bundesbank”, SEP Policy Brief, LUISS Guido Carli, Rome, n.1, <http://sep.luiss.it/brief/2014/05/19/carlo-bastasin-defending-wolf-useful-contradiction-bundesbank>.

Blanchard O., Giavazzi F. (2002), “Current Account Deficits in the Euro Area: The End of the Feldstein-Horioka Puzzle?”, *Brookings Papers on Economic Activity*, n. 2.

Boitani A., Landi L. (2014a), “Regole europee: la lunga strada per uscire dalla stupidità”, 27.06.2014, <http://www.lavoce.info/archives/20661/regole-europee-bilancio-psc-output-gap/>.

Boitani A., Landi L. (2014b), “Oltre i soliti sospetti”, 21.08.2014, <http://www.lavoce.info/archives/29444/austerity-effetti-indesiderati/>.

Boitani A., Tamborini R. (2015), “Fiscal policy coordination. A necessary step for the Eurozone recovery”, SEP-LUISS Working Paper 1/2015, <http://sep.luiss.it/research/working-papers/2015/03/03/aboitani-rtamborini-fiscal-policy-coordination-necessary-step-eur>.

Buti M., Carnot N. (2015), “What is a ‘responsible’ fiscal policy today for Europe”, 24.02.2015, <http://www.voxeu.org/article/defining-responsible-fiscal-policy-europe>.

Cottarelli C. (2015), “Il metodo conta: crescita potenziale e regole fiscali”, 03.03.2015,

<http://www.lavoce.info/archives/33405/metodo-conta-crescita-potenziale-regole-fiscali/>.

De Grauwe P. (2013), “Design Failures in the Eurozone. Can They Be Fixed?”, LSE-European Institute, 'Europe in Question' Discussion Papers Series, n. 57, <http://www.lse.ac.uk/europeanInstitute/LEQS/LEQSPaper57.pdf>.

De Nardis S. (2015a), “Insidie petrolifere”, Nomisma, Scenario, 16 Gennaio, <http://www.nomisma.it/index.php/it/newsletter/scenari/item/745-16-gennaio-2015-insidie-petrolifere>.

De Nardis S. (2015b), “Ripresa con squilibri”, Nomisma, Scenario 13 Marzo, <http://www.nomisma.it/index.php/it/newsletter/scenari/item/785-13-marzo-2015-ripresa-con-squilibri>.

Fioramanti M., Padriani F., Pollastri C. (2015), “La stima del Pil potenziale e dell’*output gap*: analisi di alcune criticità”, Ufficio Parlamentare di Bilancio, Roma, *Nota di lavoro* No. 1/gennaio 2015. http://www.upbilancio.it/wp-content/uploads/2015/02/Nota-di-lavoro-n_1.pdf.

Eggertson G., Ferrero A., Raffo A. (2014), “Can structural reforms help Europe”, *Journal of Monetary Economics*, 61, 2-22.

Gechert S., Rannenberg A. (2014), “Are fiscal multipliers regime-dependent? A meta regression analysis”, IMK Working Paper, No. 139, September 2014, http://www.boeckler.de/imk_5279.htm?produkt=HBS-005937&chunk=1&jahr.

Gechert S., Hallett A.H., Rannenberg A. (2015), “Fiscal multipliers in downturns and the effects of Eurozone consolidation”, CEPR Policy Insight, No. 79,

- February 2015, http://www.cepr.org/sites/default/files/policy_insights/PolicyInsight79.pdf.
- Giavazzi F., Spaventa L. (2010), “Why the Current Account May Matter in a Monetary Union”, paper presented at the conference: *The Euro Area and the Financial Crisis*, Bratislava, September.
- Guiso L., Morelli M. (2014), “Fixing Europe in the Short and Long Run: The European Federal Institute”, *VoxEU*, November 3, <http://www.voxeu.org/article/fixing-europe-short-and-long-run-proposal>.
- IMF (2013) “Fiscal Consolidation in the Euro Area: How Much Can Structural Reforms Ease the Pain?”, Working Papers, No. 13/211, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2013/wp13211.pdf>.
- Landi L. (2015), “I saldi strutturali nell’ambito delle nuove regole europee”, LUISS-Fondazione Visentini, 17 marzo 2015.
- Manasse P. (2015), “Debt sustainability and economic convergence of euro-area member states: Challenges and Solutions”, IPOL-EGOV, European Parliament, http://www.europarl.europa.eu/thinktank/it/document.html?reference=IPOL_IDA%282015%29542645.
- Rannenberg A., Schoder C., Strasky J. (2014), “The macroeconomic effects of the European Monetary Union’s fiscal consolidation from 2011 to 2013: A quantitative assessment”, Macroeconomic Policy Institute, IMK, <https://drive.google.com/file/d/0Bxj4h79w1iaHUmFzUUtVbXc0STg/edit?pli=1>.
- Sinn H. W. (2014), *The Euro Trap*, Oxford, Oxford University Press.
- Tamborini R. (2014), “Transatlantic Austerity, 2010-13. A Comparative Assessment”, forthcoming in Paganetto L. (ed.), *Anaemic Europe - How to Achieve Dynamism and Mass Flourishing*, Wien, Springer, <http://sep.luiss.it/research/working-papers/2014/07/24/rtamborini-transatlantic-austerity-2010-13-comparative-assessment>.
- UPB (2014), *Rapporto sulla politica di bilancio 2014*, Ufficio Parlamentare di Bilancio, Roma, novembre 2014, http://www.upbilancio.it/wp-content/uploads/2014/12/Rapporto_novembre-2014_per-sito.pdf.
- Vaciago G. (2015), *Un’anima per l’Europa*, Bologna, Il Mulino.
- Vogel L., (2012), “Structural reforms, fiscal consolidation and external rebalancing in monetary union: A model-based analysis”, *Economic Modelling*, 29, 1286-1298.
- Vogel L. (2014), “Are structural reforms contractionary at the zero bound?”, *Intereconomics*, vol. 49, No. 6, novembre/dicembre 2014, <http://www.intereconomics.eu/archive/year/2014/6/crisis-induced-fiscal-restructuring-in-europe/search/Vogel/0/>.
- Wren-Lewis S. (2014), “The Eurozone Scandal”, 29.12.2014, <http://mainlymacro.blogspot.it/2014/12/the-eurozone-scandal.html>.
- Wren-Lewis S. (2015), “Eurozone fiscal policy: still not getting it”, 01.03.2015, <http://mainlymacro.blogspot.it/2015/03/eurozone-fiscal-policy-still-not.html>.



4. L'EVOLUZIONE DEL CREDITO DELLE BANCHE SOTTOPOSTE AD AQR NEL RECENTE CICLO ECONOMICO (2006-2013)♦

Introduzione

Nel corso dell'ultimo decennio i principali paesi industriali hanno visto avvicinarsi una fase di forte espansione del credito bancario e un forte rallentamento dell'offerta accompagnato da una sostenuta crescita delle esposizioni a rischio. Un simile andamento è stato verificato anche con riferimento a passati cicli economici e in aree geografiche diverse dall'Europa (Laeven e Majnoni, 2003; Salas e Saurina 2002). Tali evidenze suggeriscono un andamento ciclico dell'offerta di credito e del rischio di credito, in base al quale la crescita dei prestiti in una fase espansiva determina, nella successiva fase di recessione, un peggioramento della qualità del portafoglio prestiti e la conseguente erosione del patrimonio che, dati i vincoli regolamentari, costituisce a sua volta un ostacolo alla concessione di nuovi prestiti o addirittura al mantenimento di quelli erogati. Questa interpretazione dei fatti considera l'andamento del credito bancario a livello aggregato e individua nelle condizioni macroeconomiche le principali determinanti sia dell'offerta sia del rischio di credito. La maggiore o minore disponibilità di credito e il più elevato o basso livello di rischio sarebbero in altri termini il risultato di aspetti macroeconomici e cioè dell'alternanza di cicli positivi e negativi.

Con riferimento al periodo 1990-2005 e alle sole banche italiane Marcucci e Quagliariello (2009) trovano che il livello di rischio – espresso dal rapporto tra il flusso di nuove sofferenze in un trimestre sul totale dei prestiti in bonis alla fine del trimestre precedente – aumenta in modo esponenzia-

le nelle fasi negative del ciclo economico. Questo risultato avalla l'ipotesi della prociclicità dell'offerta di credito e dell'anticiclicità del rischio di credito. Tuttavia gli autori evidenziano anche che l'aumento del rischio registrato nelle fasi di recessione economica risulta molto più elevata per le banche strutturalmente caratterizzate da maggiori livelli di rischio, che subiscono un aumento delle sofferenze tre volte superiore a quello subito dalle banche meno rischiose. Ciò suggerisce che il rischio di credito possa dipendere anche da altri fattori oltre a quelli macroeconomici.

L'incremento del rischio di credito nei portafogli bancari può infatti derivare, indipendentemente dal ciclo economico attraversato, da politiche di espansione dei crediti attuate dalle banche. Una forte crescita dei prestiti si accompagna spesso a criteri più laschi di selezione della clientela, conducendo successivamente a un deterioramento della qualità del credito. Foos et al. (2010), con riferimento a un campione di banche di 16 paesi (Europa, America e Asia) e al periodo 1997-2007, trovano che al termine di ciascun anno il rischio di credito – approssimato dall'entità delle rettifiche per perdite su crediti – è tanto più elevato quanto maggiore è il tasso di crescita dei prestiti rilevato 2 o 3 anni prima. Indipendentemente dall'andamento del ciclo economico, le banche più dinamiche sarebbero pertanto destinate a subire un più forte deterioramento del credito circa 2-3 anni dopo l'espansione del loro portafoglio prestiti.

Sia che l'andamento del rischio di credito dipenda dal ciclo economico e/o dal grado di dinamismo delle pregresse politiche di credito è tuttavia possibile che il comportamento delle singole banche non sia omogeneo, soprattutto in termini di gestione del rischio e in particolare di selezione e monitoraggio dei prenditori. Grazie alla loro maggiore capacità di valutare il rischio, anche in fasi

♦ A cura di Paola Bongini, Doriana Cucinelli, Maria Luisa Di Battista, Laura Nieri.



economiche avverse talune banche potrebbero infatti riuscire a contenere il rischio assunto, pur avendo erogato molto credito in passato, e ciò consentirebbe loro di continuare a perseguire politiche di offerta di credito espansive nonostante il peggioramento del quadro economico congiunturale.

Con riferimento alle banche italiane Di Battista e Nieri (2012) hanno individuato comportamenti diversificati nonostante il generale rallentamento del credito bancario a livello aggregato, successivamente allo scoppio della crisi finanziaria internazionale. I fattori da cui dipende questa eterogeneità sono da ricercarsi nelle condizioni di bilancio delle singole banche, segnatamente nel grado di liquidità e di patrimonializzazione, nel modello di business e nella dimensione. In aggiunta a tali evidenze, Del Prete et al. (2013) hanno verificato che nel periodo 2008-2010 le banche italiane che hanno mantenuto più elevati tassi di crescita dei prestiti sono quelle che, coerentemente con un approccio di relationship banking, hanno delegato un maggiore potere decisionale ai direttori di filiale e hanno fatto meno affidamento su modelli automatici di valutazione del rischio.

Limitandoci a queste evidenze si potrebbe concludere che le banche 'più virtuose' hanno potuto offrire un maggiore sostegno all'economia reale continuando a erogare credito alla propria clientela. Tali banche si caratterizzavano per: i) un modello di business fortemente orientato all'intermediazione creditizia tradizionale; ii) buoni livelli di liquidità e di patrimonializzazione nonostante la crisi dei mercati finanziari internazionali e iii) un modello organizzativo fondato su relazioni di clientela e quindi in grado di offrire un più ampio quadro informativo sui prenditori, condizione necessaria per selezionare più accuratamente la clientela prenditrice.

Il presente capitolo si propone di analizzare le politiche di offerta di credito di un campione di ban-

che europee che nel corso del 2014 sono state sottoposte al Comprehensive Assessment e in particolare all'Asset Quality Review (AQR) condotto dalla BCE. Ci proponiamo di verificare se la maggiore disponibilità da parte di talune banche a erogare credito in fasi negative del ciclo economico si è rivelata una scelta sostenibile anche di fronte al perdurare della crisi economica o se invece si è tradotta in una maggiore rischiosità per le banche più dinamiche. In altri termini vogliamo comprendere se anche di fronte a profonde fasi recessive alcune banche si distinguono per una più efficace valutazione del rischio di credito e quindi per una più efficiente allocazione delle risorse finanziarie diventate via via più scarse. In tal modo desideriamo contribuire alla conoscenza della relazione tra crescita del credito e assunzione di rischio da parte della banca,

1. Caratteristiche del campione

Il campione su cui si concentra l'analisi è composto da 96 delle 130 banche europee sottoposte all'Asset Quality Review (AQR) nel corso del 2014, 85 delle quali sono successivamente rientrate nell'ambito del Single Supervisory Mechanism (SSM). Il campione, pertanto, è rappresentativo delle banche europee di dimensioni maggiori e/o di maggior rilevanza nei singoli paesi di origine¹. Il campione è composto da 44 banche quotate e da 52 banche non quotate o delistate, che si suddividono in 11 banche capogruppo; 48 banche com-

¹ Sono state sottoposte a AQR le istituzioni bancarie per le quali era rispettato almeno uno dei seguenti criteri: valore totale degli asset superiore a 30 miliardi di euro; rapporto tra attivo totale e Pil del paese superiore al 20%, a meno che il valore totale delle attività non fosse inferiore ai 5 miliardi di euro; essere uno dei tre istituti di credito più grandi del paese sottoposto a SSM, indipendentemente dal valore del proprio attivo (Fonte: BCE, 2014). Dalle 130 banche europee sottoposte a AQR sono state eliminate 19 banche che non svolgono strettamente attività creditizia e 15 banche per le quali nel data base utilizzato non sono presenti per l'intero periodo esaminato i dati di bilancio.



merciali; 19 banche cooperative²; 8 casse di risparmio; 2 società finanziarie (carte di credito, factoring & leasing); 4 banche di investimento; 4 banche specializzate nel credito immobiliare.

Complessivamente le banche analizzate sono rappresentative, in termini di totale attivo a fine 2013, dell'81% delle banche sottoposte a AQR e di circa il 71% di quelle facenti parte del SSM. Rispetto al sistema bancario europeo, il campione analizzato rappresenta circa il 60% del totale attivo³.

Le elaborazioni si basano su dati di fonte Bankscope relativi al bilancio consolidato e ciò coerentemente con l'approccio seguito da BCE che nello svolgimento dell'AQR si è infatti focalizzata sul più elevato livello di consolidamento. Il periodo analizzato è quello ricompreso tra il 2006 e il 2013. La TAB. 1 descrive il campione, indicando per ciascun paese la numerosità delle banche e i valori medi alla fine del 2013 di alcune poste di stato patrimoniale e di alcuni indici di bilancio. In particolare la tabella riporta il totale attivo quale indicazione della dimensione media delle banche; il rapporto tra crediti lordi a clientela ordinaria e totale attivo e tra depositi da clientela e passività totali, quali indicatori del modello di business della banca; i crediti deteriorati netti sul totale dei crediti lordi, quale misura della qualità del portafoglio crediti; infine, il patrimonio netto sul totale dell'attivo come indice di solvibilità.

Nel complesso i dati mostrano che le banche sottoposte all'AQR e/o al SSM presentano caratteristiche dimensionali e operative piuttosto diverse. Tali diversità non sono peraltro completamente dovute alle specificità del paese di origine, come potrebbe apparire dai dati medi riportati in tabella: anche all'interno dei singoli paesi si riscontra una significativa variabilità tra le banche del campione

come emerge dai valori minimi e massimi. I dati medi per paese, pur dovendo essere interpretati con la cautela imposta da tale disomogeneità, forniscono tuttavia indicazioni utili a sintetizzare le caratteristiche delle banche che vengono considerate rilevanti a livello europeo.

In termini dimensionali, le banche che presentano un totale attivo medio più elevato sono quelle francesi, seguite da quelle olandesi, spagnole e tedesche. Per contro le banche dell'Europa dell'Est (Estonia, Lituania, Lettonia, Slovacchia), ma anche quelle maltesi, slovene, lussemburghesi e cipriote mostrano una dimensione media significativamente più bassa.

Se prendiamo in considerazione la specializzazione operativa, le banche maggiormente orientate all'attività di intermediazione creditizia verso la clientela sono quelle estoni, greche, lituane e irlandesi, le quali mostrano un'incidenza dei crediti lordi a clientela sul totale dell'attivo superiore al 70% e di gran lunga maggiore rispetto alla media del campione (60,46%). Le banche che mostrano, invece, un minor orientamento all'attività creditizia sono quelle lussemburghesi e olandesi le quali evidenziano un rapporto inferiore al 45%. Le restanti banche dei diversi paesi europei considerati nell'analisi mostrano invece un rapporto compreso tra 50 e 70%.

Con riferimento al rapporto tra depositi dei clienti e passività totali, indice che ci permette di indicare il maggiore o minore orientamento delle politiche di raccolta verso il mercato retail, le banche che presentano un indice più elevato sono quelle maltesi, seguite da quelle dell'Est Europa e del Lussemburgo; mentre le banche francesi, belghe e olandesi sono quelle che mostrano un indice più basso rispetto alla media del campione. Queste indicazioni sono peraltro in linea con la minore propensione delle banche di questi paesi a svolgere attività creditizia.

² All'interno di tale categoria rientrano anche le banche popolari.

³ Dati BCE: Consolidated banking data, 2013.

www.ecb.europa.eu



TAB. 1 - Descrizione del campione (valori al 31-12-2013)

Paesi	BANCHE		TOTALE ATTIVO (mln. Euro)			CREDITI LORDI A CLIENTELA/ TOTALE ATTIVO^ %			DEPOSITI DA CLIENTELA/ PASSIVITÀ TOTALI %			PATRIMONIO NETTO/ TOTALE ATTIVO %		
	Numero Banche	di cui sottoposte a SSM	Me- dia	Mi- nimo	Mas- simo	Media	Minimo	Massimo	Me- dia	Mini- mo	Massi- mo	Me- dia	Mi- nimo	Mas- simo
Austria	5	5	86.92 1	20.90 4	199.87 6	50,47	33,88	63,89	39,46	11,03	66,28	7,76	5,84	9,46
Belgio	4	4	170.9 76	36.88 6	241.30 6	52,06	47,84	58,31	33,62	3,92	49,79	3,39	1,78	6,02
Cipro	3	3	13.41 7	3.524	30.342	65,87	40,66	88,14	79,59	54,22	96,18	7,62	6,25	9,00
Germania	13	10	244.4 48	13.44 4	1.611.4 00	58,27	23,72	90,52	40,11	2,12	80,42	5,64	2,56	14,92
Estonia	2	2	6.687	4.443	8.932	78,12	69,21	87,04	78,99	74,26	83,72	19,3 1	17,44	21,18
Spagna	11	10	263.7 25	44.54 7	1.115.6 38	64,40	48,34	80,51	55,02	35,63	66,79	6,16	3,56	8,09
Finlandia	3	3	144.1 41	26.68 0	304.76 1	59,77	37,60	73,68	49,27	27,40	66,26	6,57	3,12	8,93
Francia	9	7	688.2 53	25.11 7	1.800.1 39	48,24	16,85	92,38	29,82	6,11	84,97	6,90	2,60	14,48
Grecia	4	4	88.55 6	73.69 7	110.93 0	76,37	68,60	85,19	61,17	54,84	65,03	8,39	5,83	11,35

Irlanda	5	4	123.4 52	35.37 5	294.40 9	70,93	3,66	121,83	45,95	2,66	62,56	7,28	2,04	13,12
Italia	15	13	157.8 58	27.19 9	845.83 8	65,65	25,44	81,89	42,70	6,34	76,40	6,70	3,10	9,54
Lituania	3	1	5.308	3.460	6.816	75,83	71,10	82,69	71,42	59,31	91,93	13,3 0	11,03	16,89
Lussemburgo	2	2	25.29 5	9.875	40.714	29,26	16,50	42,03	77,29	67,14	87,44	7,30	5,46	9,14
Latvia	3	3	4.213	3.316	5.053	53,58	24,13	68,36	78,15	55,31	90,62	12,0 4	5,71	20,20
Malta	2	2	6.490	5.722	7.258	55,52	52,06	58,98	89,18	85,27	93,10	7,67	7,39	7,95
Olanda	4	4	479.7 86	39.80 8	1.080.6 24	42,88	9,99	67,30	36,73	11,17	51,72	5,46	3,61	7,39
Portogallo	3	3	79.22 3	42.70 0	112.96 3	67,48	62,99	73,44	63,63	62,16	64,40	5,14	4,00	6,04
Slovenia	2	2	8.650	4.811	12.490	64,58	58,65	70,50	72,97	72,33	73,60	10,9 1	10,18	11,64
R. Slovacca	3	3	10.90 8	9.469	11.699	67,39	64,22	69,47	82,41	77,02	87,34	11,2 2	10,70	11,94
Totale – Me- dia	96	85	202.8 58	3.316	1.800.1 39	60,46	3,66	121,83	51,15	2,66	93,10	7,37	2,04	21,18

Fonte: elaborazione degli autori su dati Bankscope

^ Si precisa che nel totale delle attività di bilancio, posto al denominatore di questo indicatore, i crediti vengono considerati al netto delle rettifiche, mentre il numeratore esprime i crediti lordi. In presenza di rettifiche molto elevate e di una consistente attività di intermediazione creditizia è pertanto possibile che l'indicatore assuma valori superiori al 100%.

Un elemento di differenziazione tra le banche dei diversi paesi europei è rappresentato dal livello di rischio di credito, approssimato dal rapporto tra crediti deteriorati e totale dei crediti lordi a clientela. Al termine del 2013, le banche che presentano il maggior livello di rischio di credito sono le stesse banche che svolgono in modo più consistente attività di intermediazione creditizia (in particolare le banche greche e irlandesi che mostrano valori superiori al 30%). Le banche lituane ed estoni fanno, in questo caso, eccezione, in quanto a fronte di una forte attività creditizia, mostrano un livello di crediti deteriorati basso, addirittura inferiore alla media del campione. Le banche del Nord Europa e dell'Europa Continentale, quali Germania e Francia, mostrano livelli di rischio di credito contenuti e ben al di sotto della media del campione seppure a fronte di una incidenza dei prestiti sul totale attivo inferiore alla media. Nell'utilizzare l'incidenza dei crediti deteriorati sul portafoglio crediti quale indicatore di rischio di una banca bisogna tuttavia tenere presente che alcune banche del campione, nel corso del periodo analizzato, hanno ceduto a una "bad bank" le proprie posizioni deteriorate⁴, inficiando così la significatività del rapporto in questione.

Infine, i dati indicano che le banche con un miglior indice di solvibilità (patrimonio netto su totale attivo) sono, ancora una volta, le banche dell'Est Europa (Estonia, Lituania, Lettonia, Slovacchia e Slovenia); mentre le banche che mostrano valori decisamente inferiori alla media del campione (7,37%) sono quelle belghe, tedesche, olandesi e portoghesi (tutte con un equity ratio inferiore al 6%).

2. L'andamento del credito e del rischio

Il presente paragrafo si propone di fornire una dettagliata panoramica delle politiche creditizie e del rischio di credito, approfondita per aree geografiche e per categorie istituzionali. Tali informazioni sono ancillari all'analisi della relazione tra tali politiche e rischiosità, patrimonializzazione e redditività delle banche, contenuta nel paragrafo successivo.

2.1 Il credito

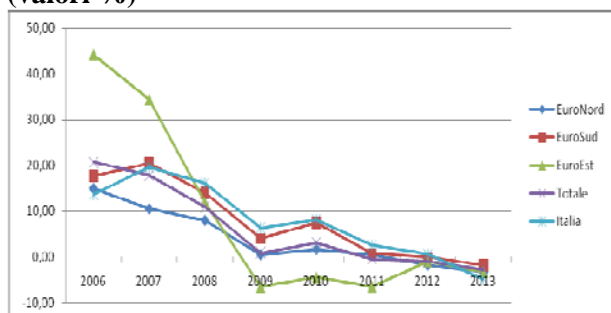
Al fine di analizzare le politiche di credito delle banche del campione ci si è concentrati sul totale dei crediti concessi a clientela ordinaria al lordo delle rettifiche. La Figura 1 evidenzia come, già a partire dal 2006, l'andamento dei crediti alla clientela (famiglie e imprese) fosse in netto calo rispetto agli anni precedenti. Tuttavia, la decrescita maggiore si registra tra il 2008 e il 2009, anno in cui si passa da un tasso di crescita del 11% circa ad un valore prossimo allo zero (0,90%)⁵.

Il 2010 ha rappresentato l'anno in cui pareva che la crisi fosse ormai stata lasciata alle spalle: i crediti lordi a clientela ordinaria, infatti, tornano a crescere (+3%). Tuttavia, tale ripresa è stata solo temporanea. Dall'anno successivo le banche sono tornate a contrarre la propria attività creditizia e, soprattutto a causa dei paesi colpiti dalla crisi dei debiti sovrani, si è registrata una diminuzione dei prestiti bancari che è culminata con un tasso di variazione pari a -2,73% nel 2013.

⁴ Tra queste ricordiamo la Sweden Bank le spagnole Banco Mare Nostrum e Liberbank e l'irlandese Permanent TSB.

⁵ Si ricorda che i tassi riportati sono la media dei tassi di variazione registrati dalle singole banche; essi possono pertanto differire dai dati aggregati diffusi dalla BCE o dalle singole BCN.

FIG. 1 - Tasso di crescita medio dei crediti lordi a clientela ordinaria per aree geografiche (valori %)



Fonte: elaborazione degli autori su dati Bankscope

Il dato medio illustrato nella Figura 1 risulta da tassi di variazione dei crediti che appaiono variegati tra i diversi paesi e risentono altresì di operazioni straordinarie che hanno riguardato talune banche determinando o una marcata riduzione del credito a seguito della cessione di parte dei crediti non performing alle bad bank oppure una forte crescita dovuta a operazioni di acquisizione e fusione tra banche.

Entrando nel dettaglio delle diverse aree europee, possiamo notare come prima del 2009 l'andamento della crescita dei crediti alla clientela ordinaria delle banche delle diverse aree fosse alquanto differenziato: le banche dei paesi del EuroEst⁶ mostrano da subito (2006) un repentina riduzione dell'attività creditizia, per poi attestarsi dal 2009 su valori negativi ma pressoché costanti; anche le banche dei paesi del cosiddetto EuroNord⁷ riducono la propria attività di intermediazione creditizia tra il 2006 e il 2009, mostrando una lieve ripresa nel 2010, per poi continuare a decrescere per tutto il periodo osservato; infine, le banche dell'Europa mediterranea (EuroSud⁸) mo-

⁶ I paesi dell'area EuroEst sono: Estonia, Lettonia, Lituania, Slovenia e Slovacchia.

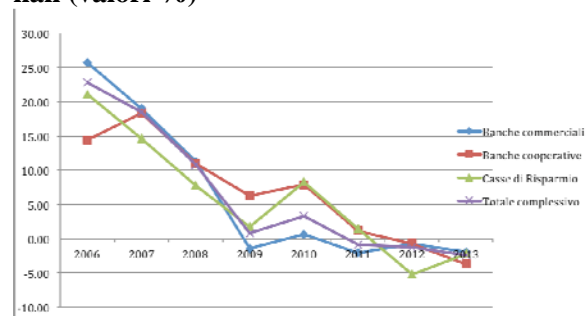
⁷ I paesi dell'area EuroNord sono: Austria, Belgio, Francia, Finlandia, Irlanda, Germania, Lussemburgo e Olanda.

⁸ I paesi dell'area EuroSud sono: Cipro, Spagna, Grecia, Italia, Malta e Portogallo.

strano una tendenza leggermente diversa e più altalenante rispetto al resto del campione. Infatti, tra il 2006 e il 2007 si nota ancora una leggera crescita dei crediti, che poi si riducono tra il 2007 e il 2009, per tornare ad aumentare di più tra il 2009 e il 2010 (anno in cui pareva che la crisi fosse ormai giunta al termine) rispetto alle banche delle altre aree europee e subire una nuova contrazione negli anni successivi, seppur più contenuta rispetto alle altre zone (-1,82% contro il -3,32% dell'EuroNord e il -3,40% del EuroEst nel 2013).

Prendendo in considerazione le diverse categorie istituzionali di banche (FIG. 2), possiamo notare come le banche cooperative si caratterizzano per tassi di crescita dei crediti positivi fino al 2012, ancorché in decelerazione a partire dal 2007. Le casse di risparmio sembrano anticipare di un anno il comportamento delle banche cooperative: diminuzione dei tassi di crescita dei crediti a partire dal 2006 e contrazione dell'offerta già nel corso del 2011. In generale le casse di risparmio evidenziano, nei punti di svolta dell'andamento della variabile analizzata (2010 e 2012), la maggiore variabilità dell'offerta di credito rispetto al resto del sistema. Infine, le banche commerciali presentano tassi di crescita del credito negativi a partire dal 2009; nel 2010, anno di timida ripresa per l'intero sistema bancario, presentano tassi di crescita del credito di fatto prossimi allo zero.

FIG. 2 - Tasso di crescita medio dei crediti lordi a clientela ordinaria per categorie istituzionali (valori %)



Fonte: elaborazione degli autori su dati Bankscope

E' interessante osservare che nel periodo analizzato le banche del campione, che come anticipato coincidono con le banche principali di ogni paese, si caratterizzano per politiche fortemente procicliche e cioè che amplificano le tendenze in atto nel mercato del credito del proprio paese di origine. La misura utilizzata per valutare tale comportamento è il differenziale di crescita dei crediti (abnormal growth rate). Tale misura è stata calcolata come rapporto tra il tasso di crescita annuo dei prestiti della singola banca e il corrispondente tasso di crescita del sistema bancario del paese in cui essa opera⁹

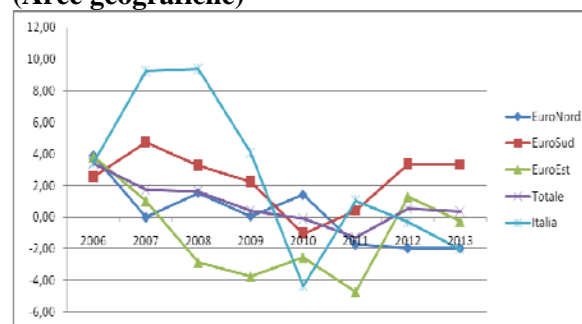
Il differenziale di crescita dei crediti alla clientela ordinaria definisce l'effettivo scostamento del tasso di crescita di ciascuna banca rispetto al paese/paesi in cui opera. Quando il differenziale è inferiore a 0, ciò vuol dire che la banca sta crescendo più lentamente rispetto al sistema bancario del paese/i in cui opera e che sta perdendo quote di mercato. Se l'indicatore è superiore a 0, allora i prestiti della banca crescono più velocemente rispetto al sistema bancario in cui essa opera e ciò significa che la banca sta acquisendo nuove quote di mercato¹⁰.

La pro-ciclicità del comportamento delle banche è messa in evidenza dal differenziale dei crediti (FIG. 3) che è positivo sino al 2009, e successivamente negativo sino al 2012. Un simile anda-

mento suggerisce che nella fase di ciclo economico positivo queste banche hanno accresciuto i portafogli crediti più della media del loro paese, acquisendo così nuove quote di mercato, mentre durante la fase recessiva hanno rallentato l'erogazione di credito più delle altre banche del loro stesso paese.

A partire dal 2012, in concomitanza con le diffuse aspettative di ripresa economica, le banche dell'AQR tornano a mostrare politiche creditizie moderatamente più dinamiche rispetto a quelle delle altre banche del loro paese (+0,59% nel 2012 e +0,39% nel 2013).

FIG. 3 - Differenziale di crescita dei crediti alla clientela ordinaria (valori in %)
(Aree geografiche)



Fonte: elaborazione degli autori su dati Bankscope

Il comportamento più prociclico delle banche maggiori è in realtà differenziato nelle diverse aree europee (si veda la FIG. 3).

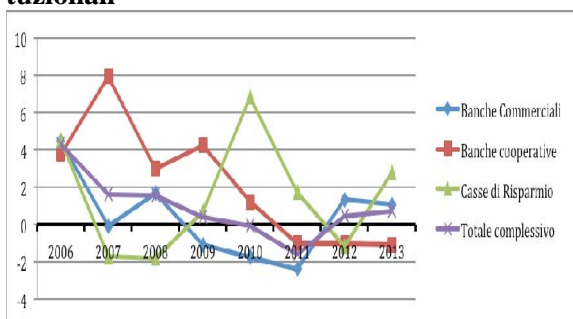
Emerge che le banche dell'Est Europa (EuroEst) hanno ridotto la propria attività di intermediazione creditizia molto di più rispetto alla media dei paesi in cui operano già a partire dal 2007. Solo tra il 2011 e il 2012 l'attività è ripresa per poi allinearsi con i paesi di riferimento nel 2013. Le banche dei paesi dell'Europa Continentale e del Nord (EuroNord) hanno, invece, modificato la propria attività creditizia in modo del tutto altalenante, con decrescite e rialzi alternati di anno in anno, ma mantenendo sempre un tasso di crescita dei crediti lordi al di sopra del valore medio del paese, fino ad at-

⁹ La formula di calcolo del differenziale di crescita dei crediti a clientela ordinaria per ciascuna banca è: $[(1+\text{tasso di variazione dei crediti della banca})/(1+\text{tasso di variazione dei crediti del paese})]-1$. I dati relativi al tasso di variazione dei crediti al settore privato dei singoli paesi è stato ricavato dalle statistiche pubblicate dal Fondo Monetario Internazionale.

¹⁰ Per le banche del campione che rientrano nella lista delle SIFI (Systemically Important Financial Institutions), e cioè le banche che operano intensamente in una pluralità di paesi, al denominatore è stato usato un tasso di variazione calcolato come media dei tassi di variazione dei crediti lordi di ciascun paese in cui la SIFI opera ponderati in base alla percentuale di attività o di crediti erogati dalla singola SIFI in ciascun paese.

testarsi ad un livello inferiore alla media del proprio paese a partire dal 2011 in poi. Infine, le banche dell'Europa mediterranea (EuroSud) mostrano un andamento del differenziale di crescita che si discosta dal comportamento del resto dell'Europa. Esse dapprima (2006-2007) hanno mostrato una crescita dei crediti alla clientela ordinaria in aumento rispetto al paese di riferimento, per poi decrescere fino al 2010 (anni della crisi subprime) e tornare, poi, fortemente a riacquistare quote di mercato dal 2011 in poi, attestandosi a livelli di crescita dei prestiti decisamente al di sopra della media dei paesi in cui operano. L'Italia fa eccezione in questa fase perché le banche italiane del nostro campione, dopo avere attuato una politica fortemente espansiva sino al 2010, perdono quote di mercato significative a partire dal 2011.

FIG. 4 - Differenziale di crescita dei crediti alla clientela ordinaria (valori in %) categorie istituzionali



Fonte: elaborazione degli autori su dati Bankscope

La prociclicità dei comportamenti sottolineata nell'analisi per aree geografiche è tendenzialmente confermata per le banche commerciali e per le banche cooperative (FIG. 4); il differenziale di crescita dei crediti è positivo rispetto alla media del paese di riferimento per tutto il periodo 2006-2010 e risulta negativo durante la fase recessiva. Tuttavia, se le banche commerciali riprendono politiche espansive che consentono loro di acquisire nuove quote di mercato negli anni più recenti (2012-2013), le banche cooperative si attestano su

variazioni delle quote di mercato negative proprio a partire dal 2011. Le casse di risparmio evidenziano, all'opposto, un andamento in controtendenza: riduzione della attività di prestito, rispetto alla media del proprio sistema finanziario, nella prima fase della crisi (2007-2009) e successiva ripresa con la sola eccezione del 2012.

2.2 Il rischio di credito

Per esaminare l'andamento del rischio di credito che le banche del campione hanno assunto nel corso degli anni abbiamo preso in esame diversi indicatori. Prima di affrontare la descrizione e l'analisi di tali variabili, pare opportuno ricordare che, come evidenzia Banca d'Italia (2013), la definizione di crediti deteriorati, sia a livello normativo sia a livello di informativa di bilancio, non è la medesima a livello europeo¹¹, ciò fa sì che tutti gli indicatori che ruotano attorno a tale posta risentano di questa disomogeneità. Tuttavia, si ritiene che, seppure con alcune limitazioni, le variabili considerate forniscono complessivamente indicazioni utili.

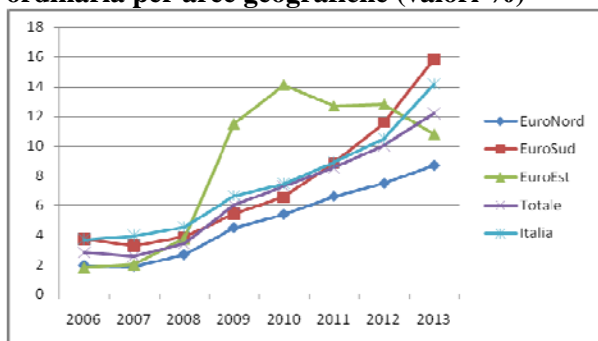
1. *Crediti deteriorati su Totale dei Crediti lordi a clientela*: è una variabile che permette di indagare la qualità del portafoglio prestiti della banca, nonostante risenta di politiche interne (decisioni di cartolarizzazione e/o cessione di crediti deteriorati a band bank) e si presenti scarsamente dinamica e

¹¹ La maggior parte delle banche dei principali paesi europei "non include tra i crediti deteriorati i prestiti non-performing per i quali si prevede, a fronte delle garanzie disponibili, di non registrare perdite in futuro. Le banche italiane seguono invece criteri definiti dalla Banca d'Italia, in conformità con la normativa prudenziale, che individua le esposizioni deteriorate esclusivamente in base al merito creditizio del debitore, anche in presenza di ampie garanzie. Tale criterio, tra i più trasparenti e prudenti nel confronto europeo, accresce il valore dell'NPL ratio e riduce il tasso di copertura delle banche italiane rispetto a quelle estere", Banca d'Italia (2013).

reattiva a causa della sua natura di variabile strutturale.

A livello di campione totale, la variabile mostra, dal 2006, un aumento medio costante nel tempo (FIG. 5). Fanno eccezione le banche dei paesi EuroEst, che mostrano una decrescita dell'indicatore a partire dal 2010, ma tale andamento può essere spiegato dal forte peso delle banche che hanno fatto ricorso alla cessione di crediti deteriorati a "bad bank". Come noto, il rischio risulta più rilevante, soprattutto negli ultimi anni, per le banche dei paesi dell'EuroSud (Grecia, Slovenia e Cipro, seguite poi dall'Italia). Infine, le banche dei paesi EuroNord si attestano (ad eccezione dell'Irlanda) su valori inferiori alla media totale del campione indagato.

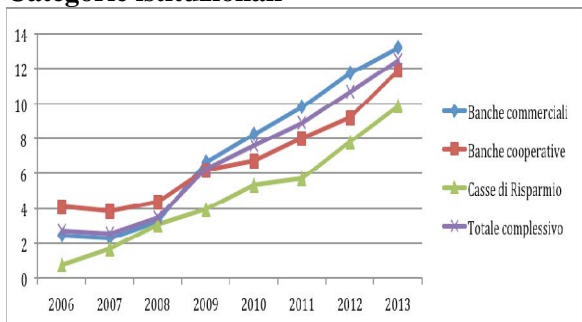
FIG. 5 - Crediti deteriorati/Crediti a clientela ordinaria per aree geografiche (valori %)



Fonte: elaborazione degli autori su dati Bankscope

FIG. 6 - Crediti deteriorati/ Crediti a clientela ordinaria (valori %)

Categorie istituzionali

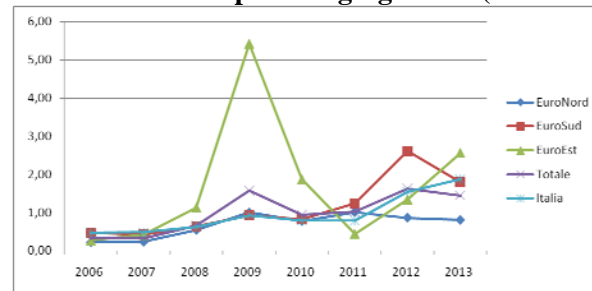


Fonte: elaborazione degli autori su dati Bankscope

A livello di categorie istituzionali (FIG. 6), non si ravvedono grandi differenze nell'andamento della variabile, se non nel livello, strutturalmente più basso per le casse di risparmio (nonostante la maggiore offerta di credito durante la fase recessiva) rispetto a tutte le altre tipologie di intermediari.

2. *Rettifiche su crediti/Crediti a clientela ordinaria*: è una variabile di flusso che può risentire delle diverse politiche di bilancio adottate dalle banche, ma che, tuttavia, permette di superare il limite della scarsa dinamicità riscontrata nella variabile precedente. È il rapporto tra quanto è accantonato a riserva di anno in anno per coprire le eventuali perdite su crediti che potrebbero presentarsi negli anni successivi. Osservando la Figura 7, possiamo confermare che sia a livello di campione totale che a livello di area europea il rischio di credito delle banche è aumentato nel quinquennio osservato (2006-2013).

FIG. 7 - Rettifiche su crediti / Crediti lordi alla clientela ordinaria per aree geografiche (valori %)



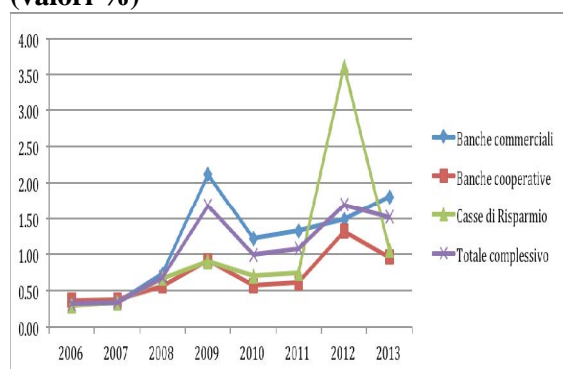
Fonte: elaborazione degli autori su dati Bankscope

Se si effettua un'osservazione più nel dettaglio (FIG. 7), si può notare che le banche dei paesi dell'area EuroEst hanno effettuato la gran parte delle proprie svalutazioni in due diversi periodi: tra il 2008-2009 (con un'impennata dell'indice "svalutazione crediti su crediti alla clientela ordinaria" dal 1,13 al 5,42%) e, successivamente, dal 2011 in avanti; le banche dei paesi dell'Europa

mediterranea, invece, hanno svalutato di più solo nel secondo periodo osservato (tra il 2011 e il 2012). L'Italia presenta un dato molto inferiore a quello medio di area geografica di appartenenza che suggerisce una minore rischiosità delle nostre banche rispetto a quelle greche, spagnole, portoghesi, ecc..

Infine, in controtendenza, le banche dell'EuroNord, in questo secondo periodo, hanno addirittura svalutato meno rispetto alla media del campione.

FIG. 8 - Rettifiche su crediti/Crediti lordi alla clientela ordinaria, per categorie istituzionali (valori %)



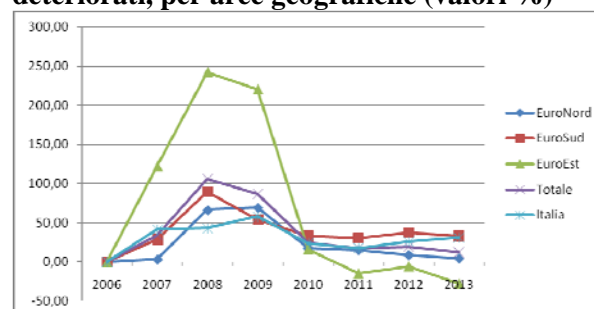
Fonte: elaborazione degli autori su dati Bankscope

Politiche di svalutazione dei prestiti diverse vengono adottate dalle diverse categorie istituzionali di banche. Le banche commerciali procedono ad aumentare in misura molto consistente le rettifiche su crediti sin dall'inizio della crisi finanziaria (2008-9) per mantenere comunque un più elevato livello per l'intero periodo osservato. Banche cooperative e casse di risparmio raggiungono i valori più elevati successivamente al 2011 con un picco per le casse di risparmio nel 2012, periodo nel quale per queste banche si rilevano anche valori negativi del differenziale di crescita dei prestiti.

3. Tassi di crescita dei crediti deteriorati

Nonostante la sua significatività possa essere ridotta da cessioni dei prestiti deteriorati o dal loro stralcio, il tasso di crescita dei crediti deteriorati segnala situazioni di (de)crecente rischio a livello di portafoglio crediti (FIG. 9).

FIG. 9 - Tasso di variazione annuo dei crediti deteriorati, per aree geografiche (valori %)



Fonte: elaborazione degli autori su dati Bankscope

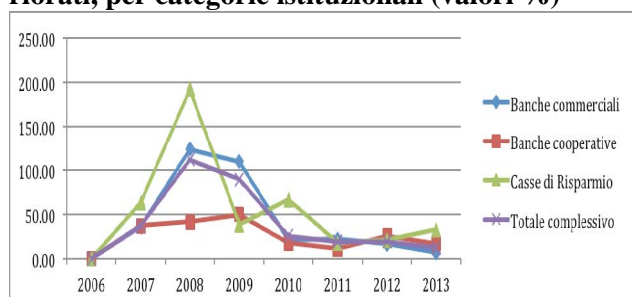
A livello di campione totale si osserva che dopo un forte aumento tra il 2007 e il 2008 (anno che può essere considerato come inizio della crisi finanziaria internazionale), il tasso di crescita dei crediti deteriorati è tornato via via a decrescere fino a posizionarsi su valori costanti dal 2010 in poi.

Di fatto, anche in questo caso, possiamo distinguere due andamenti. Le banche della zona EuroEst hanno inizialmente (2006-2008) subito un aumento, talvolta anche molto pronunciato, ma, successivamente, la crescita dei crediti deteriorati è tornata su livelli più bassi. Al contrario, per le banche della zona EuroSud, i primi segnali di deterioramento dei portafogli si sono avuti all'inizio della crisi dei mutui subprime (2007-2008), per poi continuare dopo il 2009 e perdurare sino al 2013, attestandosi a livelli superiori sia alle banche della zona EuroNord, sia di quelle del EuroEst.

Guardando alle diverse categorie istituzionali (FIG. 10) risulta sino al 2010 un forte incremento dei crediti deteriorati per le banche commerciali e

ancor più per le casse di risparmio e una flessione/stabilizzazione negli anni successivi. Per le banche cooperative si osservano mediamente tassi di crescita più contenuti per tutto il periodo osservato.

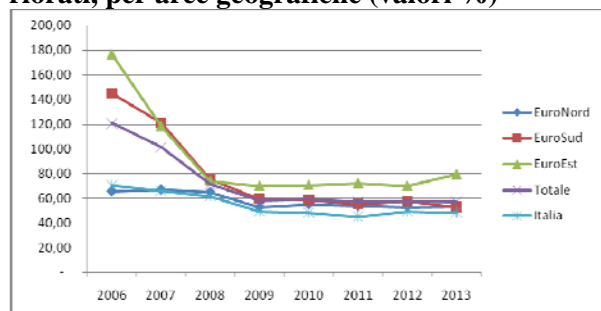
FIG. 10 - Tasso di variazione dei crediti deteriorati, per categorie istituzionali (valori %)



Fonte: elaborazione degli autori su dati Bankscope

4. *Tasso di copertura dei crediti deteriorati.* Questo indicatore esprime la capacità della banca di assorbire le potenziali perdite derivanti dai prestiti non-performing. L'indicatore è espresso come rapporto tra il totale delle rettifiche e l'ammontare dei crediti deteriorati.

FIG. 11 - Tasso di copertura dei crediti deteriorati, per aree geografiche (valori %)



Fonte: elaborazione degli autori su dati Bankscope

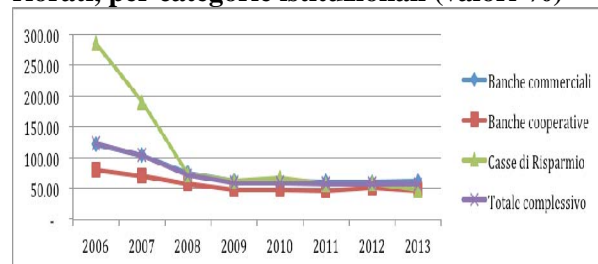
La FIG. 11 evidenzia l'andamento del tasso di copertura medio del campione delle 96 banche indagate. Possiamo osservare che a livello di campione totale, a fronte di una prima decrescita tra il 2006 e il 2009, il valore medio del tasso di copertura si è attestato attorno al 57%. Entrando nel dettaglio delle diverse aree europee, ciò che può

essere messo in evidenza è che le banche dei paesi EuroNord, dopo un lieve calo tra il 2006 e il 2009, hanno tenuto nel tempo valori pressoché costanti del tasso di copertura (attorno al 52-55%), nonostante, comunque, siano sempre stati inferiori al livello medio del campione; mentre, le banche dei paesi EuroEst, che partivano da livelli di tasso di copertura superiori alla media del campione, hanno ridotto il rapporto fino al 2008, per poi stabilizzare il livello e rimanere costantemente al di sopra della media del campione osservato. Infine, le banche dell'EuroSud, che partivano, anch'esse da livelli del tasso di copertura superiori a quelli medi, hanno continuato a ridurre tale indicatore per tutto il periodo osservato¹².

Pertanto, a fronte di un aumento continuo nel tempo dei crediti deteriorati e conseguentemente del livello del rischio di credito delle banche, si osserva una continua riduzione del tasso di copertura medio delle banche dell'AQR.

Infine, l'andamento del tasso di copertura per le diverse categorie istituzionali di banche non mostra particolari specificità, se si escludono valori molto elevati registrati per le casse di risparmio prima dello scoppio della crisi finanziaria.

FIG. 12 - Tasso di copertura dei crediti deteriorati, per categorie istituzionali (valori %)



Fonte: elaborazione degli autori su dati Bankscope

¹² Tuttavia, come ricorda Banca d'Italia (2013), tale indicatore risente molto delle diverse definizioni di crediti deteriorati utilizzate a livello europeo. Banca d'Italia sostiene che se fossero utilizzati criteri omogenei di calcolo, le banche italiane, ad esempio, non mostrerebbero un coverage ratio decrescente, ma addirittura crescente nell'ultimo quinquennio.



In conclusione gli indicatori presi in considerazione mettono in luce un generalizzato aumento del rischio di credito nelle grandi banche europee. Tuttavia se le banche dell'Europa settentrionale hanno evidenziato nei loro bilanci l'accresciuto rischio di credito e hanno attuato politiche di copertura accompagnate a politiche creditizie più conservative sin dall'inizio della crisi finanziaria internazionale, le banche dell'Europa mediterranea hanno adottato tale comportamento solo successivamente a seguito della crisi dei rating sovrani.

3. La relazione tra crescita del credito, rischio, solvibilità e redditività.

In questa parte del capitolo cerchiamo di fornire alcune evidenze empiriche sulla relazione tra offerta di credito, rischio, redditività e solvibilità con riferimento al nostro campione di banche. A questo fine abbiamo dapprima suddiviso le banche del campione a seconda che nei singoli anni del periodo esaminato esse abbiano registrato tassi di crescita dei crediti a clientela ordinaria superiori a quelli rilevati per l'intero sistema bancario del loro paese (banche dinamiche) o tassi di crescita inferiori (banche difensive)¹³. Si è quindi cercato di verificare quali differenze e analogie intercorrono tra queste due tipologie di banche con riferimento alle modalità secondo cui l'attività di intermediazione creditizia è svolta (TAB. 2).

A questo proposito emerge che nella prima parte del periodo osservato (2006-2009) non si rilevano particolari differenze tra banche dinamiche e difensive in termini di incidenza dei prestiti sul totale attivo: non sembra quindi che il modello di business adottato sia in qualche modo associato al maggiore/minore dinamismo delle politiche credi-

tizie nella fase espansiva del ciclo economico. Per contro, successivamente al 2010, si osserva che il peso dei prestiti aumenta per le banche più dinamiche e tende a diminuire per le altre. Questo andamento conferma i risultati di precedenti studi relativi alle sole banche italiane (Di Battista e Nieri, 2012) da cui emerge che le banche che svolgono prevalentemente attività di intermediazione creditizia tradizionale sono quelle che nella fase recessiva offrono il maggior sostegno creditizio all'economia. Anche la struttura della raccolta delle banche più dinamiche, per le quali si osserva per tutto il periodo una maggiore incidenza dei depositi da clientela sul totale delle passività, conferma la predominanza di un modello di business più tradizionale. I dati indicano altresì che le banche dinamiche hanno una patrimonializzazione simile a quella delle altre banche e una qualità del portafoglio crediti – approssimata dall'incidenza dei crediti deteriorati sul totale dei crediti a clientela ordinaria – migliore delle banche difensive. Infine, coerentemente con la possibilità che l'espansione del portafoglio prestiti a tassi superiori a quelli delle banche concorrenti avvenga grazie all'utilizzo di criteri di screening meno stringenti delle altre banche e possa altresì generare situazione di 'maledizione del vincitore' a scapito cioè di un futuro deterioramento del rischio di credito, per le banche dinamiche si rilevano più elevati tassi attivi medi – calcolati come rapporto tra i ricavi da interessi e la semisomma dei prestiti a inizio e fine anno. Il maggiore rischio che potrebbe derivare da politiche creditizie espansive si associa quindi correttamente alla richiesta di maggiori premi per il rischio.

¹³ In ciascuno degli anni considerati sono state considerate 'dinamiche' le banche per le quali si rileva un differenziale di crescita dei prestiti superiore a 0; per contro le banche difensive mostrano nei singoli anni un differenziale inferiore a 0.



TAB. 2 – Indicatori di bilancio per banche dinamiche (con differenziale di crescita dei crediti > 0 nello stesso anno cui i dati si riferiscono) e banche difensive (con differenziale di crescita dei crediti < 0 nello stesso anno cui i dati si riferiscono). Valori medi

	ORIENTAMENTO DELLE POLITICHE CREDITIZIE		BUSINESS MODEL				PATRIMONIALIZZAZIONE		RISCHIO		PRICING	
	Difensive	Dinamiche	Crediti lordi a clientela / Totale attivo %		Depositi da clientela/Passività totali %		Tier 1 Ratio %		Crediti deteriorati / Totale crediti lordi a clientela %		Interessi attivi / Tot. Crediti Lordi a clientela ^	
anni	N° banche	N° banche	Difensive	Dinamiche	Difensive	Dinamiche	Difensive	Dinamiche	Difensive	Dinamiche	Difensive	Dinamiche
2006	27	49	59,40	59,78	46,12	49,24	7,90	8,68	2,87	2,74	6,44	6,22
2007	37	46	59,78	58,13	42,36	48,98	8,48	8,53	1,96	2,92**	6,84	7,28
2008	42	53	67,20	56,72***	47,83	42,26	9,91	8,55*	3,46	3,40	6,78	6,95
2009	56	40	61,11	61,67	45,49	47,08	10,44	9,66	6,14	5,85	4,50	4,96
2010	55	41	63,30	59,47	44,05	50,41	10,40	10,60	7,96	6,33	3,96	4,11
2011	51	45	58,44	63,12	46,29	46,19	11,25	10,38	9,31	7,65	4,01	4,38
2012	49	46	56,99	62,51	44,88	50,85	11,90	12,14	11,06	8,95	3,81	4,24*
2013	46	49	56,39	64,28**	47,96	54,14	14,23	13,71	11,92	12,49	3,67	3,63

***, **, *.1%, 5%, 10% di significatività test sulla differenza delle medie

^ Il dato al denominatore è calcolato come semisomma dei valori a inizio e fine anno.

Fonte: elaborazione degli autori su dati Bankscope



Nel complesso i dati confermano anche a livello europeo che le banche che anche dopo la crisi dei mercati finanziari internazionali si caratterizzavano per un modello di business fortemente orientato all'intermediazione creditizia tradizionale, buoni livelli di liquidità e di patrimonializzazione e livelli di rischio di credito in linea con la media hanno offerto un maggiore sostegno all'economia reale anche nella fase negativa del ciclo economico.

Di fronte a tali evidenze ci siamo proposti di verificare se politiche creditizie più dinamiche siano risultate ex post sostenibili e redditizie per le banche che le hanno attuate o se invece la concomitanza tra la prolungata fase recessiva e le dinamiche creditizie espansive abbia determinato negli anni seguenti un eccessivo accrescimento del rischio di credito con ripercussioni sia sulla patrimonializzazione sia sulla redditività delle banche. Per rispondere a questa domanda abbiamo considerato il valore assunto da alcuni indicatori di rischio, solvibilità e redditività negli anni 2010-2013 relativamente alle due categorie di banche in cui il campione è stato suddiviso e cioè, da un lato, le banche per le quali, due anni prima a quello a cui si riferiscono i singoli valori, si registrano differenziali di crescita dei crediti positivi e, dall'altro, le banche che due anni prima avevano invece differenziali di crescita inferiori a 0. In tal modo è possibile verificare due anni dopo la loro attuazione gli effetti di politiche di credito dinamiche/difensive (e cioè in grado di aumentare/diminuire le quote di mercato del credito di ciascuna banca). Così come confermato da numerose evidenze empiriche, gli effetti di una potenziale selezione avversa determinata da un forte incremento del volume dei prestiti si realizzano infatti solo dopo un lag temporale di 2-3 anni.

I dati illustrati nella TAB. 3 sembrano indicare che una crescita dei crediti al settore privato più sostenuta di quella registrata dal sistema domestico di appartenenza non determina a distanza di due anni un peggioramento del rischio di credito (approssimato dall'incidenza delle rettifiche per crediti deteriorati sul totale dei crediti e dagli stessi crediti deteriorati sul totale crediti). Tuttavia le banche che sono risultate più dinamiche nel quadriennio 2008-2011 presentano livelli di solvibilità inferiori e ciò verosimilmente a causa del maggior assorbimento di capitale determinato dalla maggiore crescita dei prestiti. Dal punto di vista reddituale non si riscontrano differenze significative e costanti nel tempo tra le banche difensive e quelle dinamiche. Tuttavia, il rapporto tra il risultato della gestione ordinaria (al netto anche delle rettifiche su crediti) e gli usuali indicatori di scala (semisomma del totale attivo o del totale attivo ponderato per il rischio, a inizio e fine anno) delle banche dinamiche si attestano su valori più elevati tranne che nel 2011.

Si può quindi concludere affermando che politiche creditizie espansive attuate nel periodo di recessione, nonostante non si associno necessariamente a un peggioramento del rischio di credito, abbiano comportato una riduzione della solidità patrimoniale e contestualmente una redditività tendenzialmente più elevata.



TAB. 3 - Indicatori di bilancio per banche dinamiche (con differenziale di crescita dei crediti rilevato 2 anni prima di quello cui i dati si riferiscono >0) e banche difensive (con differenziale di crescita dei crediti rilevato 2 anni prima di quello cui i dati si riferiscono <0). Valori medi

anni	RISCHIO				PATRIMONIALIZZAZIONE		REDDITIVITA'			
	Rettifiche per Crediti deteriorati / Crediti lordi a clientela %		Crediti deteriorati / Crediti lordi a clientela %		Tier 1 Ratio %		Risultato della gestione corrente / Tot. Attivo [^]		Risultato della gestione corrente / Risk Weighted Assets	
	Difensive	Dinamiche	Difensive	Dinamiche	Difensive	Dinamiche	Difensive	Dinamiche	Difensive	Dinamiche
2010	1,00	0,89	8,11	6,57	11,15	9,98	0,28	0,37	0,35	0,87
2011	0,86	1,28	8,23	9,06	11,80	9,37	0,27	-0,99**	0,90	-2,38**
2012	1,74	1,46	10,65	9,20	12,44	11,45	- 0,15	-0,14	- 0,64	-0,30
2013	1,51	1,37	12,96	11,32	14,83	12,93	- 0,61	0,05	- 1,29	0,05

***, **: *.1%; 5%, 10% di significatività test sulla differenza delle medie

[^] Il dato al denominatore è calcolato come semisomma dei valori a inizio e fine anno..

Fonte: elaborazione degli autori su dati Bankscope



3.1. Le politiche creditizie e i risultati dell'AQR

Come ricordato in precedenza, anche a livello europeo esistono approcci diversi nella definizione di crediti deteriorati e nella quantificazione delle conseguenti rettifiche. Il primo esercizio pubblico volto a omogeneizzare la classificazione dei prestiti è avvenuto nel corso del 2014 durante l'AQR. In questo esercizio la BCE coadiuvata dalle BCN ha sottoposto 130 banche a un'analisi estremamente dettagliata di un sottoinsieme del loro portafogli crediti. La tipologia dei portafogli analizzati (i c.d. portafogli in-scope) così come la loro rappresentatività rispetto al portafoglio totale di ciascuna banca è diversa da banca a banca. Per tale ragione, come sottolineato dalla stessa BCE, i risultati dell'AQR non possono essere estesi oltre l'ambito dell'esercizio stesso¹⁴.

Tuttavia, le riclassificazioni effettuate direttamente sulle singole posizioni analizzate all'interno dei portafogli in-scope così come quelle frutto di proiezioni sulla restante parte di questi portafogli sono state effettuate in modo omogeneo su tutte le banche analizzate. Per tale motivo è possibile considerare le rettifiche che scaturiscono dall'AQR come un'indicazione del maggior rischio contenuto nei bilanci delle banche rispetto a un benchmark comune ed omogeneo. Inoltre, in molti casi gli aggiustamenti effettuati dalla BCE in sede di AQR, unitamente a quelli scaturenti dallo Stress Test, hanno dato luogo a un capital shortfall che a tutta evidenza rappresenta un maggiore onere per queste banche.

Pur con tutte le cautele abbiamo ritenuto utile domandarci se esiste una qualche relazione tra politiche creditizie più o meno restrittive adottate dalle banche nel periodo 2010-2013 - e cioè nella fase recessiva dell'economia - e i risultati

dell'AQR. A questo fine abbiamo calcolato per ciascuna banca e per ciascuno dei paesi di origine il tasso medio¹⁵ di variazione dei prestiti nel periodo 2010-2013 e successivamente il differenziale tra il tasso di variazione di ciascuna banca e quello del paese di origine¹⁶. Abbiamo così ottenuto i differenziali di variazione dei crediti a clientela ordinaria per l'intero periodo 2010-2013: valori inferiori a 0 indicano banche che per i 4 anni considerati hanno ceduto quote di mercato (banche difensive), mentre valori positivi indicano banche che hanno acquisito nuove quote di mercato (banche dinamiche). La FIG. 13 mostra per queste due classi di banche e per area geografica l'incidenza media degli aggiustamenti totali che risultano dall'AQR¹⁷ sul totale delle RWA dichiarate dalle banche a fine 2013 per le banche del campione. Per l'intero campione e per tutte le partizioni geografiche i valori di questo indicatore risultano inferiori per le banche dinamiche segnalando che politiche creditizie espansive nella fase di recessione economica non si associano a maggiori rettifiche emerse in sede di AQR. L'incidenza degli aggiustamenti è invece sostanzialmente diversa per aree geografiche e particolarmente elevata per le banche italiane.

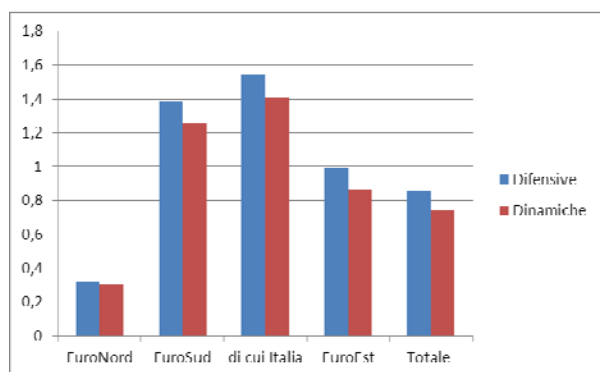
¹⁴ Per una dettagliata disamina delle procedure seguite dalla BCE e dei risultati dell'AQR si rimanda ai documenti pubblicati dalla BCE 'Asset quality review - Phase 2 Manual' (Marzo 2014) e 'Aggregate report on the comprehensive assessment' (Ottobre 2014).

¹⁵ Per evitare che andamenti di segno opposto nei 4 anni osservati si compensassero abbiamo utilizzato la media geometrica che fornisce un'idea più corretta della variazione avvenuta annualmente nel portafoglio crediti delle singole banche e dei sistemi bancari in cui esse operano.

¹⁶ Per le banche considerate SIFI il differenziale è stato calcolato rispetto a un tasso che rappresenta la variazione media dei paesi in cui le banche operano, analogamente a quanto fatto per i differenziali di crescita annui precedentemente utilizzati.

¹⁷ Si tratta degli aggiustamenti indicati nei report della BCE con la sigla D.F1.

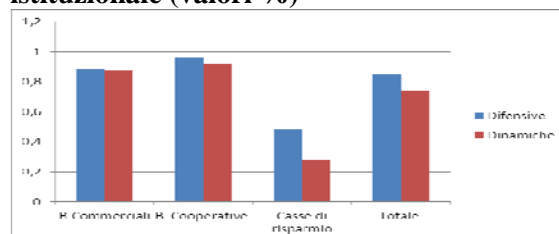
FIG. 13 - Aggiustamenti richiesti dalla AQR su totale delle RWA dichiarate a fine 2013, per banche Dinamiche/Difensive* e per aree geografiche (valori %)



Fonte: elaborazione degli autori su dati Bankscope
 * Sono considerate Difensive o Dinamiche le banche che nel periodo 2010-2013 hanno registrato tassi di crescita dei crediti a clientela ordinaria rispettivamente superiori o inferiori a quelli del totale del loro paese

Suddividendo il campione per categoria istituzionale delle banche (FIG. 14) si ottengono risultati coerenti con i precedenti: le banche più dinamiche nel periodo 2010-2013 non sembrano essere state oggetto di richieste di rettifiche per il maggior rischio di credito riscontrato nell'AQR. Per contro le banche cooperative e quelle commerciali hanno subito maggiori rettifiche delle casse di risparmio.

FIG. 14 - Aggiustamenti richiesti dalla AQR su totale delle RWA dichiarate a fine 2013, per banche Dinamiche/Difensive* e per categoria istituzionale (valori %)



Fonte: elaborazione degli autori su dati Bankscope
 * Sono considerate Difensive o Dinamiche le banche che nel periodo 2010-2013 hanno registrato tassi di crescita dei crediti a clientela ordinaria rispettivamente superiori o inferiori a quelli del totale del loro paese

5. Conclusioni

L'analisi dei dati relativi alle principali banche europee, e cioè quelle sottoposte all'AQR e che attualmente fanno parte del meccanismo di vigilanza unica, contribuisce a comprendere l'andamento dell'offerta di credito e del rischio di credito nel periodo 2006-2013. A partire dal 2008, l'economia europea è stata interessata da una forte recessione che ha condizionato il comportamento di queste banche. A fronte di un generalizzato rallentamento della crescita dei prestiti in concomitanza con il ciclo economico negativo talune banche hanno tuttavia mantenuto politiche di credito meno restrittive, aumentando i prestiti al settore privato a tassi superiori rispetto a quelli registrati dal sistema bancario del paese in cui operano. Le principali banche italiane mostrano politiche creditizie molto espansive sino al 2010 per poi contrarre in misura significativa la loro offerta di credito rispetto alla media del paese; esse presentano quindi un andamento fortemente prociclico.

Dalle nostre elaborazioni non risulta che, in media, le banche che hanno attuato politiche creditizie più dinamiche durante la fase recessiva



dell'economia abbiamo necessariamente registrato un significativo deterioramento della qualità dei loro portafogli prestiti o una penalizzazione in termini di minore redditività. La crescita dei prestiti ha invece verosimilmente determinato un maggiore assorbimento di capitale che ha ridotto i coefficienti patrimoniali di queste banche.

Tali evidenze suggeriscono che l'aumento della rischiosità del portafoglio prestiti non dipende esclusivamente dall'andamento del ciclo economico e/o dal dinamismo delle politiche creditizie, bensì anche da aspetti specifici di ogni banca e cioè dalla sua effettiva capacità di selezionare e gestire efficacemente il rischio di credito.

Va peraltro osservato che l'aumento del rischio di credito registrato successivamente al 2010 è stato più evidente per le banche di alcune aree geografiche e segnatamente per l'Europa mediterranea. Per le banche italiane si riscontra un livello di rischio di credito tendenzialmente più elevato della media delle banche europee del campione, ancorchè più basso delle restanti banche dell'Europa mediterranea. Non si osservano per contro particolari differenze tra le banche di diverse categorie istituzionali.

Seppur con tutte le cautele necessarie si può affermare che anche con riferimento agli esiti dell'AQR le banche più dinamiche non hanno ottenuto risultati indicativi di una loro maggiore rischiosità. Per le banche che nel quadriennio precedente l'AQR (2010-2013) hanno accresciuto i volume dei prestiti a tassi superiori a quelli del proprio paese non si riscontra infatti una maggiore incidenza percentuale delle rettifiche richieste dalla BCE.