

Associazione
per lo Sviluppo
degli Studi di
Banca e Borsa



Università Cattolica
del Sacro Cuore

OSSERVATORIO MONETARIO

2/2012

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



Associazione per Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa

Università Cattolica del Sacro Cuore

LABORATORIO DI ANALISI MONETARIA

OSSERVATORIO MONETARIO

n. 2/2012

Autori del presente rapporto sono: Giacomo Vaciago (Introduzione), Domenico Delli Gatti e Tiziana Assenza (cap. 1), Giuseppe Mastromatteo e Giovanni Verga (cap. 2), Angelo Baglioni (cap. 3), Giuseppe Mastromatteo (Appendice), Flavia Ambrosanio e Paolo Balduzzi (cap. 4).

Hanno collaborato: Giovanni Barone e Lorenzo Gardella.

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

Il rapporto è stato redatto sulla base delle informazioni disponibili al 22 giugno 2012.

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 Moscova, 33 – 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 – RICOSTRUIRE L’EURO	pag. 1
1 – IL QUADRO MACROECONOMICO	pag. 3
1. Lo scenario internazionale	3
2. Stati Uniti	5
3. Regno Unito	6
4. Eurozona	6
2 – LA POLITICA MONETARIA NELL’EUROZONA E NEGLI USA	9
1. La BCE: la gestione della liquidità	9
2. Fonti e impieghi della liquidità	12
3. Repo e rendimenti del mercato monetario	14
4. La politica monetaria della Fed	16
5. I tassi a lunga negli USA e nell’Eurozona	18
6. La crescita degli aggregati	21
7. Informazioni qualitative sul credito: le indagini di Fed, BCE e Banca d’Italia	23
3 – DEBITO SOVRANO, BANCHE E EUROPEAN REDEMPTION FUND	26
1. Le tensioni sul debito sovrano in Europa tornano ad aggravarsi	26
2. L’impatto del rischio sovrano sulle banche	28
3. Indicatori di stabilità finanziaria: un confronto internazionale	31
4. Lo <i>European Redemption Fund</i>	32
APPENDICE - IL DIBATTITO SULLA CRISI DELL’EURO VISTA DAGLI ECONOMISTI AMERICANI	36
4 – LA CORREZIONE DEI CONTI PUBBLICI NEL 2011: DOVE CI PORTERÀ?	43
1. Un punto di partenza: la finanza pubblica negli anni 2000	43
2. Gli avvenimenti del 2011: le manovre “Tremonti”	45
3. Gli avvenimenti del 2011: la “manovra Monti”	48
4. Il controllo della spesa: la <i>spending review</i>	51
5. Conclusioni	54

SINTESI

Il primo capitolo esamina l'andamento del quadro macroeconomico internazionale reale. La congiuntura mondiale rimane caratterizzata da un marcato rallentamento, avviatosi già a partire dalla seconda metà del 2011. Nel primo trimestre 2012 la congiuntura internazionale sembrava entrata in una fase di (lieve) miglioramento, ma di recente le incertezze sul quadro politico dell'Eurozona hanno fatto tornare alla ribalta il rischio di disintegrazione della costruzione monetaria europea e riattivato lo spettro di un ritorno alla recessione mondiale. Le cattive notizie questa volta non hanno riguardato solo i paesi avanzati. Anche nei paesi emergenti, infatti, la crescita si è rivelata fiacca, per la scarsa vivacità della domanda interna e per la contrazione dei flussi di export. In alcuni di questi paesi sono state adottate politiche di stimolo della domanda per riattivare la crescita.

Nel secondo capitolo vengono passati in rassegna i principali elementi della congiuntura monetaria internazionale. Da gennaio a maggio 2012 la Banca Centrale Europea ha dato attuazione a quanto programmato nel dicembre scorso. Il tasso ufficiale è rimasto all'1%, mentre i problemi di liquidità delle banche sono stati affrontati con operazioni a tasso fisso e piena aggiudicazione degli importi richiesti, tra cui due importanti operazioni a scadenza 36 mesi. La Banca non ha però effettuato nuovi significativi acquisti di titoli di stato nonostante gli spread di Spagna e Italia fossero in aumento dalla metà di marzo. La crescita degli aggregati, soprattutto dei prestiti bancari, è bassa e in diminuzione. Anche la politica della Fed non è cambiata: il tasso ufficiale rimarrà all'attuale livello almeno sino alla fine del 2014, la liquidità delle banche è ampia e la banca

centrale continua le operazioni di allungamento della scadenza dei titoli in portafoglio attraverso la continuazione della cosiddetta *Operation Twist*.

Il terzo capitolo analizza gli sviluppi della crisi del debito sovrano in Europa. Dopo la fase di relativo miglioramento vissuta nei primi mesi di quest'anno, le tensioni sul debito sovrano di alcuni paesi dell'area euro hanno ripreso vigore, in relazione alle elezioni politiche in Grecia e alla situazione sempre più critica delle banche spagnole. Sul primo fronte, le prospettive di una richiesta di revisione del Memorandum firmato a febbraio, che conteneva le contropartite agli aiuti finanziari dei partner europei e del FMI alla Grecia, sono divenute molto più concrete. Sul secondo fronte, il drastico peggioramento dei conti di Bankia, con la richiesta di ulteriori finanziamenti pubblici per 19 miliardi, ha aumentato il livello di allarme sul sistema bancario spagnolo. Il 9 giugno l'Eurogruppo ha concesso la disponibilità politica ad erogare aiuti finanziari alla Spagna, per un importo che potrebbe arrivare a 100 miliardi. L'acuirsi delle tensioni sul mercato dei titoli pubblici ha avuto un impatto negativo sul sistema bancario, a causa della esposizione verso il settore pubblico. Gli indicatori di stabilità finanziaria ci dicono che l'area euro nel suo complesso non è in una situazione peggiore di altre aree del mondo, quali USA, UK e Giappone; è però penalizzata dalla sua frammentazione. Infine, viene analizzata la "via tedesca" agli eurobond: lo *European Redemption Fund*.

In appendice al terzo capitolo sono passati in rassegna alcuni dei più recenti contributi prodotti da economisti statunitensi sul tema della crisi dell'Euro. In tale appendice si rileva come l'iniziale scetticismo, dimostrato nei confronti

del processo di unificazione europea da buona parte degli economisti d'oltre oceano, sia stato successivamente sostituito da una visione ugualmente critica ma che ha il pregio di sottolineare alcune possibili vie d'uscita dall'attuale situazione di crisi. Tratto comune a buona parte di queste analisi è la necessità di imprimere un'accelerazione al processo di unificazione politica.

Il quarto capitolo è invece dedicato a una valutazione della finanza pubblica italiana. Il 2011 è stato senza dubbio un anno turbolento per la finanza pubblica italiana: tra l'estate e l'inverno, sono infatti state varate ben tre manovre correttive, con l'obiettivo di conseguire il pareggio di bilancio già nel 2013. Queste manovre restrittive si sono rese necessarie all'interno di uno scenario macroeconomico che avrebbe invece richiesto interventi di stimolo alla crescita e all'occupazione.

Nel corso del capitolo si richiamano innanzitutto le tendenze della finanza pubblica nel corso degli anni 2000, tendenze che hanno poi determinato la necessità di una correzione così

drastica e che se lette adeguatamente avrebbero permesso di agire prima e meglio sui conti pubblici. In secondo luogo, si illustrano i principali contenuti delle due manovre attuate dal Governo Berlusconi e della manovra attuata dal Governo Monti. Si tratta di tre manovre correttive che nel giro di circa sei mesi (da luglio a dicembre 2011) hanno avuto un fortissimo impatto sia sul bilancio pubblico, riducendo le tensioni sui titoli di debito pubblico, sia sul sistema economico in generale, contribuendo a peggiorare la fase di recessione che interessa il nostro Paese. In terzo luogo, ci si sofferma sulla *spending review*, oggi al centro del dibattito economico e politico, come ulteriore passo del processo di risanamento, nell'ottica che il settore pubblico possa e debba ridimensionare i propri ambiti di attività. Vengono illustrate sia le diverse finalità della *spending review*, che può avere effetti sia di medio sia di lungo periodo, sia alcune esperienze internazionali, con un breve accenno al progetto di revisione della spesa in atto anche nel nostro Paese.

INTRODUZIONE RICOSTRUIRE L'EURO[♦]

Vent'anni dopo Maastricht, il futuro dell'Euro non potrebbe apparire più incerto. Eppure, solo pochi anni fa c'era entusiasmo sull'esperienza macroeconomica dell'Eurozona, quanto a stabilità e convergenza, e in proposito nessuno osava porre in dubbio l'autocompiacimento delle autorità monetarie e dei governi. Basti ricordare quanto sostenuto da Mario Draghi, Governatore della Banca d'Italia, all'Assemblea dell'ABI dell'11 luglio 2007: "L'euro ha ampiamente contribuito alla crescita italiana ed europea"¹. E la stessa BCE, nel Bollettino Speciale del giugno 2008, pubblicato per celebrare il decimo anniversario dell'Euro, scriveva: "I dieci anni appena trascorsi hanno anche dimostrato che l'UEM poggia su solide fondamenta e che i paesi in cui è stato introdotto l'euro hanno raggiunto un elevato livello di convergenza economica"². Quando queste cose venivano scritte, erano ancora vere? E lo erano per tutti, o solo per alcuni dei Paesi-membri dell'Eurozona?

Nel giro di pochi anni, il clima di opinione è radicalmente cambiato: vi sono oggi aspettative di uscita di alcuni paesi dalla moneta comune e non mancano pessimisti che indicano come possibile la scomparsa stessa dell'Euro. Cosa è dunque successo per rovesciare in modo così radicale la precedente euforia?

Tre aspetti meritano di essere sottolineati.

1) Anzitutto, si è scoperto che la qualità dell'integrazione monetaria non si era

accompagnata ad una equivalente convergenza *cum* integrazione reale.

- 2) In secondo luogo, si è riconosciuto che il "patto di stabilità" non era stato ugualmente rispettato da tutti i paesi-membri, con riferimento al debito pubblico come formalmente richiesto. Ed anche con riferimento al debito del settore privato, circostanza a suo tempo sottovalutata³.
- 3) Stabilità dei prezzi e basso livello dei tassi di interesse – inizialmente interpretati come benefiche conseguenze dell'unione monetaria – ne hanno invece temporaneamente nascosto squilibri ed un insostenibile indebitamento (pubblico e/o privato) che sono poi emersi in modo drammatico con la crisi degli ultimi tre anni.

Ciò che ancora oggi stupisce e preoccupa è la scarsa qualità delle analisi economiche che in numerosi paesi – Italia compresa – hanno accompagnato l'avvio dell'unione monetaria e la realizzazione delle riforme che avrebbero dovuto garantire un saldo positivo dei benefici – al netto dei costi – della partecipazione all'unione monetaria.

E' bene ricordare che l'originaria proposta contenuta nel *Rapporto Delors* (pubblicato nell'aprile 1989) era molto precisa nell'indicare sia i *benefici* dell'Euro – attribuiti al di più di crescita indotto dall'integrazione che la moneta comune stimolava – sia i suoi *costi*, da ridurre con le opportune riforme, a cominciare da quelle del mercato del lavoro. Il paradosso è che tutto ciò fu poi dimenticato nella successiva attuazione dell'unione monetaria. O meglio, i costi e i benefici veri, cioè quelli *reali*, furono "nascosti" dai costi e benefici apparenti, cioè quelli dati

[♦] A cura di Giacomo Vaciago.

¹ M. Draghi, *Politica monetaria e sistema bancario*, Intervento del Governatore della Banca d'Italia, Roma 11 luglio 2007, p. 6.

² Bollettino BCE, 10° Anniversario della BCE, giugno 2008, p. 159.

³ Pur essendo noto che un debito privato "eccessivo" non è meno grave di un eccessivo debito pubblico. Vedi il mio *Public versus private debt*, BNL Quarterly Review, n. 186, settembre 1993.



dall'*integrazione finanziaria*. Si è così realizzato un duplice, opposto, processo di integrazione: uno soprattutto finanziario, di cui hanno – per diversi anni – beneficiato i paesi della *periferia*; ed uno reale che ha invece riguardato l'industria manifatturiera e la sua integrazione soprattutto attorno al “cuore” rappresentato dalla struttura industriale tedesca.

La crisi degli ultimi tre anni ha accentuato quel divario e l'ha reso sempre più manifesto: da un lato, un eccesso di debito (privato e/o pubblico) che non ha finanziato il processo di integrazione reale, ma il suo contrario (soprattutto consumi e/o bolle immobiliari).

Dall'altro lato, una crescente integrazione (produttiva e anche proprietaria) che rappresenta il miglior risultato della moneta comune, cui nessuno vorrebbe rinunciare.

Se questa analisi diventa politicamente rilevante e passa a rappresentare il prossimo impegno per ricostruire un'unione monetaria europea che sia utile per tutti i 17 attuali Paesi membri, sarà ancora possibile nel giro di qualche anno riuscire a superare l'attuale gravissima crisi. Ma potrebbe già essere troppo tardi, ed alcuni dei Paesi della *periferia* (che non hanno tratto beneficio dall'*integrazione reale*) potrebbero essere indotti presto ad abbandonare la moneta comune.

1. IL QUADRO MACROECONOMICO*

1. Lo scenario internazionale

Al momento in cui chiudiamo questo numero di OM (terza decade di giugno), si sono da poco tenute le elezioni in Grecia, i capi di Stato e di governo del G20 hanno discusso i grandi temi economici del momento e si prepara il vertice dell'UE di fine giugno. Politicamente, quindi, si tratta di un momento cruciale, il cui impatto sugli sviluppi macroeconomici futuri si profila rilevante.

Questo clima psicologico in un certo senso "sospeso", in cui i giorni o addirittura le ore sono "decisivi" – specialmente con riferimento al destino dell'Eurozona – risente dell'intonazione della congiuntura internazionale, che negli ultimi mesi è peggiorata drasticamente ed è ora decisamente negativa.

Il combinato disposto di crescita asfittica e vulnerabilità al rischio finanziario, specialmente per quanto riguarda il debito sovrano, è il motivo precipuo di questo peggioramento.

L'economia mondiale è in fase di marcato rallentamento già dalla seconda metà del 2011. Nel primo trimestre 2012 la congiuntura internazionale sembrava entrata in una fase di (lieve) miglioramento, ma di recente le incertezze sul quadro politico dell'Eurozona hanno fatto tornare alla ribalta il rischio di disintegrazione della costruzione monetaria europea e riattivato lo spettro di un ritorno alla recessione mondiale.

Le cattive notizie questa volta non hanno riguardato solo i paesi avanzati. Anche nei paesi emergenti, infatti, la crescita si è rivelata fiacca, per la scarsa vivacità della domanda interna e per la contrazione dei flussi di export. In alcuni di questi paesi sono state adottate politiche di stimolo della domanda per riattivare la crescita.

Nei paesi avanzati, poi, la dinamica congiunturale, che sembrava per certi versi divergente sulle due sponde dell'Atlantico nei primi mesi dell'anno, sta segnalando nuovamente elementi di difficoltà comuni.

L'espansione USA, che per tutto il primo trimestre aveva proceduto ad un passo soddisfacente rispetto al recente passato, ha mostrato segni di stanchezza, soprattutto per quanto riguarda la capacità del mercato del lavoro di creare nuova occupazione.

L'Eurozona nel suo complesso è in fase di contrazione (lieve), ma la dinamica del dato aggregato nasconde andamenti congiunturali molto differenziati. Contribuisce decisamente a peggiorare il quadro la recessione che caratterizza i PIGS (nell'accezione originaria, ossia Portogallo, Italia, Grecia e Spagna). Il più preoccupante *punctum dolens* del quadro geopolitico mondiale è quindi l'area dei paesi dell'Eurozona storicamente deboli dal punto di vista fiscale.

In questo quadro tendenzialmente depresso, si inseriscono le (possibili) tensioni sul mercato petrolifero a seguito di (probabili) cambiamenti negativi nello scenario geo-politico. Il 2012 sarà quindi peggiore del 2011, sia per gli emergenti che per i paesi avanzati.

Il quadro macroeconomico internazionale, quindi, è oscurato da tre *downside risks* rilevanti, che discutiamo in ordine crescente di rilevanza. Il primo rischio è legato alla ripresa della corsa dei prezzi delle materie prime, a cominciare dal petrolio. Si tratta di una tendenza di fondo che costituisce uno shock aggregato per tutti i paesi utilizzatori, industrializzati ed emergenti. Il *pass through* della dinamica dei prezzi dalle materie prime ai prezzi al consumo, sebbene incompleto, comporta ripercussioni non trascurabili sull'inflazione e sulla scala dell'attività produttiva, per effetto dell'aumento dei costi di

* A cura di Domenico Delli Gatti e Tiziana Assenza.

produzione. Se il quadro della domanda mondiale dovesse affievolirsi ulteriormente, comunque, questo rischio assumerebbe una valenza minore rispetto agli altri due rischi di cui ci occuperemo di seguito.

Il secondo rischio è la tendenza al consolidamento fiscale che caratterizza il *policy mix* in molti paesi, essenzialmente nell'Eurozona ma non solo: il rischio di una gelata fiscale rischia di diventare rilevante anche per gli USA a partire da fine anno. Il terzo e più importante rischio è quello di frattura dell'Eurozona (per effetto dell'uscita della Grecia, la cosiddetta *Grexit*) e, dato l'eventuale contagio, il rischio di una scomparsa dell'Eurozona come la conosciamo adesso.

Il rischio di frattura è legato al destino della Grecia. Sui costi dell'uscita per la Grecia e per il resto dell'Eurozona ci sono opinioni diverse (sostanzialmente neutrali nell'opinione pubblica e in alcuni circoli economici e politici tedeschi; sostanzialmente pessimistiche nei paesi meridionali dell'Eurozona), ma il problema ormai non è più solo la *Grexit*.

L'Eurozona è a rischio anche e soprattutto per la situazione del sistema bancario europeo – come evidenziato dalla richiesta e concessione di aiuto finanziario alla Spagna per capitalizzare il sistema bancario colpito dalla crisi di Bankia. Più in generale, l'intreccio perverso di crisi bancaria e crisi del debito sovrano europeo – più volte dibattuto sia nei precedenti numeri di OM che in quello attuale – è il vero nodo cruciale per i futuri sviluppi.

Nella TAB. 1 presentiamo il tasso di crescita congiunturale annualizzato (d'ora in poi c.a.) del PIL negli ultimi quattro trimestri per le principali economie dell'area avanzata, USA, Giappone, UK e le principali economie dell'Eurozona, Francia e Germania.

La tabella mette in luce il variegato momento congiunturale dei paesi considerati (ma l'ultimo

dato disponibile è il primo trimestre del 2012). Mentre gli USA procedono sulla strada dell'espansione (il quadro del mercato del lavoro negli USA è peggiorato solo di recente, di modo che gli effetti di questo peggioramento potrebbero riflettersi nel dato di PIL del secondo trimestre) e la Germania appare su una traiettoria di crescita sostenuta, in Francia la crescita è modesta e la Gran Bretagna è in recessione.

TAB. 1 - Tassi di crescita c.a. del PIL nei principali paesi industrializzati

	II-11	III-11	IV-11	I-12
Stati Uniti	1.3	1.8	2.9	1.9
Giappone	-1.7	7.8	0.08	4.7
UK	-0.2	2.3	-1.2	-1.3
Francia	-0.2	1.1	0.3	0.2
Germania	1.1	2.3	-0.7	2.1

Fonte: OCSE

La TAB. 2, invece, mostra la dinamica congiunturale nel "Club Med" europeo (esclusa la Grecia) e in Irlanda. L'Italia è in piena recessione ed è purtroppo in buona compagnia. La recessione infatti imperversa anche in Spagna e Portogallo. L'Irlanda invece sembra in via di uscita dalla spirale recessiva.

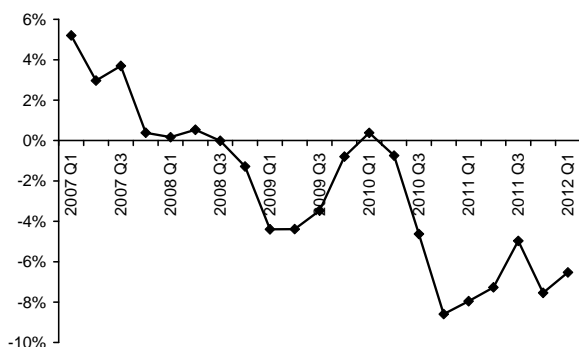
TAB. 2 - Tassi di crescita c.a. del PIL nei PIGS "mediterranei"

	II-11	III-11	IV-11	I-12
Italia	1.2	-0.9	-2.7	-3.2
Spagna	0.7	0.2	-1.2	-1.3
Portogallo	-1	-2.5	-5.2	-0.3
Irlanda	4.6	-4.2	-0.8	n.d.

Fonte: OCSE

Alla Grecia dedichiamo la FIG. 1 nella quale riportiamo i tassi di crescita tendenziali del PIL (non son disponibili dati destagionalizzati). In questo caso la recessione è un'autentica spirale senza apparente fine.

FIG. 1 - Grecia: tassi di crescita tendenziali del PIL



Fonte: Istituto Statistico Greco (EL.STAT)

Esaminiamo ora la dinamica congiunturale paese per paese.

2. Stati Uniti

Nella TAB. 3 riportiamo il tasso di crescita congiunturale (non annualizzato) del PIL negli USA negli ultimi quattro trimestri e i contributi alla crescita delle diverse componenti della domanda aggregata nello stesso periodo.

Nella seconda metà del 2011 la crescita, pur ancora relativamente lenta, si era rivelata più solida del previsto. Buona è stata anche l'apertura del 2012. La disoccupazione è ancora elevata ma era in discesa fino a pochi mesi addietro (il tasso di disoccupazione dovrebbe scendere sotto l'8% a fine anno). Di recente, però, il mercato del lavoro ha mandato segnali di crescente difficoltà nel processo di creazione di nuovi posti di lavoro. La previsione di consenso per il 2012 è quindi stata marginalmente rivista al ribasso e adesso è inferiore al 2% medio annuo. L'inflazione si manterrà tra il 2 e il 3%.

Dall'analisi dei fattori che hanno contribuito alla dinamica del PIL emerge che la crescita nello scorcio finale del 2011 e in quello iniziale del 2012 è stata trainata dalla domanda interna e in particolare dai consumi. Nel III-2011 ha giocato

un ruolo propulsivo importante l'investimento in scorte. I consumi collettivi (ossia la spesa pubblica) sono in fase di contrazione e la domanda estera netta dà un contributo prossimo a zero.

TAB. 3 - USA dinamica del PIL e contributi alla crescita

	II-11	III-11	IV-11	I-12
PIL	0.33	0.45	0.74	0.47
Consumi	0.12	0.31	0.37	0.48
Investimenti	0.20	0.40	0.17	0.05
Spesa pubblica	0.02	-0.03	-0.18	-0.09
Importazioni	-0.06	-0.05	-0.16	-0.26
Esportazioni	0.12	0.16	0.09	0.24
Variaz. scorte	-0.07	-0.34	0.45	0.05

Fonte: OCSE

Vi sono alcuni rischi a cui la dinamica congiunturale va incontro per effetto delle prospettive della politica fiscale. In primo luogo ci si attende la fine dei trasferimenti federali nel 2012. Nell'ottobre prossimo potrebbero essere implementati tagli automatici di spesa per 100 mld\$ (decisi ad agosto 2011). Infine a dicembre verranno meno agevolazioni fiscali per 400 mld\$. Non si può escludere un nuovo scontro a fine 2012 sul limite legale al debito pubblico con Congresso e Presidente uscenti, sulla falsariga di quello (dai toni grotteschi) dell'agosto 2011. La politica monetaria resta decisamente espansiva. La Fed ha adottato un obiettivo esplicito di inflazione, pari al 2%. Si tratta di uno sviluppo interessante (in direzione del cosiddetto *inflation targeting*), ma l'elemento più interessante del nuovo assetto della politica monetaria USA è l'adozione di un obiettivo esplicito di tasso di disoccupazione, che è stato fissato al 5-6% (si tratta quindi del cosiddetto *flexible inflation targeting*). C'è quindi margine per un ulteriore accomodamento monetario visto che il tasso di disoccupazione negli USA attualmente rimane poco sopra l'8%.

Il presidente della Fed ha rinviato il primo rialzo dei tassi verso la fine del 2014. Non va infine dimenticato il mantenimento del programma di titoli *operation twist* volto ad abbassare la pendenza della curva dei rendimenti.

3. Regno Unito

Nella TAB. 4 riportiamo il tasso di crescita congiunturale (non annualizzato) del PIL in Gran Bretagna negli ultimi quattro trimestri e i contributi alla crescita delle diverse componenti della domanda aggregata nello stesso periodo.

La dinamica del PIL britannico mostra una accentuata volatilità. Complessivamente il quadro è negativo, con contrazioni trimestrali del PIL di rilievo, spesso determinate da un processo di rilevante destoccaggio. Il ciclo delle scorte sembra dunque giocare un ruolo notevole nell'attuale congiuntura britannica.

TAB. 4 - UK dinamica del PIL e contributi alla crescita

	II-11	III-11	IV-11	I-12
PIL	-0.06	0.57	-0.3	-0.32
Consumi	-0.3	-0.2	0.3	0.1
Investimenti	0	0.1	-0.1	0
Spesa pubblica	0	-0.1	0.1	0.4
Importazioni	0.2	-0.1	-0.3	-0.1
Esportazioni	-0.7	0	0.5	0
Variaz. scorte	0.74	0.87	-0.8	-0.72

Fonte: OCSE

4. Eurozona

Il PIL dell'area Euro ha segnalato nel I-12 crescita zero. La dinamica aggregata nasconde profili molto differenziati all'interno dell'area. Mentre la Germania cresce a ritmi sostenuti, l'Italia è in piena recessione e altrettanto può dirsi dei paesi in difficoltà di bilancio (Grecia, Spagna, Portogallo). Nella TAB. 5 riportiamo il tasso di crescita congiunturale annualizzato del PIL e delle

principali voci della domanda nell'Eurozona negli ultimi quattro trimestri.

TAB. 5 - Area Euro: Tassi di crescita c.a. del PIL e delle principali voci di domanda

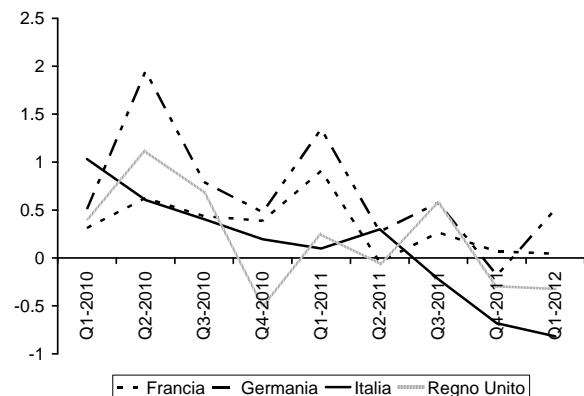
	II-10	III-11	IV-11	I-12
PIL	0.58	0.54	-1.27	-0.04
Consumi	-1.64	1.24	-1.87	0.09
Investimenti	-0.57	-1.17	-1.63	-5.36
Esportazioni	4.46	6.13	-2.72	4.15
Importazioni	2.45	2.72	-6.68	0.56

Fonte: OCSE

Si osserva la flessione di assoluto rilievo degli investimenti (non soltanto in apertura del 2012 ma anche per tutto il 2011) compensata, almeno in parte, dalla dinamica delle esportazioni (qui conta, evidentemente, la *performance* della Germania).

Nel grafico di FIG. 2 riportiamo le dinamiche del PIL (variazioni congiunturali non annualizzate) dei principali paesi dell'Eurozona su un orizzonte temporale più lungo. La *performance* dell'Italia è decisamente deludente (per usare un eufemismo).

FIG. 2 - PIL: Variazioni Congiunturali



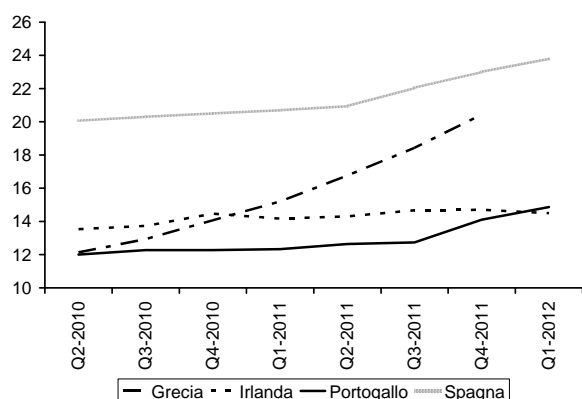
La recessione colpisce, come si è già detto, in particolare il Club Med dell'Eurozona (Portogallo, Italia, Grecia, Spagna).

Il tasso di disoccupazione è ancora in crescita (11%). Peggio di tutti Spagna (23%) e Grecia

(20%); a seguire Irlanda e Portogallo (15%). Piuttosto negativa anche la *performance* del mercato del lavoro in Italia (9%) e in Francia (10%). L'unico *bright spot* di questo quadro è la Germania, il cui tasso di disoccupazione viaggia attorno al 5%.

Nella FIG. 3 riportiamo l'andamento del tasso di disoccupazione per i paesi più colpiti dalla crisi.

FIG. 3 - Tasso di disoccupazione nei paesi colpiti dalla crisi del debito sovrano



Fonte: OECD

Il caso greco è tuttora al centro dell'attenzione. Le elezioni del 17 giugno hanno sgombrato il campo da un elemento di incertezza rilevante. La nuova coalizione di governo che si profila, a guida Nuova Democrazia, non ha intenzione di stracciare il memorandum di intesa con la troika. Ma è anche intenzionata a rinegoziare alcune delle condizioni imposte dalla troika per l'ottenimento degli aiuti.

Il rischio di una recrudescenza della crisi del debito sovrano (ovvero di nuove impennate degli *spread* dei paesi periferici rispetto al bund) non è tuttavia completamente scongiurato. La politica monetaria accomodante della BCE ha scongiurato una nuova crisi bancaria, conseguenza naturale della crisi del debito sovrano europeo. Tuttavia, seguendo uno schema già noto, la liquidità aggiuntiva è stata trattenuta dalle banche, non è

arrivata alle imprese e alle famiglie sotto forma di credito.

4.1 Germania

Nella TAB. 6 riportiamo il tasso di crescita congiunturale (non annualizzato) del PIL in Germania negli ultimi quattro trimestri e i contributi alla crescita delle diverse componenti della domanda aggregata nello stesso periodo.

La crescita nel primo trimestre del 2012 è ragguardevole. La componente più vivace della domanda aggregata è la domanda estera.

L'economia tedesca, quindi, continua a beneficiare in modo rilevante della posizione competitiva consolidatasi nel corso degli ultimi anni. E' facile prevedere, tuttavia, che essa non potrà rimanere immune a lungo da un quadro congiunturale che si profila ovunque negativamente connotato.

TAB. 6 - Germania dinamica del PIL e contributi alla crescita

	II-11	III-11	IV-11	I-12
PIL	0.3	0.6	-0.2	0.5
Consumi	-0.4	0.7	-0.1	0.2
Investimenti	0.0	0.1	0.2	-0.2
Spesa pubblica	0.2	0.0	0.1	0.0
Importazioni	-1.4	-1.0	0.3	0.0
Esportazioni	1.1	1.3	-0.7	0.9
Variatz. scorte	0.8	-0.5	0.0	-0.4

Fonte: OCSE

4.2 Francia

Nella TAB. 7 riportiamo il tasso di crescita congiunturale (non annualizzato) del PIL in Francia negli ultimi quattro trimestri e i contributi alla crescita. La variazione percentuale del PIL nel primo trimestre del 2012 sfiora lo zero. Il contributo negativo di investimenti e domanda estera netta è compensato dalla dinamica dei consumi, privati e collettivi.

TAB. 7 - Francia dinamica del PIL e contributi alla crescita

	II-11	III-11	IV-11	I-12
PIL	-0.05	0.26	0.06	0.05
Consumi	-0.55	0.20	0.04	0.13
Investimenti	0.13	0.04	0.25	-0.15
Spesa pubblica	0.00	0.04	0.04	0.13
Importazioni	0.17	-0.13	0.41	-0.20
Esportazioni	0.24	0.37	0.30	0.08
Variaz. scorte	-0.04	-0.26	-0.98	0.06

Fonte: OCSE

4.3 Italia

Per l'Italia, è recessione ed è recessione cospicua, sebbene meno profonda che nel 2009. Gli sviluppi congiunturali più recenti hanno indotto a rivedere ulteriormente al ribasso le previsioni 2012: adesso viaggiano tra -1,5 e -2%.

L'Italia è entrata in recessione nella seconda metà del 2011 e tornerà a crescere (in base alle previsioni di consenso) solo nella seconda parte del 2013 (sempre che la congiuntura europea non si avviti verso il basso).

Nella TAB. 8 riportiamo i soliti dati di PIL relativi all'economia italiana.

Sono colpiti soprattutto i consumi e gli investimenti. L'unica voce che dà un contributo positivo alla crescita è la domanda estera netta, il cui apporto è pari a 0.9 punti percentuali. Ma la scomposizione di questa contribuzione è significativa. Il grosso del contributo positivo alla crescita viene dalle importazioni (1.1 punti percentuali), mentre le esportazioni influiscono negativamente per 0.2 punti percentuali. Ciò è dovuto al fatto che le importazioni sono una componente negativa della domanda aggregata e che durante una recessione diminuiscono rapidamente (il tasso di variazione delle importazioni infatti è stato pari a -3,6% nel primo trimestre del 2012).

TAB. 8 - Italia dinamica del PIL e contributi alla crescita

	II-11	III-11	IV-11	I-12
PIL	0.37	-0.2	-0.64	-0.8
Consumi	-0.10	-0.3	-0.50	-0.6
Investimenti	-0.10	-0.2	-0.50	-0.7
Spesa pubblica	-0.10	-0.1	-0.10	0.1
Importazioni	0.50	0.4	0.80	1.1
Esportazioni	0.20	0.5	-0.04	-0.2
Variaz. scorte	-0.03	-0.5	-0.30	-0.5

Fonte: OECD

I consumi sono in fase di contrazione soprattutto per effetto della riduzione del reddito disponibile, il quale a sua volta risente sia del calo degli occupati che degli inasprimenti fiscali.

Dopo la manovra di consolidamento dei conti pubblici di dicembre (a base prevalentemente di inasprimenti della pressione fiscale e tributaria), il Governo Monti ha avviato manovre di liberalizzazione e semplificazione amministrativa. Più recentemente è stato varato un pacchetto di stimolo alla crescita le cui dimensioni reali e il cui impatto sono oggetto di valutazioni contrastanti. La prospettiva permane estremamente incerta sulla fattibilità politica e sull'efficacia delle misure intese a rilanciare lo sviluppo.

2. LA POLITICA MONETARIA NELL'EUROZONA E NEGLI USA[♦]

Nei primi mesi del 2012 la Banca Centrale Europea ha continuato lo stesso tipo di politica monetaria dei mesi precedenti, dando attuazione a quanto deciso a dicembre. Il tasso ufficiale è rimasto all'1%, mentre i problemi di liquidità delle banche, in gran parte collegati alla crisi del debito sovrano, sono stati affrontati con operazioni a tasso fisso e piena aggiudicazione degli importi richiesti. In particolare, due operazioni LTRO a scadenza 36 mesi hanno contribuito a creare presso gli istituti un elevatissimo cuscinetto di liquidità. Il rischio del mercato interbancario si è nel frattempo ridotto e alcuni tassi interbancari, grazie all'abbondante liquidità, si sono portati a livelli inferiori al Repo, in alcuni casi non lontani dallo zero. Sono però rinati timori sulla solvibilità della Spagna, che ha poi ottenuto un aiuto per la ricapitalizzazione del suo sistema bancario, e per l'Italia. L'aumento dello *spread* che ne è derivato, ha influenzato negativamente la capacità di provvista delle banche e i rendimenti del comparto delle obbligazioni *corporate*, già sottoposte a pressioni dal cattivo andamento dell'economia. Gli aggregati crescono a un ritmo particolarmente basso, in particolare i prestiti bancari. Per essi, uno dei momenti più negativi è stato a fine anno, quando le banche avevano ristretto i criteri di concessione anche in seguito a grossi problemi di finanziamento. Anche la politica della Fed non è cambiata: il tasso ufficiale rimarrà all'attuale livello almeno sino alla fine del 2014, la liquidità delle banche è ampia e la banca centrale continua le operazioni di allungamento della scadenza dei titoli in portafoglio.

[♦] A cura di Giuseppe Mastromatteo e Giovanni Verga. Hanno collaborato Giovanni Barone e Lorenzo Gardella.

1. La BCE: la gestione della liquidità

Anche nella prima metà del 2012 la Banca Centrale Europea ha agito in coerenza col *principio della separazione tra misure standard e non-standard*.

Il tasso ufficiale, già riportato a dicembre al suo minimo storico dell'1%, è rimasto a quel livello: per controbilanciare le pressioni sui mercati monetari e finanziari è stata utilizzata la sola manovra sulla liquidità, in linea coi provvedimenti decisi l'8 dicembre scorso. Tali provvedimenti prevedevano:

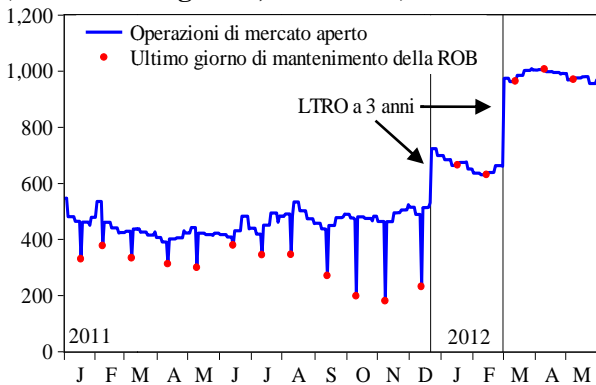
- 1) due finanziamenti a medio-lungo termine (LTRO), a scadenza 36 mesi (con opzione di estinzione, intera o parziale, dopo un anno), da attuare il 21 dicembre e il 28 febbraio con tasso fisso e piena aggiudicazione degli importi richiesti;
- 2) la riduzione del coefficiente di riserva obbligatoria dal 2 all'1% a partire dal periodo di mantenimento con inizio l'8 gennaio 2012;
- 3) l'allargamento del collaterale attraverso la riduzione della soglia di *rating* per alcuni ABS e la temporanea autorizzazione ad accettare come collaterale anche prestiti bancari con particolari requisiti;
- 4) la sospensione, a partire dal periodo di mantenimento della riserva obbligatoria con inizio 14 dicembre 2011, delle operazioni di assorbimento di *fine-tuning* poste in essere nell'ultimo giorno.

Quest'approccio di politica monetaria, ormai in essere da vari mesi, è stato convalidato nella riunione del Consiglio direttivo del 6 giugno 2012, nel quale è stato deciso che, *almeno fino al 15 gennaio 2013*, le operazioni di rifinanziamento principali (MRO), le operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema con scadenza speciale (della durata di un periodo di mantenimento) e le operazioni a più lungo termine (LTRO) a scadenza 3 mesi saranno condotte a

tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi richiesti (*full allotment*). La politica di facilitare l'accesso delle banche alla liquidità, cui si aggiungono gli eventuali acquisti di titoli di Stato da parte della BCE previsti dal programma SMP, è utilizzata anche per contrastare i problemi che agli istituti di credito vengono dalla crisi dei debiti sovrani. A quest'ultimo proposito, però, c'è stata una precisazione dello stesso presidente Draghi fatta qualche giorno dopo, il quale ha sottolineato che la BCE, "pur continuando a garantire liquidità alle banche solvienti, non può colmare tutte le falle presenti nel processo di integrazione europeo che richiedono provvedimenti politici particolarmente più incisivi".

Tornando a quanto deciso a dicembre, le due LTRO a 3 anni, di cui al punto 1, sono state coronate da successo: la domanda da parte degli istituti è stata elevatissima, 589 miliardi a dicembre e 530 a febbraio (FIG. 1), di cui peraltro un ammontare molto elevato è giunto alle banche italiane.

FIG. 1: Le operazioni di mercato aperto (Gen.2011-mag.2012, mld. Euro)



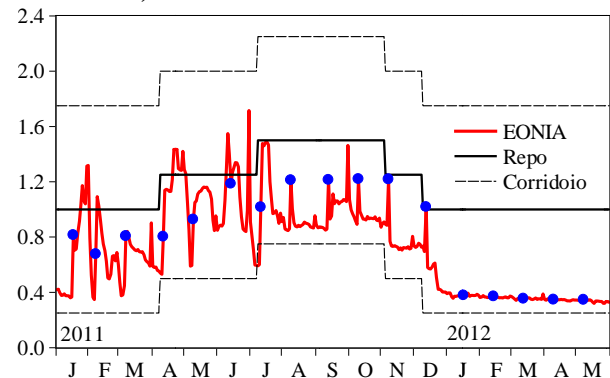
Fonte: BCE, valori al netto degli acquisti di titoli.

In effetti, da una nostra analisi econometrica risulta che in presenza di rischio elevato, di pressioni di liquidità, di aspettative di mancata riduzione dei tassi, di elevati importi in scadenza, la domanda di finanziamenti a medio lungo

termine diventa particolarmente cospicua e tanto più elevata quanto maggiore è la scadenza.

Dalla FIG. 1 emerge anche che, in accordo con la decisione di dicembre, sono totalmente cessate le operazioni di assorbimento di liquidità, a scadenza un giorno, attivate fino al 17 gennaio scorso nell'ultimo giorno del periodo di mantenimento della riserva obbligatoria. Queste operazioni, se da un lato riducevano il costo delle riserve eccedenti, dall'altro creavano tensioni nel mercato interbancario - *overnight* in particolare (FIG. 2) - limitando l'offerta di fondi inoperosi nel mercato monetario. Il provvedimento ha infatti inciso significativamente sul profilo dell'andamento della liquidità delle banche durante il periodo di mantenimento della riserva (FIGG. 3 e 4).

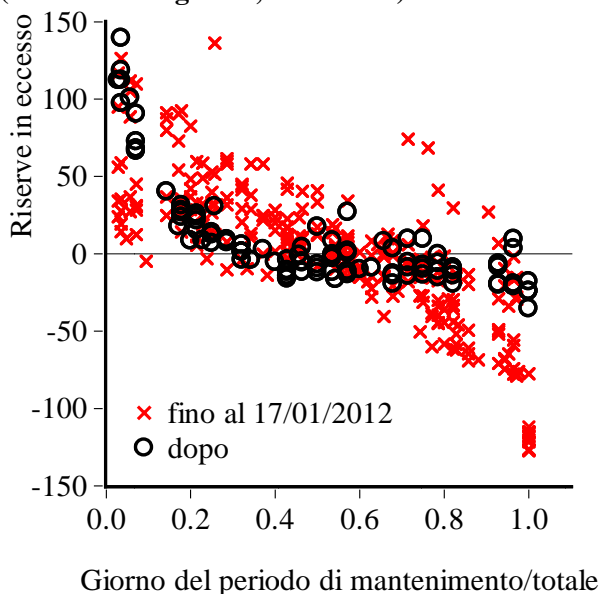
FIG. 2: Repo e EONIA (Gen.2011-mag.2012, mld. Euro)



Fonte: BCE e EONIA; i pallini si riferiscono all'ultimo giorno di mantenimento.

L'andamento delle riserve eccedenti – che nei giorni dei vari periodi di mantenimento risultava linearmente decrescente con un'ulteriore significativa flessione nell'ultimo giorno – a partire dal 18 gennaio scende molto più rapidamente all'inizio, per poi rimanere poco sotto lo zero verso la fine del periodo. Dalla FIG. 4 emerge che anche i depositi *overnight* e la liquidità totale non subiscono più la tipica flessione dell'ultimo giorno della riserva.

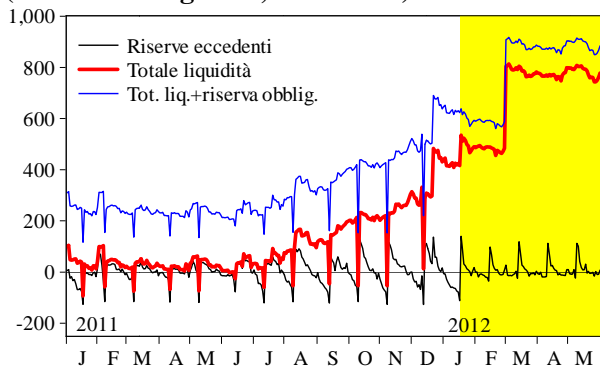
FIG. 3: Il profilo giornaliero delle riserve eccedenti: prima e dopo i provvedimenti (Gen.2011-mag.2012, mld. Euro)



Fonte: BCE e nostre elaborazioni.

La stessa FIG. 4 mostra che negli ultimi mesi le banche hanno accumulato un'eccezionale ammontare di liquidità complessiva (riserve eccedenti + depositi *overnight*) - in particolare dopo le due LTRO a tre anni - che ha loro permesso di affrontare gli shock subiti dai vari mercati.

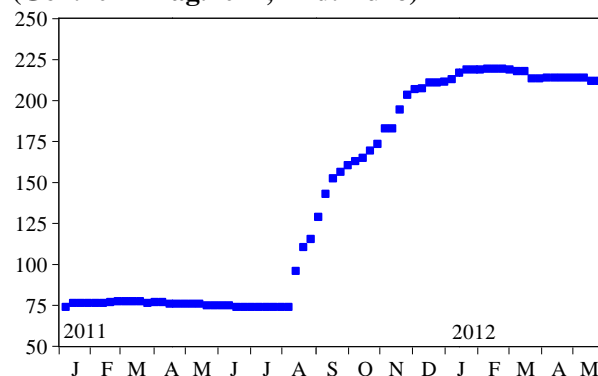
FIG. 4: La liquidità complessiva delle banche (Gen.2011-mag.2012, mld. Euro)



Fonte: BCE, Totale liquidità = riserve eccedenti + depositi *overnight*; Fondo grigio: nuovo regime.

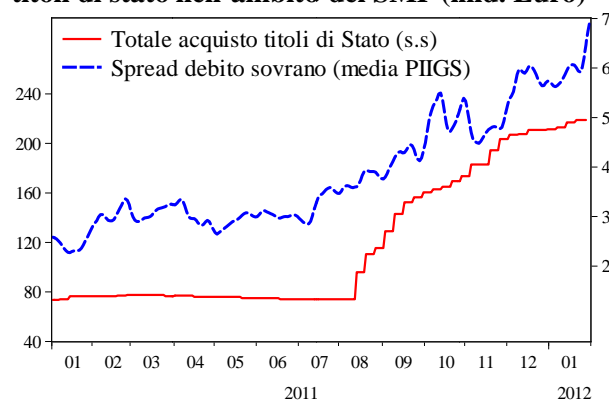
Durante i primi cinque mesi del 2012 si è invece stabilizzato l'ammontare di titoli del debito sovrano detenuto nel portafoglio della BCE (FIG. 5). Fino alla fine dello scorso anno, questo *stock* veniva incrementato per contrastare, almeno parzialmente, gli aumenti dello *spread* tra il rendimento dei titoli di Stato dei PIIGS e la Germania (FIG.6).

FIG. 5: Acquisti di titoli del debito sovrano (Gen.2011-mag.2012, mld. Euro)



Fonte: BCE, dati settimanali.

FIG. 6: Spread medio del rendimento del debito sovrano dei paesi PIIGS e acquisti di titoli di stato nell'ambito del SMP (mld. Euro)



Fonte: BCE e Bloomberg (lo *spread* medio dei paesi PIIGS è ottenuto dando peso 5 all'Italia, 4 alla Spagna e 1 agli altri).

In effetti, il confronto tra i CDS dei debiti sovrani

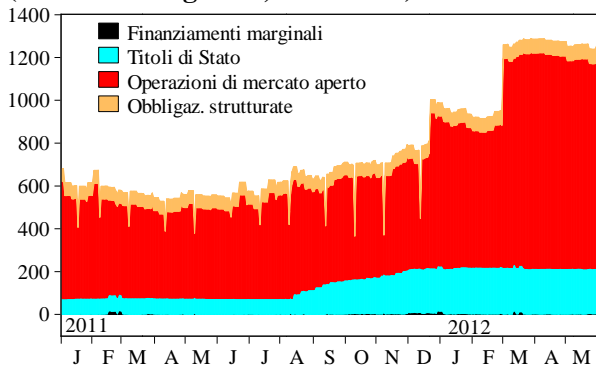
e gli *spread* tra i rendimenti dei corrispondenti titoli decennali e quelli tedeschi suggerisce che gli acquisti di titoli da parte della BCE hanno portato a una riduzione del differenziale, anche se solo temporanea.

2. Fonti e impieghi della liquidità

Le consistenze totali relative alla creazione di liquidità da parte della Banca Centrale Europea e i corrispondenti impieghi sono riportati nelle FIGG. 7, 8, 9 e 10.

Per quanto riguarda la creazione (FIG. 7), la voce più importante corrisponde alle operazioni di mercato aperto, che peraltro contiene i due già commentati forti incrementi in corrispondenza alle due operazioni LTRO a scadenza triennali. L'altra importante fonte è l'acquisto di titoli di Stato da parte dell'Eurosistema, per altro di volta in volta sterilizzato da depositi a tempo di pari importo (i quali entrano con segno negativo nella voce "operazioni di mercato aperto"). E' invece modesto e pressoché costante il contributo delle obbligazioni strutturate e assolutamente irrilevante il contributo dei finanziamenti marginali, pressoché invisibili nella parte inferiore della figura.

FIG. 7: La creazione di liquidità e le sue fonti (Gen.2011-mag.2012, mld. Euro)

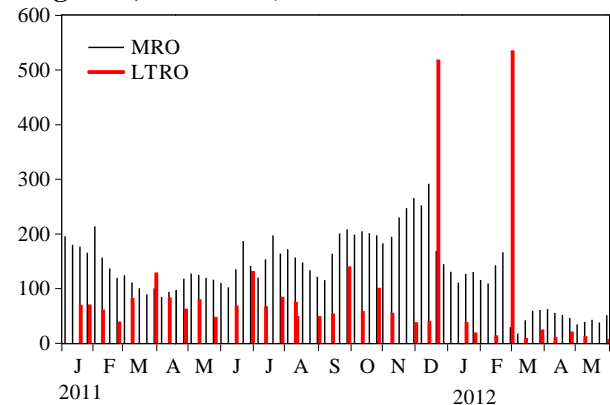


Fonte: BCE. Le punte verso il basso coincidono con l'ultimo giorno del periodo di mantenimento della riserva obbligatoria.

Poiché la piena aggiudicazione degli importi richiesti (*full allotment*) fa sì che l'ammontare accordato in queste operazioni di mercato aperto corrisponda alle richieste delle banche, ne consegue che l'aumento di creazione della liquidità sia principalmente legata alla sua elevata domanda.

Tornando comunque alle operazioni di mercato aperto, è utile considerarle divise per tipologia, in particolare le due classi di rifinanziamento principale (MRO) e a medio-lungo termine (LTRO), le sole operazioni in euro che negli ultimi mesi abbiano creato base monetaria.

FIG. 8: Operazioni MRO e LTRO (Gen.2011-mag.2012, mld. Euro)



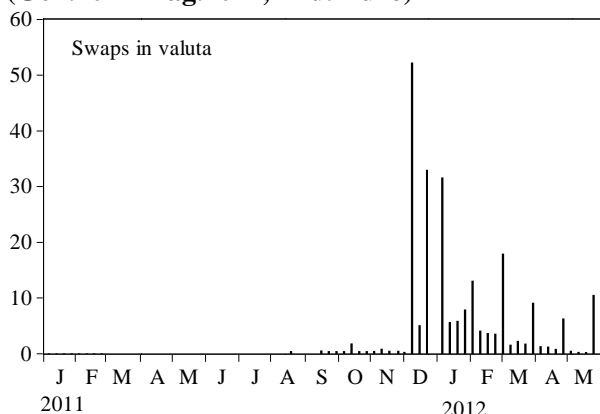
Fonte: BCE.

La FIG. 8 mostra la rilevanza delle due operazioni a 36 mesi e come, dopo ciascuna di queste due operazioni, sia sceso l'utilizzo delle operazioni di rifinanziamento principali (di cui buona parte è utilizzata per compensare gli importi in scadenza). Questo in coerenza con l'ipotesi che, una volta acquisito un certo ammontare stabile di liquidità, le banche non chiedono ulteriore liquidità mediante lo svolgimento di altre operazioni.

A tutta questa creazione di liquidità vanno aggiunti i finanziamenti della BCE in valuta alle banche, che hanno ridotto la penuria di finanziamenti a breve per quegli istituti che hanno

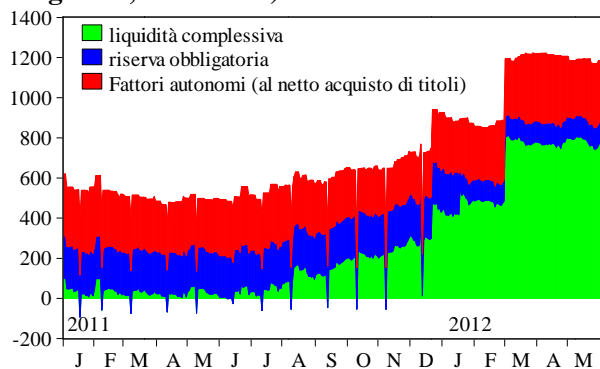
problemi di accesso ai mercati monetari internazionali - come avvenuto in particolare a dicembre 2011, mese in cui si sono maggiormente concentrate queste operazioni (FIG. 9).

FIG. 9: I finanziamenti in valuta alle banche (Gen.2011-mag.2012, mld. Euro)



Fonte: BCE.

FIG. 10: L'utilizzo della liquidità (Gen.2011-mag.2012, mld. Euro)



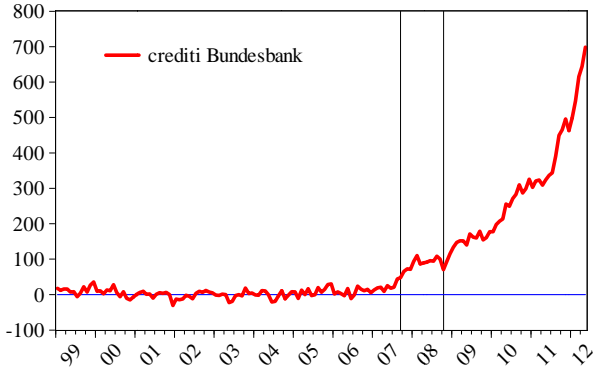
Fonte: BCE. Le punte verso il basso coincidono con l'ultimo giorno del periodo di mantenimento della riserva obbligatoria.

Dal lato degli utilizzi (FIG. 10) il principale aumento dello *stock* ha riguardato la liquidità complessiva delle banche (depositi *overnight* più liquidità in eccesso, con la prima voce che è di gran lunga la principale (v. anche la precedente FIG. 4). Questo aggregato, che rappresenta la maggiore componente degli utilizzi, evidenzia due

significativi incrementi sempre in concomitanza con le due LTRO di dicembre e febbraio.

La riserva obbligatoria si è invece dimezzata in seguito al provvedimento di dicembre; relativamente stabili sono i fattori autonomi al netto degli acquisti di titoli di Stato da parte della BCE. Come già osservato in precedenza, la sospensione delle operazioni di assorbimento attivate nell'ultimo giorno del periodo di mantenimento della riserva obbligatoria ha ovviamente eliminato tutte le punte verso il basso che fino al 2011 caratterizzavano, le operazioni di mercato aperto e la liquidità del sistema bancario. Tutti questi flussi di liquidità hanno però destato qualche perplessità presso la Bundesbank. Le uscite/entrate di liquidità delle banche centrali nazionali vengono girate alla BCE, costituendo per le prime, secondo i casi, debiti presso la Banca Centrale Europea o finanziamenti concessi alla BCE. Nel meccanismo TARGET2, le banche commerciali si rivolgono alle rispettive banche centrali nazionali per i loro regolamenti di liquidità. Tuttavia, mentre inizialmente i flussi in entrata e in uscita all'interno di ogni banca centrale nazionale tendevano a compensarsi, a partire dalla crisi del 2007 la Bundesbank ha cominciato ad accumulare sempre più liquidità proveniente dal resto della zona-Euro, sia per le esportazioni della Germania che, più recentemente per fenomeni di *flight to quality* conseguenti alla crisi del debito sovrano (FIG. 11). La Banca Centrale Tedesca si trova quindi a finanziare sempre più la BCE, la quale a sua volta concede liquidità - tramite le singole banche centrali nazionali - agli istituti bancari con maggiori problemi in cambio di collaterali piuttosto deboli. Queste ultime, in definitiva, vengono indirettamente finanziate dalla Bundesbank. Lo stesso vale per quanto riguarda gli acquisti di titoli di Stato da parte della BCE.

FIG. 11: Crediti della Bundesbank verso la BCE derivanti da TARGET 2 (Gen.1999-mag.2012, mld. Euro)



Fonte: Bundesbank.

3. Repo e rendimenti del mercato monetario

Come nel passato, lo strumento del tasso ufficiale non è stato considerato un mezzo per contrastare la crisi del debito sovrano e nel primo semestre di quest'anno è rimasto fermo all'1%.

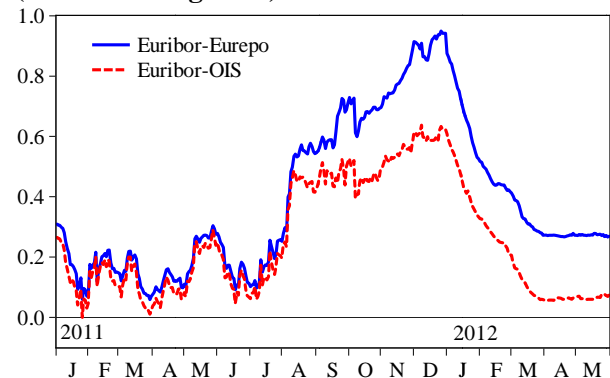
Il rischio (di liquidità e di insolvenza) del mercato interbancario si è comunque ridotto nel primo semestre del 2012. I differenziali tra i rendimenti a 1 mese del mercato monetario non garantito (Euribor) e di quello garantito (Eurepo) e degli *swaps* (OIS) si sono infatti ristretti (FIG.12), dopo aver raggiunto un massimo a dicembre.

Il differenziale Euribor-OIS continua comunque a mantenersi più basso di quello Euribor-Eurepo. Dall'agosto del 2011, cioè in concomitanza con l'allargamento della crisi del debito sovrano a Italia e Spagna, il rendimento dell'Eurepo è stato spinto verso il basso dalla maggior propensione delle banche con *surplus* di liquidità ad offrire fondi sul mercato garantito.

I differenziali dell'Euribor con l'Eurepo e l'OIS avevano comunque cominciato ad allargarsi già all'inizio della crisi finanziaria nell'agosto 2007. Essi hanno seguito, fino alla fine del 2009, le alterne vicende del differenziale americano tra il Libor e l'OIS. Una volta che il rendimento non

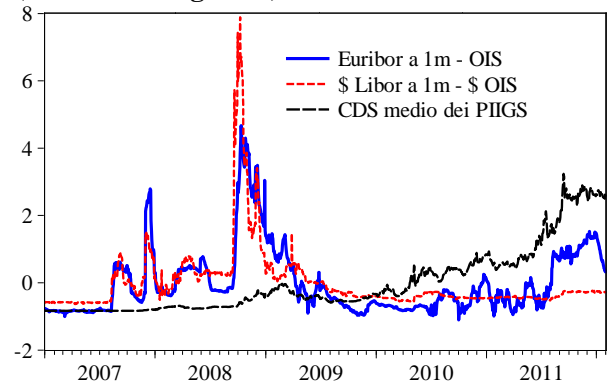
garantito dell'interbancario USA è ritornato su valori normali, anche il nostro differenziale si è ridotto, per poi riaprirsi in seguito all'acuirsi delle difficoltà sul debito sovrano che hanno avuto un effetto negativo sul rischio e sull'attività del mercato interbancario (FIG. 13).

FIG. 12: Il rischio del mercato interbancario (Gen.2011-mag.2012)



Fonte: Euribor 1 m., Eurepo e OIS.

FIG. 13: Rischio del mercato interbancario europeo, americano, e del debito sovrano (Gen.2007-mag.2012)

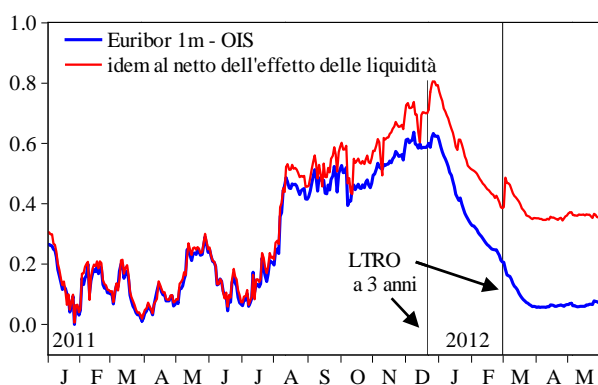


Fonte: Euribor, Eurepo, OIS, Libor, Bloomberg e nostre elaborazioni; il rischio del debito sovrano è misurato dalla media ponderata dei CDS dei PIIGS; scala "normalizzata".

Alla riduzione del differenziale negli ultimi mesi ha comunque significativamente contribuito anche l'erogazione di liquidità alle banche da parte

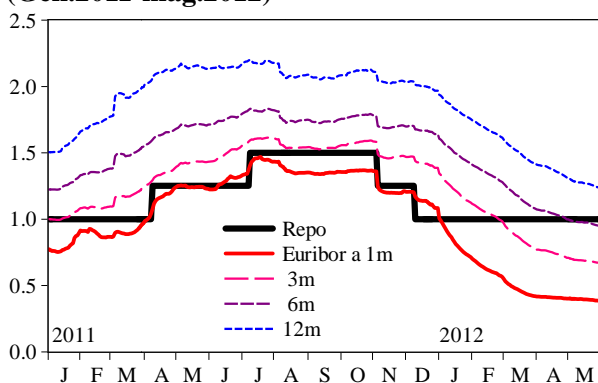
dell'Eurosistema che ha ridotto il rischio presente nel mercato non garantito (FIG. 14). L'abbondante liquidità ha anche spinto i tassi del mercato monetario al di sotto del tasso ufficiale. Questo è ben visibile per le scadenze più brevi dell'Euribor e per tutte le scadenze del mercato garantito (FIGG. 15 e 16).

FIG. 14: Il differenziale Euribor-OIS, effettivo e al netto dell'effetto dell'aumento della liquidità (Gen.2011-mag.2012)



Fonte: nostra stima su dati di Euribor, OIS e BCE; per la liquidità si è considerato il suo effetto di equilibrio.

FIG. 15: Repo e Euribor a 1, 3, 6 e 12 mesi (Gen.2011-mag.2012)



Fonte: Euribor e BCE.

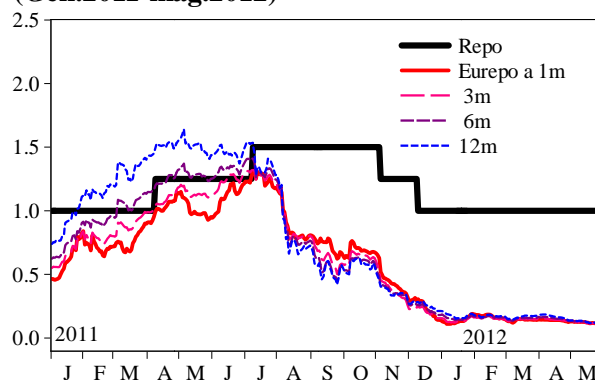
Il confronto tra gli andamenti per scadenza dei tassi interbancari delle due figure conferma innanzitutto che il rischio del mercato non

garantito è legato alla scadenza delle operazioni: più la scadenza è lontana nel tempo, più cresce il differenziale tra i rendimenti dei due mercati.

Grazie al fatto che il Repo sia tornato all'1% e grazie all'elevata liquidità fornita alle banche, i rendimenti dell'Eurepo sono ormai prossimi allo zero per tutte le scadenze.

Il confronto tra i rendimenti delle varie scadenze permette di ricavare alcuni indizi riguardo le aspettative degli operatori sul futuro andamento dei tassi. Nella prima parte del 2011 i rendimenti delle scadenze più lunghe dell'Eurepo (FIG. 16) erano maggiori di quelli sulle scadenze più brevi, segnalando l'attesa di rialzo dei tassi; da luglio a novembre la situazione si era capovolta in coerenza con aspettative al ribasso per le cattive prospettive economiche della zona-Euro; a partire dalla metà del gennaio 2012 gli andamenti risultano sovrapposti: le attuali aspettative sono quindi di tassi stabili o, al più, di un loro modesto ribasso.

FIG. 16: Repo e Eurepo a 1, 3, 6 e 12 mesi (Gen.2011-mag.2012)



Fonte: Eurepo e BCE.

Questi risultati sono coerenti con le aspettative di *consensus* di *bfinance* sull'andamento futuro del Repo (TAB. 1). A maggio le medie dei tassi attesi fra 2 e 5 mesi erano inferiori ma vicine all'1%, la mediana esattamente pari all'1%, cioè l'attuale valore del Repo.

TAB. 1: Le aspettative di consensus di bfinance sul futuro valore Repo

		Dic	Gen	Feb	Mar	Apr	Mag
fra 2 mesi	media	0,92	0,68	0,66	0,77	0,97	0,97
	mediana	1,00	0,75	0,63	0,75	1,00	1,00
	minimo	0,50	0,50	0,50	1,00	1,00	1,00
	massimo	1,00	1,00	1,00	0,50	0,75	0,75
fra 5 mesi	media	0,89	0,68	0,66	0,72	0,90	0,94
	mediana	1,00	0,75	0,63	0,75	1,00	1,00
	minimo	0,50	0,50	0,50	1,00	1,00	1,00
	massimo	1,25	1,00	1,00	0,50	0,50	0,50
	numero	9	7	8	10	10	9

Fonte: *bfinance*; i valori si riferiscono a prima delle riunioni del consiglio direttivo della BCE.

In effetti i tassi di mercato sono già molto bassi e un'ulteriore riduzione del Repo (che peraltro andrebbe accompagnata da una riduzione dell'ampiezza del "corridoio" per non portare il rendimento sui depositi *overnight* a zero o addirittura a un valore negativo) avrebbe un impatto molto limitato perché, in ogni caso, i tassi interbancari non possono diventare negativi.

Uno spazio di riduzione sembrerebbe ancora disponibile per le scadenze più lunghe dell'Euribor (si veda ancora la FIG. 15), ma in realtà, anche per questo mercato, le possibilità di riduzioni legate a una diminuzione del Repo sono modeste.

L'ultima conferenza stampa del presidente, tenuta il 6 giugno, ha comunque lasciato un piccolissimo spiraglio a una decisione in tal senso. In essa il Consiglio ha preso atto che i principali indicatori economici sono peggiorati (TAB. 2). Il presidente Draghi ha così affermato che, in presenza di un andamento dei prezzi che continua a rimanere in linea [*in line*] con il suo obiettivo di medio periodo, e di una crescita degli aggregati che permane contenuta [*subdued*], a giugno le prospettive economiche sono peggiorate rispetto a maggio. Nell'ultima conferenza, infatti, Draghi non ha più parlato come negli ultimi mesi di graduale ripresa, ma piuttosto di una crescita

economica debole in presenza di una più elevata incertezza che pesa sulla fiducia e determina un aumento dei rischi al ribasso (*increased downside risks*) per le prospettive economiche.

TAB. 2: Alcuni dei principali indicatori per la politica monetaria

Valori disponibili al momento delle riunioni	2011	2012	2012
	lug	feb	giu
Inflazione	2,70	2,70	2,40
ΔPrezzi alla produzione	6,20	4,30	2,60
Prezzo petrolio (EUR)	79,10	86,20	86,00
ΔPrezzo petrolio (EUR)	27,17	18,73	7,77
Cambio \$/€	1,44	1,29	1,28
ΔCambio \$/€	17,85	-3,41	-10,87
ΔPIL	2,50	1,30	-0,10
ΔProd. Industriale(*)	4,77	0,77	-1,20
ΔProd. Manifattur. (*)	7,50	1,93	-1,80
Indice di Fiducia	105,40	93,40	90,60
Eurocoin	0,52	-0,14	-0,13
ΔM1	1,20	1,60	1,80
ΔM3(*)	2,20	2,10	2,70
ΔPFI	2,70	1,00	0,30
Euribor-Eurepo (1m)	0,12	0,48	0,27
Repo	1,50	1,00	1,00
Aspettative (SPF)			
Inflazione fra 1 anno	1,90	1,70	1,80
Inflazione fra 2 anni	1,90	1,70	1,80
Inflaz.a medio periodo	2,00	2,00	2,00
ΔPIL fra 1 anno	1,60	0,10	0,20
ΔPIL fra 2 anni	1,80	1,20	1,20
ΔPIL a medio periodo	1,90	1,80	1,80

Ultimi valori disponibili alle date indicate; Δ = variazione percentuale annua; in grassetto: aumentato contenuto inflazionistico, in corsivo: aumentato contenuto deflazionistico; (*) = media ultimi tre mesi; Fonte: BCE, Euribor, Eurepo, Eurostat, Eurocoin.

4. La politica monetaria della Fed

La politica della Banca Centrale americana non ha più subito modifiche dopo le parziali innovazioni dello scorso gennaio.

Il comunicato rilasciato dopo la riunione del FOMC del 25 aprile ne è la conferma. Per quanto riguarda l'andamento dell'economia si scorge

comunque un lieve maggior ottimismo rispetto a gennaio (TAB. 3).

TAB. 3 – Le previsioni per l’economia USA

Variabili		2012	2013	2014	lungo periodo
crescita PIL	(a)	2,4-2,9	2,7 - 3,1	3,1 - 3,6	2,3 - 2,6
	(b)	2,2 - 2,7	2,8 - 3,2	3,3 - 4,0	2,3 - 2,6
disoccupaz.	(a)	7,8 - 8,0	7,3 - 7,7	6,7 - 7,4	5,2 - 6,0
	(b)	8,2 - 8,5	7,4 - 8,1	6,7 - 7,6	5,2 - 6,0
inflazione (PCE)	(a)	1,9 - 2,0	1,6 - 2,0	1,7 - 2,0	2,0
	(b)	1,4 - 1,8	1,4 - 2,0	1,6 - 2,0	2,0
inflazione (core PCE)	(a)	1,8 - 2,0	1,7 - 2,0	1,8 - 2,0	-
	(b)	1,5 - 1,8	1,5 - 2,0	1,6 - 2,0	-

Fonte: Fed; (a) = previsioni di aprile 2012, (b) = previsioni di gennaio.

Secondo il Comitato le ultime informazioni raccolte suggeriscono, infatti, che l’economia si stia moderatamente espandendo e che le condizioni del mercato del lavoro siano migliorate, anche se la disoccupazione rimane elevata. Sono in crescita anche la spesa delle famiglie e quella per investimenti fissi. Di fronte a questo, però, il settore edilizio rimane depresso e l’inflazione corrente è leggermente aumentata per effetto del rincaro del prezzo del petrolio e della benzina, anche se le aspettative inflazionistiche di lungo periodo non sono cambiate. Il Comitato ha inoltre dichiarato di attendersi che la crescita dell’economia americana rimanga moderata anche nei prossimi trimestri per poi intensificarsi gradualmente; anche la disoccupazione scenderà, ma gradualmente, a un livello coerente con gli obiettivi della banca. L’inflazione, infine, dovrebbe tornare a un valore coerente con l’obiettivo di lungo termine del 2% fissato lo scorso gennaio. Queste prospettive, non insoddisfacenti per il settore reale, sono però messe a rischio, secondo il FOMC, dai problemi finanziari dell’Eurozona.

Allo scopo di favorire una ripresa economica più

forte e mantenere moderata l’inflazione, il FOMC ha ribadito per l’ennesima volta la sua intenzione di continuare l’attuale politica accomodante. Il tasso *target* sui Federal fund viene mantenuto nella fascia 0-0,25% e questo basso valore dovrebbe rimanere tale almeno sino alla fine del 2014.

L’altra componente della politica monetaria americana ribadita nella riunione di aprile è che il programma (annunciato nel settembre 2011) di allungamento della scadenza media dei titoli nel portafoglio della Fed (il cui obiettivo è mantenere bassi i tassi a lunga) continuerà anche nel futuro. Alle aste dei titoli del Tesoro la Fed preferirà quindi le scadenze lunghe; inoltre reinvestirà in *agency mortgage-backed securities* i rimborsi dei suoi *agency debt* e *agency mortgage-backed securities*.

Riguardo alla dichiarazione che il tasso ufficiale sarà mantenuto nella fascia 0-0,25% fino al 2014, emergono però alcune incongruenze tra il comunicato della riunione del FOMC e le aspettative di suoi singoli componenti (TAB. 4).

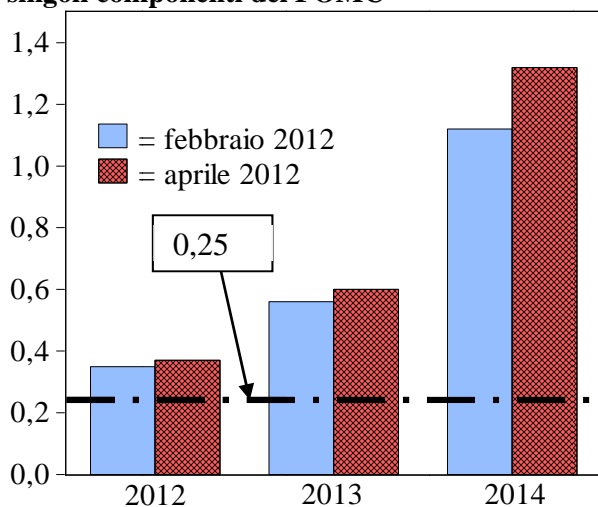
Se per l’anno in corso le previsioni sono quasi tutte dello 0,25% in accordo col limite superiore della fascia, la situazione muta parzialmente per il 2013 e poi nettamente per il 2014, per il quale, in contrapposizione col comunicato, solo 4 membri su 17 ritengono che il tasso resterà immutato: tutti gli altri prevedono un rialzo. Questa contraddizione è diventata ancor più evidente negli ultimi mesi (FIG. 17): i valori attesi sono maggiori dello 0,25% e sono aumentati dal febbraio all’aprile 2012. In effetti, l’ultima decisione di lasciare i tassi inalterati non è stata presa all’unanimità: un membro ha votato contro perché non ritiene che sarà necessario mantenere i tassi così bassi sino alla fine del 2014.

TAB. 4: Le ultime previsioni dei singoli componenti del FOMC sul tasso ufficiale americano

Target Federal Funds Rate a fine anno	numero dei giudizi individuali			
	anni			
(%)	2012	2013	2014	Lungo periodo
0,25	14	11	4	
0,50	1		3	
0,75		1		
1,00	1	2	2	
1,25	1	1		
1,50			1	
1,75		2		
2,00			2	
2,25			1	
2,50			3	
2,75			1	
3,00				
3,25				
3,50				1
3,75				1
4,00				6
4,25				2
4,50				7

Fonte: Fed.

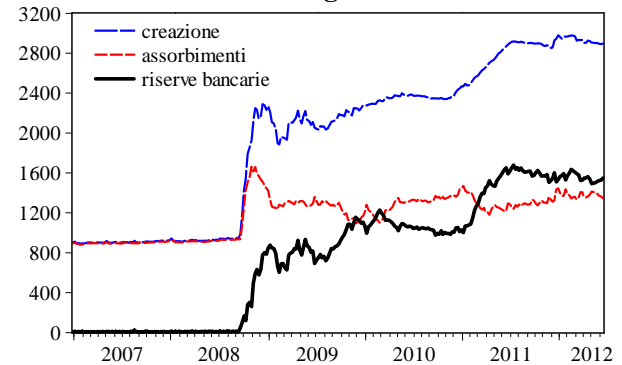
FIG. 17: I valori medi delle previsioni dei singoli componenti del FOMC



Fonte: Fed e nostre elaborazioni.

La liquidità bancaria, per cui la Fed ha già preparato un piano di rientro, rimane ancora a un livello poco sotto il massimo del 2001 (FIG. 18).

FIG. 18: Creazione, assorbimenti di liquidità e riserve bancarie nette negli USA



Fonte: Fed (dati in miliardi di dollari).

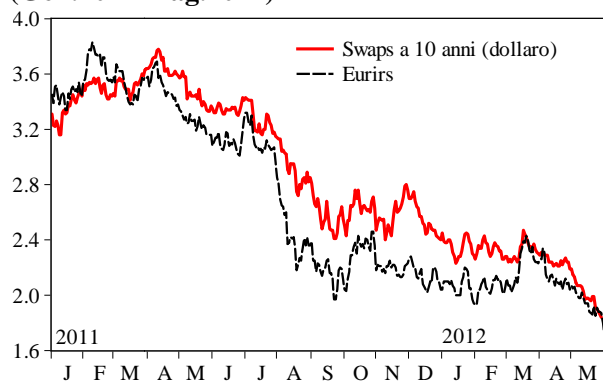
In altri termini, il processo per riportare la liquidità al livello tradizionale prossimo a zero, da un punto di vista puramente quantitativo, non è ancora cominciato. La cosa cambia se è considerata da un punto di vista qualitativo: come previsto nel cosiddetto “piano di rientro”, alcuni strumenti *ad hoc*, attivati nel periodo di emergenza (come le TAF, etc.) sono stati abbandonati; inoltre la Fed ha cominciato ad offrire alle banche depositi a tempo con lo scopo di ridurre parte della loro liquidità a vista.

5. I tassi a lunga negli USA e nell’Eurozona

I rendimenti degli *swaps* decennali (Eurirs per la zona-Euro) si sono ridotti sia negli Stati Uniti che in Europa (FIG. 19). Almeno dal punto di vista del risultato, quindi, la politica di allungamento delle scadenze della Fed ha avuto un certo successo. La discesa dei tassi europei è in parte dovuta alla flessione di quelli americani (dato che i tassi europei tendono sempre a seguirne i principali movimenti), in parte alla difficile

congiuntura nell'Eurozona, in parte all'elevata liquidità fornita dalla BCE alle banche.

FIG. 19: Confronto tra i tassi decennali interbancari (swaps) americani e europei (Gen.2011-mag.2012)



Fonte: Fed e Eurirs.

Le condizioni sono invece molto diverse per i titoli di Stato delle due diverse aree.

Mentre in America la differenza tra rendimento degli *swaps* e titoli di Stato di pari scadenza è minima, nel caso europeo la differenza può diventare enorme in relazione al paese che si considera (FIG. 20). Per esempio, le difficoltà del debito sovrano incontrate da Spagna e Italia hanno portato i rispettivi rendimenti a un livello molto elevato, con un andamento irregolare e poco legato all'Eurirs. I titoli di Stato tedesco seguono invece l'Eurirs, ma a un livello più basso grazie al cosiddetto fenomeno di *flight to quality* che ne ha aumentato la domanda.

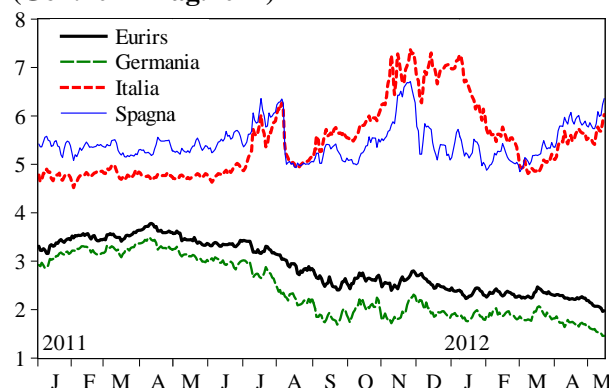
In effetti, come emerge dalla FIG. 21, i paesi con *rating* peggiore hanno un CDS più elevato e, dato il legame tra CDS e tassi, anche uno *spread* più alto rispetto alla Germania.

Il comparto delle obbligazioni *corporate* risente in misura rilevante delle crescenti tensioni che contraddistinguono i mercati finanziari.

Al riguardo, l'Eurozona risulta essere l'epicentro della crisi per via del progressivo trasferimento delle situazioni di *stress* dai mercati finanziari alla

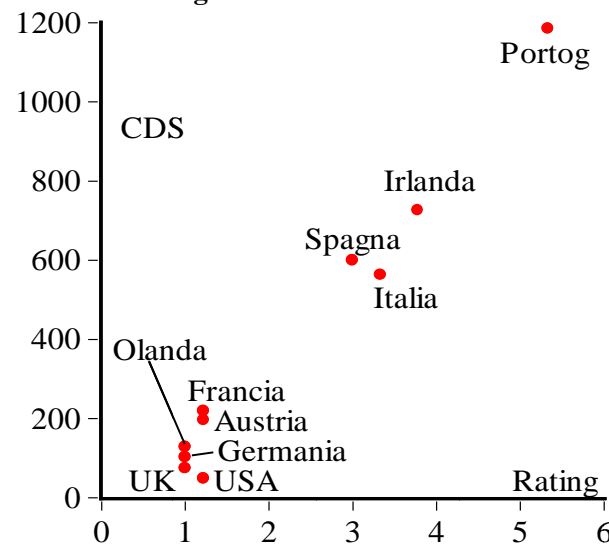
non buona economia reale, cui si aggiungono le considerevoli difficoltà della politica, con particolare riferimento ai ritardi dell'UE nel fornire risposte adeguate alla gravità del contesto.

FIG. 20: Eurirs e titoli di stato decennali (Gen.2011-mag.2012)



Fonte: Eurirs e Financial Times.

FIG. 21: Rating e CDS



Fonte: Moody's, S&P, Fitch, Bloomberg e nostre elaborazioni. Il *rating* corrisponde alla media delle tre società: AAA corrisponde a 1, AA a 2, etc.

Al progressivo allargamento delle pressioni sui debiti sovrani all'interno dell'Eurozona si è pertanto accompagnato il raffreddamento della

congiuntura. Al suo interno si distingue comunque un Settentrione in rallentamento ed un Meridione in recessione acuta anche a causa delle misure di *austerity* adottate per consolidare i conti pubblici. Come già accennato poco sopra, nell'ultimo anno si è registrato un allargamento pressoché generalizzato del differenziale di rendimento tra titoli Stato e tassi *swap*. Un movimento opposto ha invece caratterizzato alcuni Paesi virtuosi sul fronte dei conti pubblici (come la Germania) e quelli favoriti dalla presenza di una Banca centrale con ampi poteri d'intervento (come gli USA).

Nel complesso, alla luce dell'attuale fase congiunturale, dei numerosi *downgrade* delle agenzie di *rating* sul merito creditizio di Stati e società private, nonché degli elevati rendimenti offerti dai *government bonds*, le obbligazioni *corporate* negli ultimi trimestri hanno incontrato enormi difficoltà sul mercato primario ed una riduzione dei volumi scambiati su quello secondario.

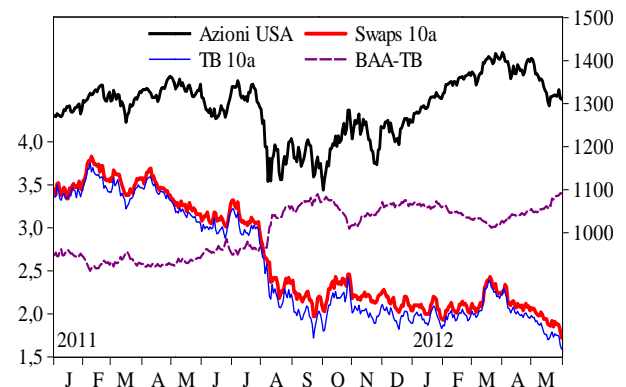
Si è, così, registrata una significativa volatilità dello *spread* tra i rendimenti dei *corporate bonds* e i tassi *swap* per quanto attiene le emissioni in euro, volatilità accentuata dal non lineare susseguirsi delle decisioni prese per mitigare le turbolenze finanziarie in Europa. In particolare, il movimento ha toccato un minimo relativo intorno alla fine di aprile, per poi riprendere una tendenza ascendente fino alle sedute più recenti.

Tale andamento crescente dell'ultimo mese risulta coerente con l'incremento della probabilità di *default* per le società dell'Europa occidentale evidenziato dalle statistiche di Fitch Ratings. Nel recente passato, dopo i massimi raggiunti nel momento più acuto della crisi economico-finanziaria del periodo 2008-2009, l'indicatore aveva invece registrato una marcata flessione che è durata fin verso la fine del primo semestre del 2011.

Con il nuovo peggioramento del contesto europeo, la possibilità a cinque anni di nuovi fallimenti è cresciuta costantemente ed in giugno si è attestata al 17,4%, in confronto al 15,0% di maggio ed al 6,2% di dodici mesi prima.

Risulta migliore il contesto statunitense (FIG. 22), dove il rendimento dei Treasury bonds decennali è inferiore agli *swaps* e lo *spread* tra il rendimento delle obbligazioni BAA e dei TB si è mosso specularmente all'andamento (peraltro non completamente negativo) della borsa. Sebbene le pressioni sui mercati si siano riflesse anche sulle società americane, che in termini di *swap spread* non si discostano significativamente da quelle dell'Area-Euro, Fitch ha rivisto al rialzo solo in modo marginale la probabilità di *default* ad esse riferita.

FIG. 22: Borsa USA e rendimenti dei bond



Fonte: Fed e Yahoo Finace.

L'economia USA sta, infatti, ancora traendo beneficio dalle politiche monetarie e fiscali particolarmente accomodanti e sufficienti a sostenerne il PIL. A questo si aggiunga che la Fed, attraverso le parole del presidente Bernanke nella recente audizione davanti alla Commissione economica del Congresso, si è detta pronta ad intervenire con nuove misure di stimolo qualora fosse necessario.

A partire dal secondo trimestre 2012, lo scenario di incertezza intorno agli sviluppi futuri della crisi

dei debiti sovrani nell'Area-Euro si è pertanto riflesso - soprattutto in Europa, ma anche negli USA - in una nuova fase di allargamento dello *spread* dei *corporate bonds* rispetto ai tassi *swap*, con un'accelerazione più evidente nel Vecchio Continente, anche se i livelli sono analoghi nelle due valute di riferimento.

Decisamente più marcate sono risultate le differenze in termini di probabilità di *default*, il cui incremento è particolarmente evidente nell'economia europea (TAB. 5). Si rileva, inoltre, che la mancanza di emissioni sufficienti ha indotto Bloomberg ad interrompere la contribuzione delle curve generiche "AAA" nel novembre 2011 per le emissioni in euro e "AA" nel marzo 2012 relativamente a quelle in dollari, dopo che le "AAA" erano state sospese nel marzo 2009.

In conclusione, al fine di una migliore informazione, la tabella di seguito mostra l'evoluzione a livello geografico delle probabilità di *default* - rispettivamente a uno e cinque anni - diffuse da Fitch Ratings.

TAB. 5: Probabilità di default

	Europa		USA		Asia		Mercati emergenti	
2011 giu	0,6	6,4	0,4	2,8	0,3	5,5	1,4	10,3
dic	2,1	14,7	0,5	4,7	0,6	9,8	2,5	14,7
2012 gen	2,3	15,4	0,5	4,9	0,6	9,7	2,6	14,9
feb	1,9	14,4	0,3	4,2	0,5	8,6	2,1	13,7
mar	1,8	13,5	0,3	3,9	0,4	7,0	1,8	12,6
apr	1,9	17,7	0,3	4,0	0,3	5,9	1,8	13,0
mar	2,5	15,0	0,4	4,4	0,3	6,6	2,1	13,8
giu	3,3	17,5	0,5	5,0	0,5	8,8	2,6	15,4

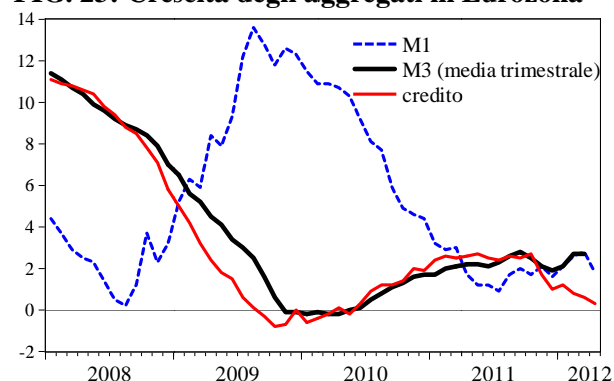
Fonte: Thomson Reuters (Datastream), Fitch Ratings.

6. La crescita degli aggregati

Nella primi quattro mesi del 2012 la crescita degli aggregati nell'Eurozona si è mantenuta a un livello molto contenuto, anche se finora non negativo (FIG. 23).

Molto rilevante appare soprattutto la flessione del credito complessivo al settore privato che sembra progressivamente avvicinarsi ai picchi negativi di fine 2009, legati soprattutto al cattivo andamento degli impieghi bancari.

FIG. 23: Crescita degli aggregati in Eurozona

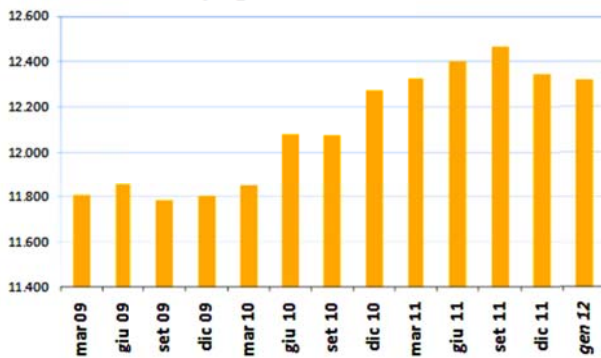


Fonte: BCE; variazione percentuale annua.

Nel corso degli ultimi mesi, infatti, è risultata sempre più evidente la connessione tra crisi sovrana e bancaria. Gli istituti di credito, che detengono nel loro portafoglio una quota elevata di titoli di Stato, hanno dovuto effettuare, in una prima fase, importanti svalutazioni a causa del deterioramento dei loro bilanci e hanno subito gli effetti della severa crisi di fiducia che ha determinato il blocco della circolazione della liquidità che ha costretto la BCE a intervenire. Nella fase successiva le banche hanno destinato una parte delle risorse ricevute dalla BCE all'acquisto di titoli del debito pubblico, contribuendo, come nel caso dell'Italia, a stabilizzarne i rendimenti (in particolare nel primo trimestre del 2012 le banche hanno effettuato acquisti netti di titoli pubblici per 69,3 miliardi di euro). A livello teorico, una diminuzione del premio del rischio sui titoli di stato e politiche fiscali rigorose ma improntate alla crescita dovrebbero tradursi in una normalizzazione del costo della raccolta e, a cascata, sui tassi dei prestiti.

Dopo la flessione verificatasi nel 2008 a seguito della crisi, l'andamento degli impieghi ai residenti nell'Area Euro aveva registrato un aumento soprattutto a partire dalla fine del 2009 (FIG. 24). In un contesto caratterizzato da maggiore fiducia verso le prospettive economiche, la domanda delle famiglie e imprese era tornata a crescere e, dal lato dell'offerta, le banche avevano contribuito a soddisfare la domanda, riducendo gli *spread* dei tassi sui prestiti. La crescita tendenziale annua degli impieghi da dicembre 2009 a dicembre 2010 si era attestata ad un valore di circa il 4%.

FIG. 24: Impieghi ai residenti nell'Area Euro



Fonte: ABI; quantità in mld. di euro.

Dal terzo trimestre del 2011, in seguito alle già citate tensioni sui titoli di debito sovrano, si è verificato un rallentamento, determinato:

- dal lato della domanda da un peggioramento delle prospettive economiche e da un calo del livello della fiducia dei consumatori;
- dal lato dell'offerta da un irrigidimento dei criteri per l'erogazione del credito, in parte riconducibile all'aumento del costo del *funding* per le banche.

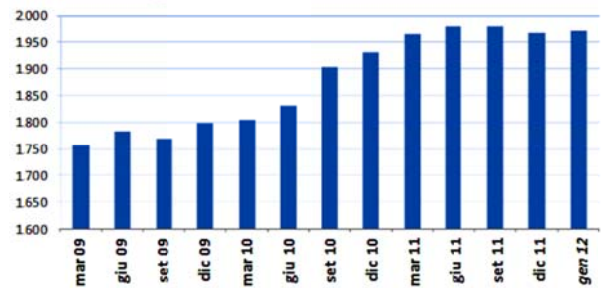
L'andamento degli impieghi in Italia (FIG. 25) è stato caratterizzato da un andamento simile a quello dell'Eurozona, ma con tassi di crescita superiori trainati dai prestiti alle famiglie.

Le tensioni sul debito sovrano e le criticità politiche, che hanno riguardato il Paese a metà

2011, hanno però determinato una brusca decelerazione che ha fortemente rallentato il tasso di crescita rispetto agli anni precedenti.

Secondo la Banca d'Italia, nel mese di dicembre 2011 si è concentrata quasi tutta la riduzione di circa 2 miliardi dei prestiti alle famiglie e di 16 miliardi di prestiti alle imprese che ha caratterizzato il trimestre dicembre 2011-febbraio 2012.

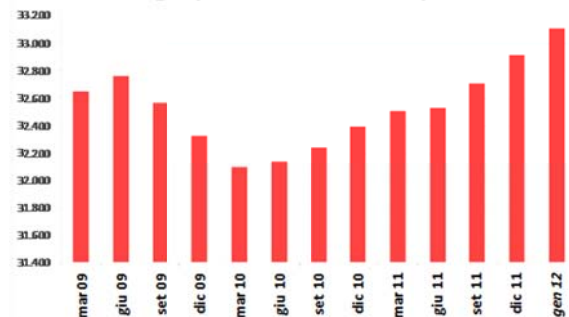
FIG. 25: Impieghi ai residenti in Italia



Fonte: Banca d'Italia; quantità in mld. di euro.

Anche gli Stati Uniti avevano registrato un forte rallentamento nella dinamica degli impieghi ai residenti tra la fine del 2009 e l'inizio del 2010 (FIG. 26).

FIG. 26: Impieghi ai residenti negli USA



Fonte: Fed; quantità in mld. di dollari.

A partire dal primo trimestre 2010, però, si è tornata a manifestare una fase di crescita – seppur moderata e meno intensa di quella esistente prima dello scoppio della crisi. In prospettiva, grazie ad un miglioramento delle aspettative occupazionali

e dei mercati azionari già registrati nei primi mesi del 2012, i consumatori con maggior reddito, si sono sentiti più fiduciosi e hanno accelerato il ritmo degli acquisti (soprattutto beni di lusso), mentre le imprese, con la stabilizzazione delle condizioni finanziarie europee ed economiche cinesi, dovrebbero necessitare di nuove risorse (e quindi ricorrere a finanziamenti bancari) per incrementare gli investimenti e l'attività di export.

7. Informazioni qualitative sul credito: le indagini di Fed, BCE e Banca d'Italia

Relativamente agli Stati Uniti, la *Senior Loan Officer Survey of Bank Lending Practices (SLOOS)* ha rilevato che le condizioni di offerta del credito bancario sono rimaste sostanzialmente inalterate nei sei mesi terminanti a marzo 2012. Dalla stessa indagine emergono invece segni di miglioramento dal lato della domanda di credito da parte delle imprese: con riferimento al primo semestre del 2012, oltre il 40% delle banche intervistate ha dichiarato di ritenere che tale domanda sia in moderato aumento.

Dalla TAB. 6 emerge che l'erogazione di credito alle imprese americane è in crescita dal 2011 e che tale crescita è rimasta sostenuta nei primi mesi del 2012, anche se in lieve rallentamento.

TAB. 6: Prestiti delle banche commerciali americane

anno	Prestiti commerciali e industriali	Prestiti immobiliari	Prestiti al consumo
2007	18,1	7	6,8
2008	13,3	-0,1	5,1
2009	-18,6	-5,6	-3,2
2010	-8,9	-5,6	-6,9
2011	9,9	-3,9	-0,7
mar-12	8,5	0	-3,3

Fonte: Fed; variazioni percentuali annue.

L'andamento del mercato del credito bancario degli Stati Uniti mostra che il processo di *deleveraging* e di riequilibrio patrimoniale di banche e imprese sta procedendo in modo spedito, come evidenziato anche dal presidente della FED Bernanke in un suo recente intervento.

Lo scenario appare diverso quando ci si volge all'Eurozona. Infatti, dalle recenti versioni della *Bank Lending Survey* della BCE risulta che nel terzo e quarto trimestre del 2011 le banche dell'Eurozona hanno molto inasprito le condizioni del credito erogato alle imprese non finanziarie.

Tale inasprimento, secondo la stessa indagine, sarebbe stato indotto soprattutto dall'accresciuto rischio della clientela e da difficoltà di provvista sul mercato *retail* e *wholesale*, oltre a problemi di liquidità; secondaria risulta invece l'influenza di eventuali vincoli patrimoniali.

L'andamento appena descritto con riferimento all'Eurozona si riscontra con scostamenti marginali anche in Italia. Dalla *Bank Lending Survey* della Banca d'Italia risulta che tra luglio 2011 e gennaio 2012 la percentuale di banche che ha inasprito le condizioni di credito alle imprese è infatti passata dal 25 all'87,5% (TAB. 7).

TAB. 7: Variazione dei criteri applicati in Italia per l'approvazione di prestiti e l'apertura di linee di credito a favore delle imprese

		Nel complesso	piccole e medie	grandi
2010	gennaio	-12,5	-12,5	-12,5
	aprile	12,5	12,5	12,5
	luglio	12,5	25,0	12,5
	ottobre	25,0	25,0	25,0
2011	gennaio	0,0	12,5	0,0
	aprile	25,0	0,0	25,0
	luglio	25,0	12,5	25,0
2012	ottobre	50,0	37,5	50,0
	gennaio	87,5	62,5	100,0
	aprile	25,0	-12,5	37,5

Fonte: Banca d'Italia, Bank Lending Survey, aprile 2012; percentuale netta negli ultimi tre mesi.

Sempre dalla stessa *Survey* della Banca d'Italia

emerge che le cause dell'inasprimento delle condizioni sono le stesse già individuate a livello europeo: maggior rischio della clientela, difficoltà di provvista e problemi di liquidità (TAB. 8).

TAB. 8: Importanza relativa dei fattori per i criteri applicati in Italia nell'approvazione di prestiti e nell'apertura di linee di credito a favore delle imprese

	COSTI DI PROVVISITA E VINCOLI DI BILANCIO		
	Costi connessi con la posizione patrimoniale	Capacità di finanziarsi sul mercato	Posizione di liquidità
2010 gen	0,0	0,0	0,0
apr	0,0	0,0	0,0
lug	0,0	0,0	0,0
ott	0,0	0,0	0,0
2011 gen	0,0	0,0	0,0
apr	0,0	12,5	12,5
lug	12,5	25,0	12,5
ott	25,0	50,0	25,0
2012 gen	12,5	87,5	75,0
apr	12,5	25,0	12,5
	PERCEZIONE DEL RISCHIO		
	Attività economiche in generale	Prospettive di settori o imprese	Rischi sulle garanzie
2010 gen	-12,5	0,0	0,0
apr	0,0	25,0	0,0
lug	0,0	25,0	0,0
ott	25,0	25,0	0,0
2011 gen	25,0	12,5	0,0
apr	12,5	25,0	12,5
lug	25,0	25,0	12,5
ott	12,5	50,0	25,0
2012 gen	87,5	50,0	37,0
apr	25,0	37,5	12,5

Fonte: BdI, Bank Lending Survey, apr. 2001, percentuale netta.

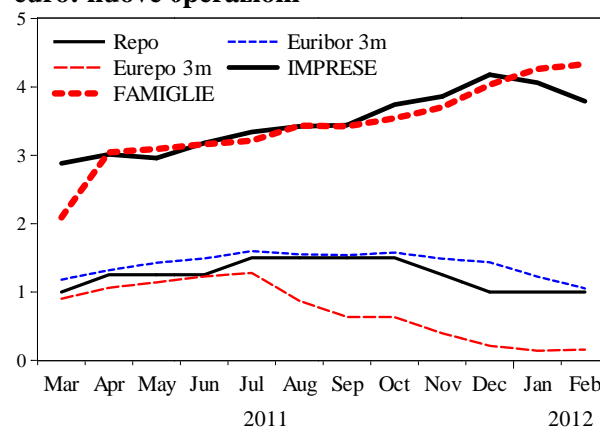
L'inasprimento delle condizioni di credito si è tradotto in un aumento del tasso sui prestiti bancari applicato alle imprese. Tra giugno e dicembre 2011 tale tasso è aumentato in Italia di 90 punti base (FIG. 27).

Oltre che in un innalzamento del tasso d'interesse, la minor propensione delle banche ad erogare credito si è tradotta in forme di razionamento. Dall'indagine Invind della Banca d'Italia sulle

imprese risulta che questa prassi comportamentale è ricaduta principalmente sulle piccole imprese.

Il peggioramento della congiuntura verificatosi nella seconda parte del 2011 si è riflesso inevitabilmente sulla domanda di credito delle imprese, indebolendola. Il negativo andamento della domanda di beni e servizi e della redditività ha disincentivato le imprese dall'intraprendere investimenti e dal procedere a ristrutturazioni societarie. Il fabbisogno finanziario delle imprese è stato trainato principalmente dal capitale circolante.

FIG. 27: Tasso d'interesse bancari su prestiti in euro: nuove operazioni



Fonte: Banca d'Italia.

L'inasprimento delle condizioni di offerta e l'evoluzione della domanda delle imprese hanno determinato, a partire dall'estate 2011, un significativo rallentamento del tasso di crescita dei prestiti bancari in Italia (TAB. 9).

Dalla *Bank Lending Survey* della Banca d'Italia risulta, però, che nel primo trimestre 2012 sia significativamente diminuita la percentuale di banche che per ragioni di provvista e vincoli di bilancio è stata indotta ad inasprire le condizioni del credito offerto alle imprese (si veda da precedente TAB. 8). La più elevata propensione delle banche italiane ad erogare prestiti è derivata principalmente dalla loro accresciuta capacità di

reperire fondi. Al miglioramento delle condizioni di offerta ha fatto, tuttavia, da contrappeso un pronunciato indebolimento della domanda di credito delle imprese. Quest'ultimo riflette la caduta dell'attività produttiva verificatasi nella seconda metà del 2011 ed il negativo andamento degli investimenti.

TAB. 9: Crescita dei prestiti delle banche italiane

	Imprese non finanziarie			Famiglie consum.	Tot.
	totale	di cui: grandi	di cui: piccole		
2010 dic	0,9	0,6	2,4	3,9	2,7
2011 mar	3,3	3,4	2,9	3,8	3,3
giu	3,6	3,7	2,8	3,7	3,4
set	2,8	3,4	0,4	3,7	2,7
dic	0,5	1,1	-2,2	2,8	0,7
2012 mar	-2,3	-1,9	-4,0	1,8	0,0

Fonte: Banca d'Italia, Relazione Annuale sul 2011; percentuali annue.

Come emerge dalla TAB. 10, in aprile il 75% delle banche intervistate nella *Bank Lending Survey* ha dichiarato di ritenere che la domanda di credito delle imprese sia in forte diminuzione.

TAB. 10 Variazione della domanda di prestiti e linee di credito negli ultimi 3 mesi da parte delle imprese

	Nel complesso	Prestiti alle piccole e medie imprese	Prestiti alle grandi imprese
2010 gen	0,0	12,5	-12,5
apr	25,0	37,5	12,5
lug	12,5	25,0	0,0
ott	0,0	37,5	0,0
2011 gen	25,0	62,5	12,5
apr	25,0	25,0	25,0
lug	0,0	0,0	12,5
ott	12,5	25,0	12,5
2012 gen	0,0	12,5	12,5
apr	-75,0	-62,5	-62,5

Fonte: Banca d'Italia, apr.2012; percentuale netta negli ultimi tre mesi.

La più elevata propensione delle banche ad

erogare prestiti e la debolezza della domanda di credito delle imprese hanno favorito nei primi mesi del 2012 una lieve diminuzione dei tassi di interesse sugli impieghi bancari (FIG. 27 precedente).

La debolezza della domanda di credito bancario da parte delle imprese è risultata dominante rispetto alle condizioni più distese di offerta. Come infatti risulta dalla precedente TAB. 9, nei primi mesi del 2012 il rallentamento della crescita dei prestiti bancari si è accentuato. E' diventato negativo per le imprese, seguendo una diminuzione particolarmente accentuata per quelle di piccole dimensioni.

Per quanto riguarda le prospettive sul credito in Italia, esse purtroppo non appaiono molto rosee. Una nostra analisi sui bilanci delle banche italiane ha confermato l'estrema difficoltà a concedere credito da parte di istituti con poca liquidità, non sufficientemente capitalizzati o con problemi di raccolta. A sua volta, il margine d'interesse è basso quando i tassi interbancari sono bassi e il costo della raccolta sale in relazione a problemi di rischio dei singoli istituti e del debito sovrano.



3. DEBITO SOVRANO, BANCHE E EUROPEAN REDEMPTION FUND*

La crisi del debito sovrano in Europa ha ripreso vigore, dopo la fase di relativo miglioramento vissuta nei primi mesi di quest'anno. Ne esaminiamo gli sviluppi, guardando anche alle implicazioni per il sistema bancario. Gli indicatori di stabilità finanziaria ci dicono che l'area euro nel suo complesso non è in una situazione peggiore di altre aree del mondo, quali USA, UK e Giappone; è però penalizzata dalla sua frammentazione. Infine, analizziamo la "via tedesca" agli eurobond: lo *European Redemption Fund*.

1. Le tensioni sul debito sovrano in Europa tornano ad aggravarsi

Le tensioni sul debito sovrano di alcuni paesi dell'area euro hanno ripreso vigore a partire dal mese di aprile e si sono acuite successivamente, in seguito all'esito delle elezioni politiche in Grecia (6 maggio e 17 giugno) e alla situazione sempre più critica delle banche spagnole.

Sul primo fronte, le elezioni hanno evidenziato una crescente opposizione popolare alle misure di restrizione fiscale concordate dal governo di Papademos con la Troika (Commissione UE, BCE e FMI). Di conseguenza, le prospettive di una richiesta di revisione del Memorandum firmato a febbraio, che conteneva le contropartite agli aiuti finanziari dei partner europei e del FMI alla Grecia, sono divenute concrete. Ciò ha creato una tensione crescente tra i rappresentanti politici greci e i colleghi europei. All'indomani del voto del 17 giugno, si prospetta una difficile trattativa tra il nuovo governo greco e i partner europei. La prospettiva che queste tensioni conducano prima o poi ad una insolvenza disordinata della Grecia e

alla sua uscita dall'area euro, con possibili effetti a catena su altri paesi ad alto debito dell'area, costituisce un fattore di rischio che tende ad aumentare il costo del debito pubblico per questi paesi.

Sul secondo fronte, il drastico peggioramento dei conti di Bankia, con la richiesta di ulteriori finanziamenti pubblici per 19 miliardi, ha aumentato il livello di allarme sul sistema bancario spagnolo, afflitto da una forte esposizione verso il settore immobiliare, a sua volta in pesante crisi. Il mercato finanziario attende che si chiariscano le effettive dimensioni dei fondi pubblici ancora necessari per fare fronte alla situazione delle banche spagnole, e del relativo impatto che ciò avrà sui conti pubblici della Spagna. Il 9 giugno l'Eurogruppo ha concesso la disponibilità politica ad erogare aiuti finanziari alla Spagna, per un importo che potrebbe arrivare a 100 miliardi, ma che è ancora da determinare con precisione. I prestiti saranno erogati dal Fondo di stabilità europeo (EFSF/ESM) a beneficio del Fondo spagnolo di risoluzione delle crisi bancarie, il quale a sua volta li utilizzerà per ricapitalizzare le banche spagnole. Questa procedura dovrebbe consentire al governo spagnolo di evitare di essere sottoposto ad un programma di condizioni macroeconomiche, analoghe a quelle imposte agli altri paesi beneficiari di aiuti europei; le condizioni del prestito dovrebbero invece riguardare solo la ristrutturazione del sistema bancario. Peraltro, le banche non sono l'unico problema per la Spagna: i conti pubblici del paese sono fuori linea rispetto alle previsioni e ai target concordati con la Commissione UE; i disavanzi accumulati dalle regioni, che si aggiungono a quello dello stato, contribuiscono a compromettere la sostenibilità delle finanze pubbliche spagnole.

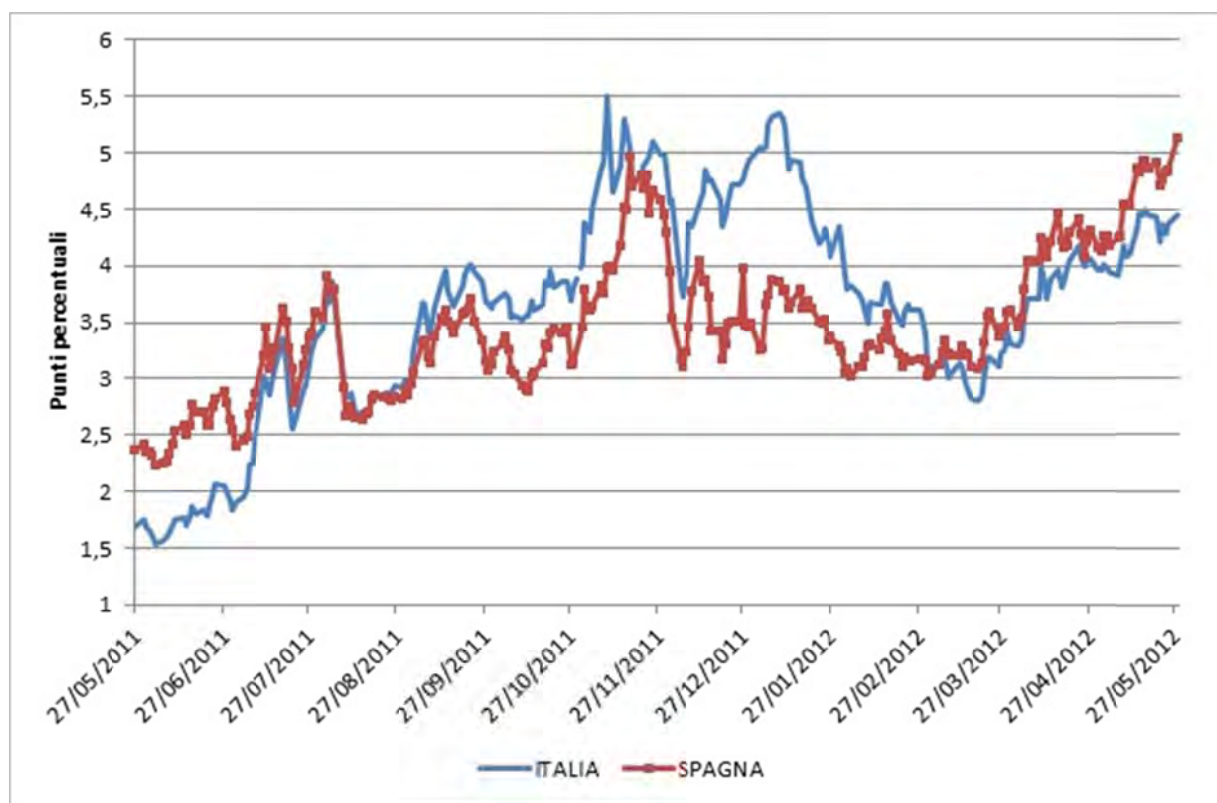
Questi fattori di tensione hanno finito per aumentare il livello e la volatilità degli *spread* tra

* A cura di Angelo Baglioni.

i tassi d'interesse pagati dai paesi ad alto debito e quelli pagati dalla Germania. Si noti che il *flight to quality* ha ulteriormente compresso i rendimenti dei titoli tedeschi: quelli sulla scadenza decennale sono scesi al di sotto dell'1,5%, mentre quelli sul titolo a due anni (*Schatz*) rasentano ormai lo zero. Di converso è aumentato il premio al rischio richiesto sui titoli emessi dai paesi "periferici". La FIG. 1 mostra gli *spread* sui titoli governativi a dieci anni di Italia e Spagna rispetto all'analogo titolo tedesco. Si nota come la fase di riduzione dello *spread* italiano, avvenuta nei primi mesi di

quest'anno grazie alle misure di risanamento fiscale adottate, è stata seguita da una fase di ritorno della tensione che ha riportato lo *spread* su livelli alti, seppure inferiori ai picchi dell'autunno 2011. Nello stesso periodo lo *spread* spagnolo, che dall'estate dello scorso anno si collocava stabilmente al di sotto di quello italiano, è aumentato fino a riportarsi al di sopra di esso, superando ormai i cinque punti percentuali.

FIG. 1 - Spread governativi a 10 anni sulla Germania



L'aumento degli *spread* sul debito pubblico dei paesi "periferici" è in buona parte dovuto alla possibilità di un effetto-contagio nel caso in cui la prospettiva di una uscita della Grecia dall'area euro diventasse realtà. Il contagio dalla Grecia agli altri paesi ad alto debito avrebbe origine nella

perdita di credibilità della moneta unica. Una volta creato il precedente che un paese membro dell'UME può decidere di uscire dall'area euro (o essere costretto a farlo), l'unione monetaria sarebbe di fatto declassata ad un accordo di cambio o a qualcosa di simile. La differenza tra le

due cose è fondamentale. In un accordo di cambio, alcuni paesi scelgono di vincolare il tasso di cambio tra le rispettive valute, ma mantengono la sovranità monetaria: ognuno ha la sua moneta e la sua banca centrale. Il problema fondamentale di questi accordi è la carenza di credibilità: quando i mercati finanziari ritengono che per un paese sia conveniente svalutare, l'impegno a mantenere fisso il cambio non è più credibile, la speculazione attacca la valuta di quel paese ed esso è prima o poi costretto a rivedere l'accordo e a svalutare per davvero. Proprio per questo motivo l'euro è stato costruito sulla base di un presupposto: la irreversibilità. I paesi dell'area euro hanno deciso di adottare la stessa moneta, cedendo la loro sovranità monetaria, con una scelta irrevocabile. Non è un caso se il Trattato UE non prevede l'uscita dall'euro. Questo è l'unico modo per "legarsi le mani" per sempre, rendendo credibile l'impegno a non ritornare alle monete nazionali e alle svalutazioni competitive. Questa credibilità ha giovato enormemente ai paesi "periferici" come l'Italia, che hanno "importato" la credibilità della politica monetaria tedesca: grazie a ciò abbiano avuto basse aspettative di inflazione e bassi tassi d'interesse per un decennio.¹

L'uscita della Grecia romperebbe il tabù della irreversibilità. L'UME diventerebbe un accordo tra paesi che, dopo aver trasferito la loro sovranità monetaria, si riservano la possibilità di riprendersela e di svalutare la loro moneta, qualora ciò fosse conveniente. L'uscita della Grecia sarebbe facilmente visto come il primo passo verso la disgregazione dell'area euro. Il tentativo di gestire in modo ordinato l'uscita della Grecia, presentandolo come un caso isolato e irripetibile, sarebbe prima o poi destinato a fallire. Paradossalmente, se anche si riuscisse nell'impresa di gestire il ritorno della Grecia alla

dracma con successo (cioè senza creare un grave disordine finanziario in quel paese), si avrebbe il maggiore danno per l'euro nel suo complesso: a quel punto la tentazione di altri paesi di avere i benefici della svalutazione sarebbe altissima, e quindi il loro impegno a restare nell'euro sarebbe assai poco credibile.

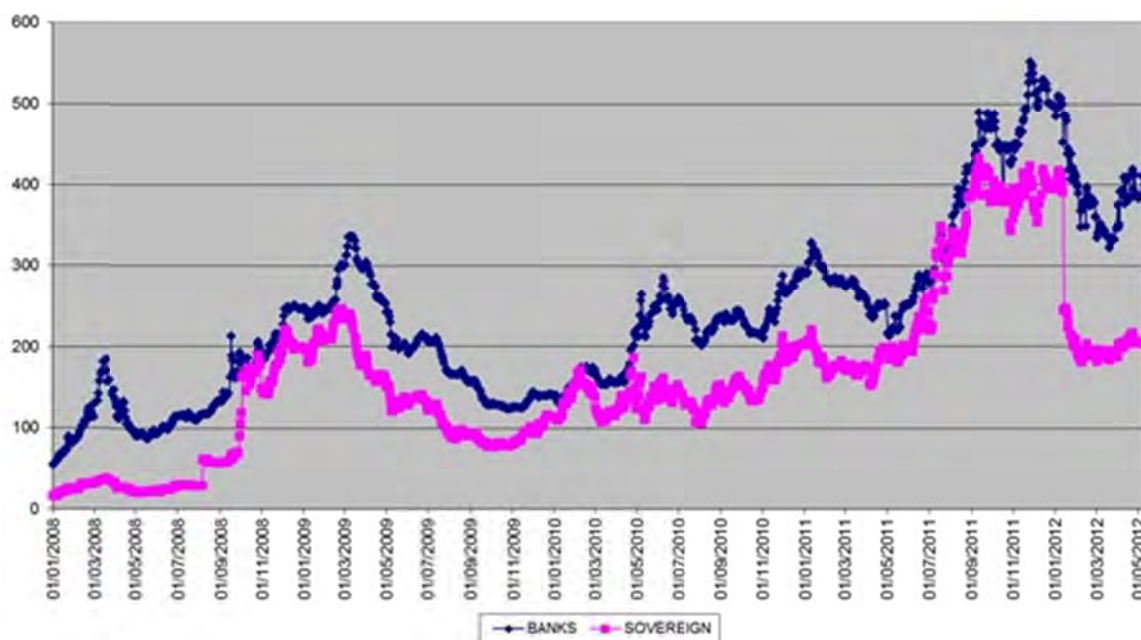
2. L'impatto del rischio sovrano sulle banche

L'acuirsi delle tensioni sul mercato dei titoli pubblici ha necessariamente un impatto sul sistema bancario, a causa della esposizione delle banche verso il settore pubblico. Le banche che avevano una significativa esposizione verso la Grecia hanno dovuto contabilizzare forti perdite di valore sui titoli oggetto dello *swap* attuato in febbraio. Le banche italiane sono state interessate solo marginalmente da questo fatto e presentano una esposizione molto contenuta anche verso gli altri paesi europei ad alto debito. Al contrario, esse sono esposte nei confronti dello Stato italiano: alla fine del 2011, l'esposizione complessiva era di 272 miliardi di euro, pari al 10% delle loro attività complessive. Questa esposizione è aumentata nel corso di quest'anno, anche in seguito alle due operazioni di finanziamento a tre anni effettuate dalla BCE, che sono state in parte utilizzate per acquistare titoli del debito pubblico italiano. Nei primi tre mesi del 2012, le banche italiane hanno effettuato acquisti netti di titoli di Stato per circa 70 miliardi.

La relazione tra rischio sovrano e rischiosità del sistema bancario è iniziata nell'ottobre del 2008, all'indomani del fallimento della Lehman Brothers.

¹ Si è quindi rivelata corretta la previsione della teoria economica di riferimento. Si veda: Giavazzi e Pagano, "The advantage of tying one's hands", *European Economic Review*, 1985.

FIG. 2 - Indice dei CDS a 5 anni – area euro



La FIG. 2 mostra un indice dei premi sui CDS (*Credit default swaps*) del settore bancario dell'area euro e un indice analogo per il debito sovrano dell'area. Essi appaiono molto correlati dopo quell'evento. Tuttavia questa relazione può essere interpretata in diversi modi, a seconda del periodo e dei paesi considerati. In una prima fase (2008 - 2009) il rischio esplosivo nel settore finanziario si è trasmesso al settore pubblico, attraverso i massicci piani di sostegno alle banche approvati dai governi di alcuni paesi: in particolare Irlanda, Regno Unito, Olanda, Belgio. Successivamente, dopo l'esplosione della crisi greca, il rischio di insolvenza è stato trasmesso dai bilanci pubblici a quelli bancari, attraverso il portafoglio titoli detenuto dalle banche: ciò si è verificato in modo particolare in Grecia e in Italia. Peraltro, la Spagna è tuttora impegnata in una massiccia operazione di sostegno al settore bancario, con pesanti riflessi negativi sul merito di credito del settore pubblico spagnolo.

I problemi di rischiosità si sono tradotti nella difficoltà di reperire finanziamenti sui mercati finanziari internazionali da parte di alcuni sistemi

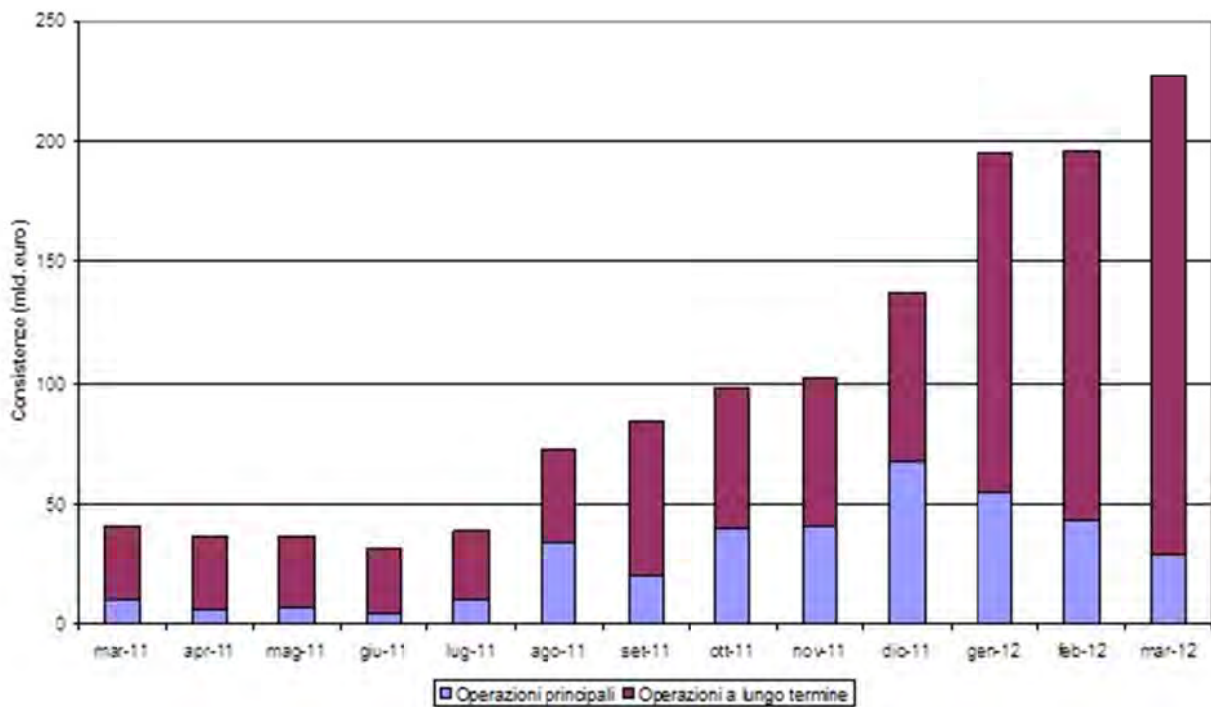
bancari. Naturalmente il primo paese a risentire di questo problema è stata la Grecia. Ma anche le banche spagnole e italiane hanno evidenziato problemi di *funding* sui mercati all'ingrosso. Le due operazioni a tre anni della BCE hanno evitato il peggioramento della crisi di liquidità. Tuttavia hanno anche creato le premesse per una dipendenza crescente di alcuni sistemi bancari dal sostegno fornito dalla banca centrale. La FIG. 3 mostra lo *stock* di finanziamenti in essere concessi dalla Banca d'Italia alle banche italiane attraverso le operazioni di politica monetaria.² Risulta evidente l'aumento del ricorso alla banca centrale a partire dall'agosto dello scorso anno, cioè da quando la crisi dei debiti pubblici europei ha investito in pieno l'Italia. Si noti come questo aumento non è solo dovuto alle due operazioni LTRO: si tratta di un processo cominciato prima. Certo quelle due operazioni hanno contribuito in

² I dati riportano le consistenze medie nel periodo di mantenimento della riserva obbligatoria, e sono tratti dal Supplemento al Bollettino Statistico della Banca d'Italia "Moneta e banche" (n.17 – aprile 2012, Tav. 1.8).

misura determinante ad accrescere la durata dei finanziamenti della Banca d'Italia: i finanziamenti a tre anni (255 miliardi) rappresentano ormai quasi il totale dei finanziamenti a medio/lungo termine, mentre in passato la durata abituale di

queste operazioni era compresa tra i tre e i sei mesi.

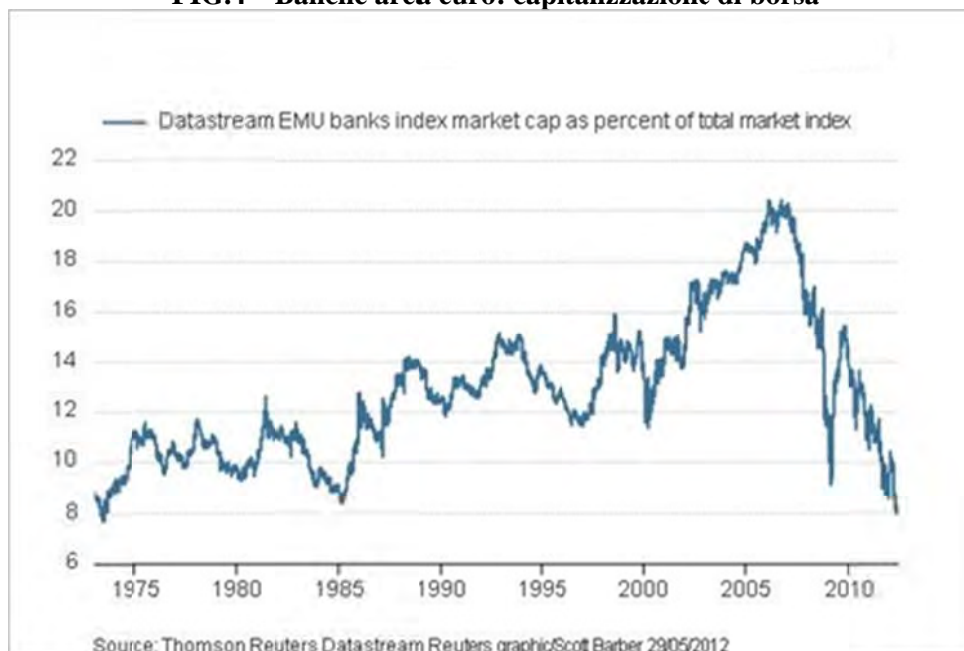
FIG. 3 - Banche italiane: finanziamenti dalla Banca d'Italia



La crisi dei debiti sovrani ha recentemente contribuito ad appesantire ulteriormente la valutazione di mercato delle banche europee, già fortemente penalizzata dalla crisi finanziaria

iniziata nel 2007. La FIG. 4 evidenzia la flessione della capitalizzazione di borsa delle banche dell'area euro, in rapporto al valore complessivo delle società quotate.

FIG.4 – Banche area euro: capitalizzazione di borsa



3. Indicatori di stabilità finanziaria: un confronto internazionale

La TAB. 1 riporta alcuni indicatori di stabilità finanziaria, focalizzandosi sulla situazione di finanza pubblica. Per il nostro paese emerge un avanzo primario pari al 3% del PIL per quest'anno, che dovrebbe salire al 4% l'anno prossimo secondo le previsioni del FMI. Lo sforzo di correzione fiscale in atto pone quindi il nostro paese nella condizione di essere quello più virtuoso nel panorama internazionale, secondo questo indicatore. Si noti come anche per la Grecia si può dire che l'enorme sforzo richiesto dagli accordi internazionali ha portato il disavanzo primario di quel paese all'1%, cifra ben inferiore a quella di altri paesi dell'area euro. Regno Unito, Usa e Giappone presentano disavanzi primari ben superiori. D'altra parte, i paesi del gruppo PIIGS (Portogallo, Italia, Irlanda, Grecia, Spagna) presentano livelli di debito pubblico molto elevati, superiori al 100% del PIL, e ciò contribuisce in misura determinante ad aggravare il loro disavanzo complessivo e compromettere la loro sostenibilità finanziaria.

Va anche notato che il Regno Unito e gli Stati Uniti hanno un livello di disavanzo primario e complessivo ben superiori a quelli dell'area euro nel suo complesso, a cui si accompagna anche uno stock di debito più alto. L'area euro appare penalizzata sui mercati finanziari per la sua eterogeneità e mancanza di coesione, oltre che per l'assenza di una banca centrale che svolga una funzione di prestatore di ultima istanza nei confronti dei governi. Il Giappone rappresenta un caso molto particolare, con un livello di debito molto elevato, oltre al deficit più alto tra i paesi considerati. Tuttavia ciò è compensato dal fatto che la quota di debito pubblico detenuta da soggetti esteri è limitata al 6,6% del PIL, contro quote che variano tra il 40% e il 60% per il paesi dell'area euro e che sono vicine al 30% per USA e UK.

I paesi dell'area euro si differenziano in modo marcato per la loro posizione netta sull'estero. Mentre la Germania presenta una posizione ampiamente attiva, frutto di un saldo di conto corrente positivo, gli altri paesi dell'area hanno una posizione negativa. Tuttavia, sotto questo

profilo l'Italia è il paese meno preoccupante tra i PIIGS. Ancora una volta, si può notare come la situazione di Regno Unito e Stati Uniti non sia migliore di quella dell'area euro nel suo complesso. Naturalmente gli USA godono di una posizione privilegiata, grazie al ruolo del dollaro

come valuta di riserva internazionale. Il Giappone rappresenta un caso particolare anche per questo indicatore, potendo vantare una posizione sull'estero ampiamente attiva; questa compensa in parte lo squilibrio della finanza pubblica dal punto di vista della stabilità finanziaria.

TAB. 1 - Indicatori di stabilità finanziaria (in rapporto al PIL - 2012)

	DISAVANZO PUBBLICO	AVANZO PRIMARIO	DEBITO PUBBLICO	POSIZIONE NETTA SULL'ESTERO (2011)
ITALIA	2.4	3.0	123.4	-23.3
GERMANIA	0.8	1.0	78.9	35.6
FRANCIA	4.6	-2.2	89.0	-11.1
SPAGNA	6.0	-3.6	79.0	-91.9
GRECIA	7.2	-1.0	153.2	-92.2
PORTOGALLO	4.5	0.1	112.4	-102.7
IRLANDA	8.5	-4.4	113.1	-95.3
AREA EURO	3.2	-0.5	90.0	-13.1
REGNO UNITO	8.0	-5.3	88.4	-11.1
USA	8.1	-6.1	106.6	-17.0
GIAPPONE	10.0	-8.9	235.8	52.5

FMI, *Fiscal Monitor*, Aprile 2012 (dati ripresi dal Rapporto sulla stabilità finanziaria della Banca d'Italia, n.3 -2012)

4. Lo *European Redemption Fund*

Nel dibattito sui meccanismi di gestione del debito sovrano in Europa, viene considerata con sempre maggiore attenzione la creazione di un Fondo denominato *European Redemption Fund* (ERF). Esso è stato proposto dal *German Council of Economic Experts* (GCEE)³ e discusso al Parlamento europeo; è sostenuto da diverse forze politiche tedesche; è stato di recente menzionato nelle considerazioni finali del Governatore Visco. L'idea alla base della proposta è quella di separare il debito pubblico di ciascun paese dell'area euro in due parti: (i) una che rispetta il limite del 60% del PIL; (ii) l'altra è quella che eccede tale limite. Questa seconda parte verrebbe trasferita dagli stati all'ERF, per il quale garantirebbero congiuntamente tutti i governi dell'area euro. In cambio, i paesi partecipanti si obbligherebbero a

restituire il loro debito nei confronti dello ERF nell'arco dei prossimi 20-25 anni. Di fatto, questo impegno è equivalente a quello già sottoscritto dai governi con il Fiscal Compact, che obbliga ciascun paese a ridurre ogni anno il suo rapporto debito/PIL di un ventesimo della distanza fra il livello attuale del rapporto e l'obiettivo del 60%. La garanzia congiunta sul debito dello ERF consentirebbe agli stati ad alto debito di pagare un basso tasso d'interesse sul debito trasferito allo ERF stesso. Grazie a questo risparmio in conto interessi, il surplus primario, necessario per raggiungere l'obiettivo di un rapporto debito/PIL pari al 60% nell'arco di un ventennio, sarebbe inferiore rispetto a quello necessario in assenza dello ERF. La finalità è quindi quella di garantire una prospettiva di stabilità delle finanze pubbliche europee, riducendo il costo dell'aggiustamento per i paesi più deboli.

Il piano prevede alcune condizioni, che devono essere soddisfatte dai partecipanti.

³ Si veda: *German Council of Economic Experts*, "A European Redemption Pact", Vox.eu, 9 novembre 2011, e "The European redemption Pact: an illustrative guide", Working paper GCEE 02/2012.

- 1) Dopo il trasferimento allo ERF della parte di debito eccedente il 60% del PIL, i debiti nazionali non devono più eccedere tale soglia. A questo fine, i governi devono attuare quanto già previsto dal Patto di stabilità e crescita e dal Fiscal Compact: devono mantenere un saldo strutturale di bilancio sostanzialmente in pareggio (disavanzo massimo consentito: 0,5% del PIL).
- 2) I governi devono dedicare specifiche entrate fiscali alla restituzione del debito verso lo ERF.
- 3) Ciascuno stato deve depositare una garanzia collaterale pari al 20% del suo debito verso lo ERF, sotto forma di oro e/o riserve ufficiali in valuta estera. In caso di inadempienza di un governo nei suoi pagamenti verso lo ERF, il collaterale serve a soddisfare – almeno in parte – i crediti dello ERF verso lo stato insolvente.

La realizzazione del piano prevede una prima fase, chiamata *roll-in phase*, durante la quale i governi nazionali, anziché rinnovare sul mercato il debito in scadenza, lo sostituiscono (almeno in parte) con debito verso lo ERF, fino ad avere accumulato uno stock di debito verso lo ERF che rappresenta tutta la parte eccedente il 60% del PIL. Secondo la simulazione dello GCEE, questo periodo dovrebbe durare tre anni per tutti i paesi partecipanti tranne l'Italia, che avrebbe bisogno di quattro anni. Alla fine di questa fase di transizione (2012-2015), la dimensione dello ERF sarebbe pari a 2.378 miliardi di euro. Di questi, il 40% (963 miliardi) sarebbe costituito dal debito dell'Italia verso lo ERF; il 23% (558 miliardi) dal debito della Germania; il debito della Francia avrebbe una dimensione molto simile a quello della Germania, mentre gli altri paesi avrebbero quote di debito inferiori (si veda la TAB. 2). Si noti che la simulazione proposta dallo GCEE ipotizza che siano ammessi al piano di redenzione del debito solo quei paesi, che presentano

attualmente un rapporto debito/PIL superiore al 60%, i quali non siano già sottoposti ad un programma di aggiustamento strutturale, a seguito dell'assistenza finanziaria ricevuta dal Fondo di stabilità europeo (EFSF).

TAB. 2 – Debiti nazionali verso lo ERF nel 2015 (simulazione del GCEE)

	Miliardi	Percentuale
GERMANIA	558	23,46
FRANCIA	533	22,41
ITALIA	963	40,50
SPAGNA	121	5,09
OLANDA	26	1,09
BELGIO	138	5,80
AUSTRIA	37	1,56
CIPRO	1,4	0,06
MALTA	0,6	0,03
TOTALE	2.378	100,00

Dopo il primo anno, ciascun paese comincerebbe a ripagare il suo debito verso lo ERF in rate, comprensive del capitale e degli interessi, calcolate in modo da costituire una quota costante del PIL; esse dovrebbero quindi essere crescenti in termini nominali. Dopo vent'anni esso avrebbe ripagato tutto il suo debito verso lo ERF, mentre il suo debito nazionale sarebbe stabilizzato al 60% del PIL. La TAB. 3 illustra l'evoluzione del debito per l'Italia, secondo l'esercizio fatto dal GCEE.

TAB. 3 – Dinamica del debito per l'Italia (simulazione del GCEE - % del PIL)

	Debito nazionale	Debito verso ERF	TOTALE
2012	94.2	25.8	120.0
2013	80.5	37.3	117.8
2014	69.7	45.6	115.3
2015	60.0	52.5	112.5
2016	59.7	50.0	109.7
2017	59.4	47.6	107.0
2018	59.3	45.1	104.4
2025	60.0	27.0	87.0
2030	60.0	13.3	73.3
2035	60.0	0.0	60.0

Le ipotesi alla base dell'esercizio del GCEE prevedono che lo ERF si finanzia sul mercato ad un



tasso del 4%, grazie alla garanzia congiunta e al collaterale; questa ipotesi tiene conto del fatto che attualmente il Fondo di stabilità europeo (EFSF) si finanzia al 3,3% sulla scadenza decennale; inoltre si sconta un aumento del livello generale dei tassi nell'orizzonte temporale della simulazione. I paesi partecipanti si gioverebbero del basso costo di finanziamento dello ERF, pagando a loro volta un tasso del 4% sul debito contratto con l'ERF stesso. Al contrario, sul debito nazionale pagherebbero un tasso più alto (tranne Germania e Olanda): Italia e Spagna, ad esempio, pagherebbero il 5%. D'altra parte, sempre secondo le ipotesi del GCEE, senza il piano di redenzione del debito questi due paesi pagherebbero un tasso del 7% sul loro debito. Infine, si ipotizza un tasso di crescita nominale del PIL pari al 3%.

Sotto queste ipotesi, il saldo primario necessario per raggiungere gli obiettivi fissati dal Fiscal Compact (disavanzo inferiore allo 0,5% del PIL e rapporto debito/PIL al 60% entro vent'anni) sarebbe considerevolmente ridotto, grazie al piano di redenzione del debito, per i paesi ad alto debito quali Italia e Spagna: si veda la TAB. 4. Esso sarebbe invece leggermente più alto per i paesi "virtuosi": Germania e Olanda.

TAB. 4 – Saldo primario necessario per l'aggiustamento fiscale (% del PIL - simulazione del GCEE)

	Con ERF	Senza ERF
GERMANIA	2.0	1.8
FRANCIA	2.4	3.0
ITALIA	4.2	6.8
SPAGNA	2.5	4.0
OLANDA	1.5	1.4
BELGIO	2.9	4.2
AUSTRIA	2.2	2.4
CIPRO	2.3	3.8
MALTA	2.7	3.3

Possiamo fare alcune considerazioni sul progetto relativo allo ERF. Anzitutto, esso presenta punti di convergenza e rilevanti differenze rispetto al

progetto relativo agli Eurobonds, che è stato già analizzato su Osservatorio monetario n.3/2011. Entrambi prevedono la suddivisione del debito pubblico in due parti: una verrebbe "mutualizzata" tra i paesi della zona euro, una rimarrebbe nazionale. La parte mutualizzata godrebbe della garanzia congiunta dei governi della zona euro. Inoltre, il merito di credito dell'emittente – Agenzia del debito europea (ADE) o ERF – sarebbe rafforzato dal deposito collaterale e dalla *seniority*: la richiesta dei proponenti dello ERF di dedicare una parte del gettito fiscale alla restituzione del debito equivale in sostanza ad una *seniority* dello ERF rispetto agli altri creditori dello stato. La differenza è che il progetto ERF prevede che la parte mutualizzata sia quella eccedente il 60% del PIL, mentre il progetto Eurobonds prevede che la parte mutualizzata sia quella che si colloca sotto tale limite. Secondo i proponenti degli Eurobonds, il fatto che la parte di debito eccedente il 60% rimanga nazionale ha una precisa finalità: fare sì che il costo marginale del debito aumenti rispetto al livello attuale, introducendo così un forte disincentivo all'emissione di ulteriore debito. Questa proprietà degli Eurobonds si perde nel progetto ERF, in cui il debito nazionale è quello sotto il 60% del PIL. I proponenti dello ERF sostengono che il problema di azzardo morale è risolto dai vincoli posti ai governi (coincidenti con quelli del Fiscal Compact), i quali dovrebbero assicurare la capacità dei governi stessi di restituire il loro debito verso lo ERF nell'arco di un ventennio; essi sottolineano il fatto che il debito verso lo ERF sarà limitato e temporaneo. Trascurano però di chiarire cosa avverrebbe nel caso in cui un governo non rispettasse quegli impegni: il debito ulteriore (non previsto nel piano di redenzione) sarebbe mutualizzato? Presumibilmente no, però questo è un aspetto che deve ancora essere chiarito: se fosse mutualizzato, allora il progetto ERF soffrirebbe di un grave problema di azzardo

morale, perché consentirebbe una riduzione del costo marginale del debito.

Sul piano politico, il progetto ERF è forse più “digeribile” per l’opinione pubblica tedesca rispetto agli Eurobond, non solo perché è stato proposto da un gruppo di economisti tedeschi. Ciò che potrebbe renderlo relativamente attraente è il limite temporale e finanziario dell’operazione. Se tutto funziona secondo il piano predisposto, la mutualizzazione del debito è limitata ad una cifra stabilita all’inizio dell’operazione; il debito “messo in comune” dovrà scomparire alla fine del piano di redenzione. Questo aspetto potrebbe essere attraente per il contribuente tedesco, poiché evita la creazione di un debito comune permanente. Naturalmente, è proprio questo aspetto che può essere più preoccupante in

un’ottica europeista, poiché sbarrare la strada alla creazione di un mercato del debito federale: questo dovrebbe invece essere l’obiettivo nella prospettiva di una futura federazione fiscale tra i paesi della zona euro.

Infine, le ipotesi sui tassi d’interesse alla base della simulazione destano qualche perplessità. Gli autori prevedono che il piano di redenzione consenta di abbassare il livello dei tassi sia sul debito mutualizzato sia sul debito nazionale. Questa visione è un po’ ottimistica. E’ assai probabile che il tasso d’interesse sul debito nazionale aumenti in seguito all’operazione. L’aumento è la conseguenza di affiancare al debito nazionale un’altra forma di debito che gode di *seniority* nei rimborsi e di un deposito collaterale, riducendo così le risorse disponibili per il rimborso del debito nazionale.

APPENDICE

IL DIBATTITO SULLA CRISI DELL'EURO VISTA DAGLI ECONOMISTI AMERICANI[♦]

L'analisi degli economisti americani sulla crisi dell'Eurozona appare interessante in quanto proviene da un contesto esterno all'Unione e si contraddistingue per l'alta concentrazione di capacità intellettuale e di ricerca scientifica in campo economico e finanziario, per la raffinata e approfondita dotazione di competenze di governo monetario dello Stato federale più sviluppato del mondo e di evoluti strumenti tecnici di analisi statistica ed econometrica.

La sintesi del dibattito in atto sulla crisi dell'euro conferma una sostanziale e consolidata divaricazione di opinioni e di riflessioni in ambito scientifico.

Da un lato, prevale un orientamento accademico critico e scettico sulla capacità di *governance* dell'Unione Europea con gli strumenti che sono stati nel tempo approntati. E' considerato inoltre controproducente l'orientamento a privilegiare il rigore del bilancio pubblico come elemento positivo per favorire la crescita, la competizione e l'integrazione europea, senza valutare appieno la fragilità delle condizioni economiche dei singoli Paesi dopo la crisi globale del 2008.

Dall'altro lato, gli economisti e i tecnici più vicini al sistema della Fed confermano l'atteggiamento tradizionalmente più positivo rispetto allo sforzo e agli obiettivi dell'integrazione economica e finanziaria europea. La loro attenzione è soprattutto mirata alle indicazioni tecniche per lo sviluppo di politiche orientate a ridurre i rischi sistemici di propagazione degli shock macroeconomici. In particolare, è avvertita l'importanza di una corretta attività segnaletica svolta dalle Autorità di controllo delle politiche in materia monetaria al fine di assicurare un

efficiente funzionamento dei mercati finanziari globali.

Questa divergenza non deve tuttavia apparire particolarmente strana dal momento che le valutazioni accademiche in tutti i contesti appaiono sempre meno condizionate da vincoli operativi derivanti dal ruolo degli economisti coinvolti nella responsabilità delle Banche Centrali. Va infatti tenuto conto dell'influenza che gli effetti annuncio e le comunicazioni anche non ufficiali di chi ha responsabilità di governo possono avere nel determinare l'evoluzione degli equilibri di mercato e la variabilità dei costi per la gestione delle finanze pubbliche.

Tuttavia, pur partendo da approcci diversi, tuttavia una convergenza emerge nelle indicazioni di economisti accademici e tecnici del sistema della Fed.

La valutazione prevalente dell'accademia

Nel contesto accademico americano, lo scetticismo e le perplessità verso l'integrazione monetaria europea partono dalla condivisione dell'idea che l'Unione economica e monetaria fosse in contraddizione con il rispetto dei fondamentali parametri della cosiddetta *optimum currency area*.

Secondo questa opinione, l'unione monetaria è nata senza rispettare tutti i criteri della cosiddetta *optimum currency area* e pertanto, nonostante i progressi registrati nel coordinamento di politiche per la convergenza (per esempio, con la Strategia di Lisbona), né l'UE né l'UME sono attualmente da considerare aree valutarie ottimali. Soprattutto per questo motivo, è condivisa l'idea che l'attuale crisi dell'euro doveva – prima o poi – manifestarsi. Inoltre la gran parte degli economisti accademici americani aggiunge che la subottimalità dell'area monetaria europea è dovuta alla minor mobilità del lavoro esistente in Europa rispetto a quella registrata negli Stati Uniti.

[♦] A cura di Giuseppe Mastromatteo.

Sono inoltre note le osservazioni secondo cui un sistema di tassazione federale, anche se proporzionale, rappresenta di per sé uno stabilizzatore automatico; la capacità del bilancio federale di “assicurare” dagli shock asimmetrici aumenta se la tassazione è progressiva e se sono previsti dei trasferimenti anti-ciclici.

Queste osservazioni servono a evidenziare che le perplessità degli economisti accademici sono legate a un accordo considerato debole per la mancanza di meccanismi di redistribuzione fiscale pan-europea, bassa mobilità del lavoro unitamente alla più alta frequenza di shock asimmetrici regionali.

In particolare, Eichengreen (2010) e Krugman (2010a e 2010b) suggeriscono una più rilevante integrazione politica nell’Unione Europea quale risposta plausibile alla crisi. Eichengreen (2010) ritiene che proprio la crisi economica possa fornire l’impulso per una più profonda integrazione e sottolinea che questa prospettiva richiede non tanto più stretti legami economici, ma piuttosto un orientamento verso un più forte coordinamento delle politiche. L’implementazione di un solido meccanismo di finanziamento d’emergenza comporta infatti una crescente responsabilità politica. Occorre che le soluzioni approntate dai Governi trovino una risposta in un più forte Parlamento europeo.

Si nota dunque una forte consapevolezza fra gli economisti americani della volontà di condividere l’idea della necessità di un futuro per il progetto dell’Eurozona.

Il concetto della posizione americana è ben espressa da Krugman (2010a) secondo il quale *“l’euro è una realtà, non è reversibile e l’Europa deve trovare ora una strada per farlo funzionare efficacemente”*.

La riluttanza da parte dei *policy-maker* europei nel comprendere che la costruzione istituzionale dell’eurozona è carente e lacunosa e l’insistenza

nel trovare le cause della crisi nel comportamento negligente o errato di alcuni Stati membri rispetto al rispetto delle regole fissate hanno portato molti commentatori a rafforzare il convincimento che un’unione monetaria senza un’unione fiscale sia destinata ad aumentare l’instabilità e che le spinte a superare i difetti evidenti di coesione politica tramite regole più stringenti e rigorose stiano rendendo l’eurozona ancora meno stabile dal punto di vista macroeconomico. Di conseguenza, anche le valutazioni da parte degli economisti accademici americani sono state nel corso del tempo, con l’acutizzarsi delle difficoltà della crisi, sempre più incisivamente critiche fino ai giudizi drastici di Paul Krugman (2011a) che ha affermato: *“Che cosa è successo, si scopre ora: con l’euro, Spagna e Italia, in effetti, si sono ridotti al rango di paesi del terzo mondo che devono prendere a prestito nella valuta che non controllano, con tutta la perdita di flessibilità che implica”*.

A completamento del suo pensiero, Krugman (2011a) ritiene che *“l’euro starà in piedi o cadrà per la capacità o meno dei paesi che hanno rapidamente aumentato costi e prezzi tra il 2000 e il 2007 di far ritornare tali costi e prezzi di nuovo in linea. A questo punto la strategia de facto dei leader europei è di richiedere di perseguire l’obiettivo tramite la deflazione. E questa strategia non funzionerà”*.

Krugman (2011b) condivide solo parzialmente la visione espressa da Tillford S. e Whyte P. (2011), del Center for European Reform, che hanno posto l’attenzione sull’interpretazione prevalente della crisi nel Nord Europa. Tale interpretazione si basa su una valutazione “morale” della crisi stessa, dipinta quale contrapposizione tra coloro che hanno peccato (i Paesi periferici europei) e coloro che sono rigidamente ancorati al sentiero della virtù economica. I peccati più importanti della periferia sono stati la dissolutezza nel governo

della finanza pubblica e le perdite di competitività. La via d'uscita dalla crisi, che ne consegue, è semplice. Si tratta di emulare il nucleo dei Paesi virtuosi tramite il risanamento delle finanze pubbliche e il miglioramento della competitività (aumentando la produttività, riducendo i salari o procedendo in entrambe le direzioni).

Se la periferia fosse in grado di raggiungere questo obiettivo, la crisi del debito della zona euro potrebbe essere risolta senza un balzo in avanti istituzionale per arrivare all'unione fiscale.

La lettura della crisi che propone Krugman parte dal presupposto che l'introduzione della moneta unica abbia favorito la realizzazione di grandi flussi di capitali verso i debiti sovrani più remunerativi nei paesi dell'euro e, di conseguenza, ad ampi disavanzi correnti nei paesi dell'Europa meridionale, i GIPS (Grecia, Italia, Portogallo, Spagna).

Per Krugman, il superamento degli squilibri richiede: in primo luogo, una redistribuzione della spesa, con i creditori chiamati a spendere di più mentre i debitori debbono spendere meno; in secondo luogo, è necessario una svalutazione reale (deprezzamento) di merci e servizi da parte dei debitori e, nel contempo, una rivalutazione o, in altri termini, un apprezzamento reale di merci e servizi da parte dei creditori. E' pertanto necessario che i salari e i prezzi nel GIPS debbano scendere rispetto a quelli in Germania.

Secondo l'interpretazione di Krugman, la politica del leader (segnatamente la Germania) è che questo adeguamento dovrebbe essere del tutto unilaterale. La spesa deve ridursi drasticamente nei Paesi debitori, ma non ci sarà nessuna politica espansiva in compensazione nei Paesi creditori: il rischio è che così la spinta delle politiche economiche porterà ad una riduzione del prodotto dell'Eurozona. Allo stesso tempo, la BCE si impegna a un obiettivo di inflazione molto bassa a

livello aggregato, il che significa che la regolazione del tasso di cambio reale dovrà avvenire principalmente attraverso la deflazione nel GIPS, che oltre a essere molto difficile e dolorosa, ha anche l'effetto di aumentare il peso relativo del debito sul PIL.

Krugman conclude che anche con un appoggio politico senza limite questa ricetta porterebbe ad una prolungata recessione e alla stagnazione in Europa. Con una fiducia politica limitata - annota Krugman che il nuovo governo spagnolo, con i recenti provvedimenti, è rapidamente diventato altrettanto impopolare di quello vecchio - questa è una ricetta che porta alla catastrofe.

Eichengreen (2012) riflette invece sull'incapacità dei leader europei di fermare una serie di spirali viziose.

La **prima spirale** si riferisce al *circolo che va dal debito pubblico ai bilanci delle banche e di nuovo al debito pubblico*. Il dubbio riguarda la capacità che i governi siano in grado di servire i loro debiti sopportando oneri finanziari in incremento e prezzi delle obbligazioni in drastico calo. La crisi del debito sovrano ha minato la fiducia nelle banche in Europa, che detengono molti dei titoli in questione. Incapaci di ottenere credito, le banche hanno ridotto la possibilità di offrire prestiti alle imprese e alle famiglie. Le economie si sono indebolite e le prospettive di consolidamento fiscale sono considerevolmente aumentate.

La Banca centrale europea ha cercato di fermare questa spirale viziosa, attivando due cospicue operazioni di rifinanziamento che hanno immesso ampie liquidità per tre anni. Secondo Eichengreen, questa strategia costituirebbe solo un modo per indebolire ulteriormente i portafogli creditizi delle banche. La decisione della BCE di fornire alle banche liquidità illimitata non risolve i problemi del debito dei governi, anche se attenua

(non elimina) almeno il problema che il debito generi difficoltà alle banche nel finanziamento dell'economia.

La **seconda spirale** viziosa va dal *consolidamento fiscale* che finisce per rallentare la crescita - e di nuovo - al *risanamento dei conti pubblici*. L'aumento delle tasse e i tagli alla spesa pubblica si ritengono ancora necessari. Queste misure di riduzione della domanda portano anche a diminuire le possibilità di crescita economica, nel breve, causando il rischio che gli obiettivi di contenimento del deficit non siano raggiunti. In tal caso, il risanamento dei conti pubblici richiederebbe ulteriori tagli alla spesa, con l'effetto di deprimere di più la crescita e, di nuovo, provocare il peggioramento dei risultati di bilancio.

Ad un certo punto, la recessione e la disoccupazione indurranno una reazione politica. Elettorati "arrabbiati" porteranno a far uscire l'austerità dagli orientamenti che guideranno le politiche economiche dei governi. E l'incertezza su quale tipo di governo prevarrà non potrà rassicurare gli investitori o influenzare positivamente la crescita dell'Eurozona.

Interrompere questa spirale viziosa secondo Eichengreen richiederà di far ripartire la crescita, obiettivo che, nelle circostanze attuali, è più facile a dirsi che a farsi. L'ambiente esterno non è favorevole. La crescita economica negli Stati Uniti è ancora debole e quella nei mercati emergenti sembra destinata a rallentare. Eichengreen delinea anche gli orientamenti generali delle politiche che l'Europa potrebbe approntare in materia. Il ritorno della crescita richiede un approccio che utilizzi sia la leva della domanda che quella dell'offerta.

Dal lato dell'**offerta**, Eichengreen evidenzia quanto siano importanti le piccole e medie imprese (PMI) come motori di creazione di

occupazione. Le PMI hanno bisogno di credito per crescere. Pertanto le recenti decisioni della BCE per ripristinare liquidità al sistema bancario sono ritenute fondamentali in questa prospettiva.

Le altre misure dal lato dell'offerta dovranno essere adottate dai singoli Stati membri e riguardano, come nel caso dei provvedimenti programmati dal Governo italiano, le liberalizzazioni del commercio, delle professioni e del mercato del lavoro. Tuttavia è rilevante la resistenza mostrata dalle diverse corporazioni nella rimozione di vincoli per rendere i servizi offerti più flessibili ed efficienti. La necessità di placare le rimostranze dei gruppi d'interesse costituisce un serio ostacolo per far ripartire la crescita economica, perché una riforma globale risulterebbe più efficace di misure frammentarie.

L'orientamento verso la crescita richiede anche misure di sostegno della **domanda** che possono tradursi in forme di compensazione per i perdenti nel processo di riforma globale. A questo proposito, Eichengreen ritiene che il modello sociale europeo possa essere un vantaggio piuttosto che un ostacolo. Ai perdenti dalla riforma potranno essere forniti sussidi di disoccupazione temporanei o risorse per programmi di formazione/riqualificazione finanziati dallo Stato, anche perché i governi europei che promettono di aiutare i perdenti hanno più probabilità di conservare il sostegno politico e saranno meglio in grado di mantenere la rotta riformista.

Allo stesso modo, anche l'offerta di servizi potrà ottenere benefici se la domanda è sostenuta. Ne discende pertanto la continua necessità di misure anche dal lato della domanda, che riporta al centro un ruolo attivo della BCE. Al riguardo, Eichengreen non ritiene sufficiente il taglio dei tassi di interesse. Risulta necessario l'acquisto di titoli su mercato secondario di tutti i membri dell'Eurozona per spingere verso l'alto i prezzi

degli *asset* e favorire la svalutazione del tasso di cambio dell'euro.

La ricetta per sfuggire alla spirale viziosa dell'Europa è quindi chiara e condivisa sul versante americano: l'Unione può ancora sfuggire col rischio di deflazione e di crollo dell'Unione solo se ognuno fa la sua parte.

Come sottolinea anche Feldstein (2011), i rischi di *impasse* sono legati alla volontà comune di sopportare tutti sacrifici per benefici parziali, difficilmente quantificabili per ciascun membro. In particolare, la forma di unione politica sostenuta dalla Germania appare vaga, non comporterebbe una raccolta centralizzata delle entrate, come negli Stati Uniti, perché potrebbe portare ad un onere maggiore per i contribuenti tedeschi nel finanziare i programmi governativi di altri paesi. Inoltre l'unione politica, così come è prospettata, non sarebbe capace né di migliorare la mobilità del lavoro all'interno dell'Eurozona, né di superare i problemi derivanti da una politica monetaria comune in paesi con diverse condizioni cicliche. Infine, non sarebbe efficace nell'incrementare le *performance* commerciali dei paesi che non possono svalutare i loro tassi di cambio per riguadagnare competitività.

L'effetto più probabile del rafforzamento di unione politica ipotizzato nella zona euro sarebbe quello di dare il potere alla Germania di controllare i *budget* degli altri membri e di prescrivere i cambiamenti nelle loro scelte di tassazione e di gestione della spesa pubblica. Questo trasferimento formale di sovranità non farebbe che aumentare le tensioni e i conflitti già esistenti tra la Germania e altri paesi dell'UE.

La valutazione degli economisti della FED

L'interesse prevalente dei tecnici della FED riguarda i problemi del debito sovrano europeo. Un importante riferimento dell'analisi in materia si ritrova nelle indicazioni del Governatore

Tarullo (2010).

L'approccio proposto parte dalla constatazione che l'economia globale si è trovata di fronte ai problemi della crisi sovrana europea, in condizioni di una fragile congiuntura negli Stati Uniti. In questo contesto, tali problemi rappresentano nell'ottica americana una battuta d'arresto potenzialmente grave. L'attenzione si è pertanto concentrata sulla comprensione dell'evoluzione delle turbolenze finanziarie in Europa, sulla risposta della politica europea e, in particolare, sulle implicazioni per gli Stati Uniti.

La crisi del debito sovrano in Europa ha, secondo gli economisti della FED, origini lontane che sono il risultato di un processo che è andato maturando nel tempo. Per anni, molti operatori di mercato hanno agito nel presupposto di una garanzia implicita di protezione del debito di paesi membri dell'Area Euro. Per un certo numero di paesi dell'Eurozona, questa presunzione può avere portato a una sottovalutazione sistematica dei rischi, che ha reso il ricorso al debito più conveniente di quello che probabilmente avrebbe dovuto essere.

Lo scoppio delle crisi politiche ha fatto emergere con forza l'insistere di questi squilibri che hanno prodotto una situazione decisamente instabile. Una strada attraverso la quale le turbolenze finanziarie in Europa potrebbero influenzare l'economia degli USA è quella dell'indebolimento della qualità del credito e della capitalizzazione delle istituzioni finanziarie americane. Ritengono che ci siano buone ragioni per credere che queste istituzioni siano in grado di sopportare qualche ricaduta delle difficoltà finanziarie europee, ma non una persistente instabilità. Qualora i problemi del debito sovrano nella periferia dell'Europa dovessero estendersi e creare difficoltà più in generale in tutta Europa, le banche statunitensi si troverebbero ad affrontare grandi perdite per la loro notevole esposizione creditizia complessiva.

In tali condizioni, il valore dei beni scambiati tenderebbe a diminuire e si alzerebbe significativamente l'ammontare delle insolvenze sui prestiti. Sarebbero probabilmente anche colpiti i fondi del mercato monetario negli Stati Uniti e le altre istituzioni, che detengono una grande quantità di carta commerciale e certificati di deposito emessi dalle banche europee. Per limitare questi rischi, nel 2010 e nel 2011, la Federal Reserve ha spinto i maggiori istituti finanziari a raccogliere capitali consistenti.

Oltre ad imporre perdite dirette sulle istituzioni degli Stati Uniti, un innalzamento delle tensioni finanziarie in Europa potrebbe essere trasmesso ai mercati finanziari a livello globale. L'aumento dell'incertezza e dell'avversione al rischio potrebbe comportare costi di finanziamento più elevati e carenza di liquidità per alcune istituzioni, nonché vendite forzate di attività e riduzioni nei valori collaterali che potrebbero, a loro volta, generare turbolenze dei mercati. In queste condizioni, le banche statunitensi e le altre istituzioni del Paese sarebbero probabilmente costrette a ridurre i prestiti, come hanno fatto durante il periodo di grave disfunzione del mercato finanziario che ha seguito il fallimento di Lehman Brothers.

Gli economisti della FED consigliano interventi e politiche orientate sia verso traguardi di breve termine che di medio termine. Secondo loro, una priorità a breve termine per l'Europa è continuare l'impegno per evitare un prosciugamento della liquidità, fornendo credito alle istituzioni finanziarie sia con prestiti denominati in euro, sia con prestiti denominati in dollari, mediante *swaps*. Tuttavia, anche se efficacemente attuato, questo supporto, insieme al sostegno per i mercati del debito sovrano forniti da altri componenti istituzionali del pacchetto UE, non risolverà i problemi del debito sovrano, ma fornirà solo il tempo di fare aggiustamenti delle politiche

necessarie. Solo un'azione credibile per portare deficit di bilancio sotto controllo porterà duraturi effetti benefici.

Bibliografia

- Boitani A. (2011), *Le politiche fiscali in un'unione monetaria*, Osservatorio Monetario n.3/2011.
- Eichengreen B. (2010), *Europe's Trojan Horse*, Project Syndicate, 2010, 15/02/2010.
- Eichengreen B. (2012), *Europe's Vicious Spirals*, Project Syndicate, 2012, 11/01/2012.
- Feldstein M. (2011), *Europe is Not the United States*, Project Syndicate, 2011, 29/11/2011.
- Mundell R.A. (1961), "A theory of optimum currency areas", *American Economic Review*, 51: 657-665.
- Kenen (1969), *The theory of optimum currency areas: an eclectic view*, in Mundell R.A., Swoboda A., eds. (1969), *Monetary Problems of the International Economy*, University of Chicago Press.
- Kenen P. B. (2010), There Was No Analytical Alternative to the Theory of Optimum Currency Area, *Econom Journal Watch*, 7, (1); 73-75.
- Krugman P. (2010a), *Europe's OK; the euro isn't*, in *The Coscience of a Liberal* - New York Times Opinion Page, January, 11, 2010.
- Krugman P. (2010b), *The Making of a Euromess*, in *Op-Ed Columnist*, New York Times, February, 15, 2010.
- Krugman P. (2011a), *Roubini On Internal Devaluation*, in *The Coscience of a Liberal* - New York Times Opinion Page, November, 5, 2011.
- Krugman P. (2011b), *Neo-Calvinists and the Euro*



Crisis, in *The Coscience of a Liberal*- New York Times Opinion Page, November, 22, 2011.

Jonung L. e Drea E. (2010a), *It Can't Happen, It's a Bad Idea, It Won't Last: U.S. Economists on the EMU and the Euro*, 1989-2002 *Econom Journal Watch*, 7, (1-January); 4-52.

Jonung L. e Drea E. (2010), *The Euro: It Happened, It's Not Reversible, So Make it Work*, *Econom Journal Watch*, 7, (2 - May); 113-118.

Sala-i-Martin X., Sachs J. (1991), *Fiscalfederalism and optimum currency areas: evidence for Europe from the United States*, in Canzoneri M., V. Grilli, P. Masson, eds. (1991),

Establishing a Central Bank: Issues in Europe and Lessons from the US, Cambridge, Cambridge University Press.

Tarullo D. K. (2010), International response to European debt problems, Speech before the *Subcommittee on International Monetary Policy and Trade* and *Subcommittee on Domestic Monetary Policy and Technology*, *Committee on Financial Services*, U.S. House of Representatives, Washington, D.C., May 20, 2010.

Tillford S. e Whyte P. (2011), *Why stricter rules threaten the eurozone*, Centre For European Reform Essays, November 2011.

4. LA CORREZIONE DEI CONTI PUBBLICI NEL 2011: DOVE CI PORTERÀ? ♦

Il 2011 è stato senza dubbio un anno turbolento per la finanza pubblica italiana; tra l'estate e l'inverno, sono infatti state varate ben tre manovre correttive, con l'obiettivo di conseguire il pareggio di bilancio già nel 2013. Queste manovre restrittive si sono rese necessarie all'interno di uno scenario macroeconomico che avrebbe invece richiesto interventi di stimolo alla crescita e all'occupazione.

Nelle pagine che seguono, si richiamano innanzitutto le tendenze della finanza pubblica nel corso degli anni 2000, tendenze che hanno poi determinato la necessità di una correzione così drastica. In secondo luogo, si illustrano i principali contenuti delle due manovre attuate dal Governo Berlusconi e della manovra attuata dal Governo Monti. In terzo luogo, ci si sofferma sulla *spending review*, oggi al centro del dibattito economico e politico. Chiudono alcune valutazioni critiche.

1. Un punto di partenza: la finanza pubblica negli anni 2000

Un opportuno punto di partenza per valutare la situazione attuale della finanza pubblica italiana è la sintesi degli avvenimenti degli anni 2000.

Dal lato delle entrate, la pressione fiscale ha avuto un andamento alterno, con un aumento significativo tra il 2005 e il 2007 (FIG. 1). Se si fa riferimento alla pressione tributaria, si osserva che tra il 2002 e il 2005 e a partire dal 2008, l'andamento del gettito è stato sostenuto da misure di carattere temporaneo, quali il cosiddetto "scudo fiscale" (nelle varie versioni), i condoni, la

pianificazione fiscale concordata (FIG. 2). A deprimere il gettito hanno invece contribuito l'abolizione dell'ICI sull'abitazione principale e gli effetti del ciclo economico.

FIG. 1: Pressione fiscale

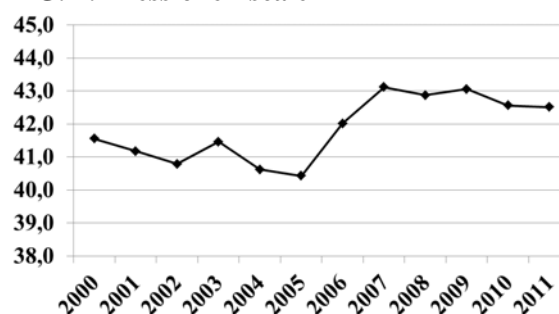
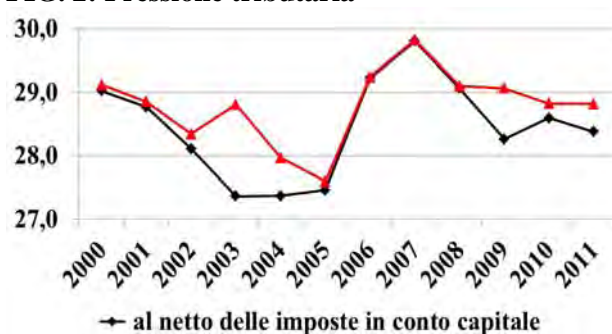


FIG. 2: Pressione tributaria



Dal lato delle uscite (TAB. 1), si registra una graduale crescita della spesa totale (dal 47,4% al 50,5%) e di quella primaria (dal 41% al 45,6%) in rapporto al PIL; l'accelerazione della spesa a partire dal 2008 è stata in buona parte causata dagli effetti della crisi economica sulle spese per ammortizzatori sociali. Alla riduzione della spesa per interessi, ha fatto da contraltare l'aumento delle prestazioni sociali e dei consumi intermedi. A partire dal 2009, è diminuita dal 2,5% al 2% del PIL la spesa per investimenti pubblici.

♦ A cura di Flavia Ambrosanio e Paolo Balduzzi.

TAB. 1: Componenti di spesa pubblica (in % del PIL)

	2000	2005	2008	2009	2010	2011
ST	47,4	48,4	49,4	52,6	51,2	50,5
SP	41,0	43,9	44,2	47,9	46,6	45,6
IP	6,3	4,5	5,2	4,7	4,6	4,9
PS	16,4	17,0	17,7	19,2	19,2	19,3
RLD	10,4	11,0	10,9	11,3	11,1	10,8
CI	7,3	8,3	8,2	8,8	8,8	8,6
I	2,3	2,4	2,2	2,5	2,1	2,0

Legenda: ST: spesa totale; SP: spesa primaria; IP: interessi passivi; PS: prestazioni sociali; I: investimenti; RLD: redditi da lavoro dipendente; CI: consumi intermedi.

Il risultato di questi andamenti è stato il peggioramento di tutti i saldi del bilancio pubblico, fatta eccezione per il biennio 2006-07, come illustrato dalle FIGG. 3 e 4.

FIG. 3: Disavanzo pubblico (in % del PIL)

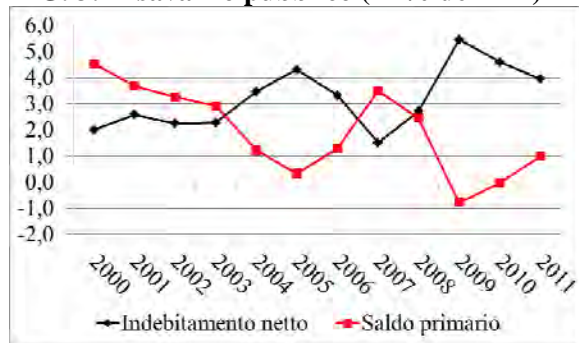
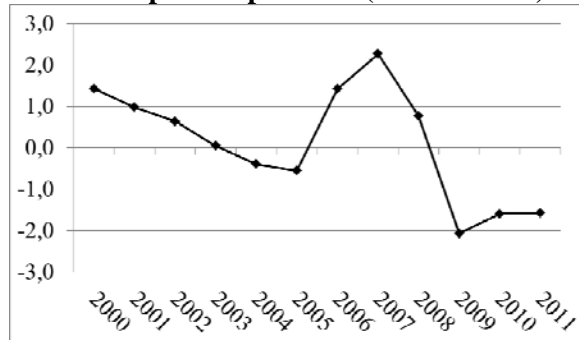
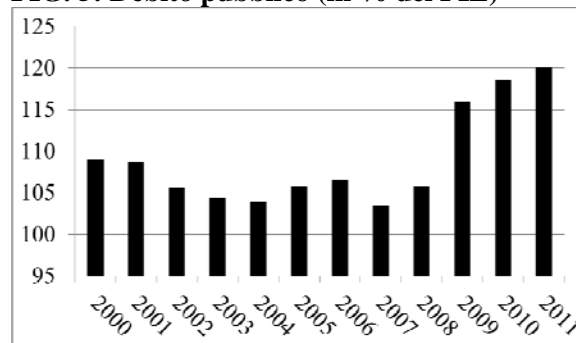


FIG. 4: Risparmio pubblico (in % del PIL)



Il debito pubblico è aumentato fino a quasi il 120% del PIL nel 2011 (FIG. 5).

FIG. 5: Debito pubblico (in % del PIL)



Come è stato già discusso altre volte in questa sede, la non appropriata conduzione della politica di bilancio, in modo particolare tra il 2001 e il 2005, è in buona misura responsabile dei ristretti margini di manovra per sostenere l'economia all'insorgere della crisi.

Il consuntivo 2011

Nel 2011 gli obiettivi di finanza pubblica sono stati conseguiti, anche per effetto delle manovre che si sono succedute nel corso dell'anno. L'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche si è ridotto dal 4,6% al 3,9% del PIL. L'avanzo primario si è attestato all'1% del PIL. Il rapporto debito pubblico/PIL è invece ancora aumentato dal 118,3% al 119,2%.

Questi risultati sono il frutto della decelerazione delle spese correnti e in conto capitale, accompagnata dall'invarianza della pressione fiscale (TAB. 2).

Le spese correnti al netto degli interessi hanno infatti ridotto la loro incidenza sul PIL dal 43,2% al 42,6% (soprattutto per il contenimento delle spese di personale e per consumi intermedi) e le spese in conto capitale dal 3,5% al 3%; al contrario, gli interessi passivi sono cresciuti dal 4,6% al 4,9% del PIL. La spesa complessiva è scesa dal 51,2% al 50,5% del PIL.

TAB. 2: Conto economico consolidato delle Amministrazioni Pubbliche (in % del PIL)

	2010	2011
Spese correnti primarie	43,2	42,6
- redditi lavoro dipendente	11,1	10,8
- consumi intermedi	8,8	8,6
- prestazioni sociali	19,2	19,3
Spese per interessi passivi	4,6	4,9
Totale spese correnti	47,7	47,5
Spese in conto capitale	3,5	3,0
Spese totali	51,2	50,5
Entrate tributarie	28,8	28,8
- imposte dirette	14,6	14,3
- imposte indirette	14,0	14,1
- imposte c/capitale	0,2	0,4
Contributi sociali	13,7	13,7
Totale entrate correnti	46,1	45,9
Entrate c/capitale	0,2	0,2
Entrate totali	46,6	46,6
Saldo primario	0,0	1,0
Indebitamento netto	4,6	3,9

La pressione tributaria è rimasta stabile al 28,8% del PIL: il gettito delle imposte dirette è lievemente diminuito, mentre il gettito delle imposte indirette ha beneficiato dell'aumento dell'aliquota ordinaria dell'IVA negli ultimi mesi dell'anno; sono aumentate le imposte in conto capitale (*una tantum*), per l'estensione dell'applicazione dell'imposta sostitutiva sul riallineamento dei valori di bilancio decisa durante l'estate. La pressione fiscale è rimasta anch'essa stabile al 42,5% del PIL.

2. Gli avvenimenti del 2011: le manovre "Tremonti"

La gestione della politica di bilancio nella prima metà del 2011 non ha certo brillato per coerenza. Nel mese di aprile, infatti, il DEF (Documento di economia e finanza) conferma gli obiettivi di

finanza pubblica per il biennio 2011-2012, senza la necessità di manovre correttive, mentre per il biennio 2013-2014 programma una manovra del 2,5% circa del PIL, basata essenzialmente sulla riduzione della spesa, per evitare aumenti della pressione fiscale (TAB. 3).

TAB. 3: Obiettivi DEF 2012-2014 (in % del PIL)

	Scenario tendenziale			
	2011	2012	2013	2014
Saldo primario	0,9	2,4	2,7	2,9
Indebitamento netto	3,9	2,7	2,7	2,6
Debito pubblico	120,0	119,4	118,1	116,3
	Scenario programmatico			
	2011	2012	2013	2014
Saldo primario	0,9	2,4	3,9	5,2
Indebitamento netto	3,9	2,7	1,5	0,2
Debito pubblico	120,0	119,4	116,9	112,8

Agli inizi di maggio si prospetta invece per il 2012 una manovra estiva da 7-8 miliardi di euro, a completamento di quella prevista per il biennio 2013-2014. Essa si concretizza nel D.L. n. 98 del 6 luglio, *Disposizioni urgenti per la stabilizzazione finanziaria* (convertito nella L. n. 111/2011), al quale viene affidato l'obiettivo di conseguire il pareggio di bilancio nel 2014.

Complessivamente la manovra di luglio (TAB. 4) produce un miglioramento dei saldi pari a 2,1 miliardi di euro nel 2011, 5,6 nel 2012, 24,4 nel 2013 e 48 nel 2014: tutto il risanamento viene dunque posticipato al biennio 2013-2014.

TAB. 4: La prima “manovra Tremonti” (mld. di euro)

	2011	2012	2013	2014
Maggiori entrate	2,1	7,1	13,8	29,5
Minori entrate	0,2	0,5	0,5	1,2
Maggiori entrate nette	1,9	6,6	13,3	28,3
Maggiori spese	1,7	4,1	1,3	1,6
Minori spese	2,0	3,1	12,5	21,3
Minori spese nette	0,2	-1,0	11,1	19,7
Riduzione disavanzo	2,1	5,6	24,4	48,0

Contrariamente a quanto era stato annunciato, per il 2012 la manovra si basa quasi esclusivamente sull'aumento delle entrate, per il 2013 il contributo delle entrate supera il 50%, per il 2014 sale al 60%.

Tra le misure approvate, occorre ricordare l'aumento delle accise, dell'aliquota base dell'IRAP per banche (dal 3,9% al 4,65%) e imprese assicurative (dal 3,9% al 5,9%), del bollo sui depositi titoli presso gli intermediari finanziari; le nuove norme sul riporto delle perdite societarie e sul trattamento fiscale degli ammortamenti; l'addizionale erariale sulla tassa automobilistica; alcune norme di contrasto dell'evasione fiscale.

L'aumento di gettito più sostanzioso (4 miliardi di euro nel 2013 e 20 miliardi nel 2014) sarebbe tuttavia derivato dalla cosiddetta “clausola di salvaguardia”, cioè dalla revisione dei regimi di esenzione, esclusione e favore fiscale, con una riduzione lineare del 5% nel 2013 e del 20% dal 2014, da porre in essere in alternativa ad una serie di provvedimenti in materia fiscale ed assistenziale, concernenti il riordino della spesa in materia sociale e l'eliminazione o riduzione dei regimi di favore che si sovrappongono alle prestazioni assistenziali (la Delega si sarebbe

dovuta esercitare entro il 30 settembre 2011). Su questo punto si tornerà più avanti.

Dal lato della spesa, il decreto di luglio dispone misure:

- a. per il settore sanitario: limiti alla crescita del finanziamento del Servizio sanitario nazionale (0,5% per il 2013 e 1,4% per il 2014); controllo degli acquisti di beni e servizi e della spesa farmaceutica; introduzione dal 2013 di un tetto di spesa all'acquisto di dispositivi medici; aumento dei ticket sanitari; contenimento della spesa per il personale;
- b. per le amministrazioni centrali: *spending review*, in modo da superare il criterio della spesa storica, assegnazione di obiettivi di spesa ai Ministeri, razionalizzazione dei processi di approvvigionamento di beni e servizi, riduzione dei cosiddetti costi della politica;
- c. per il pubblico impiego: proroga delle norme introdotte con le precedenti manovre (limiti alle assunzioni e all'aumento delle retribuzioni, rafforzamento delle procedure di mobilità) e introduzione di misure più severe di contrasto all'assenteismo;
- d. per la previdenza: graduale allineamento dell'età di pensionamento delle lavoratrici del settore privato ai livelli del settore pubblico; per il 2012-13, riduzione al 70% della rivalutazione automatica dei trattamenti pensionistici superiori a 3 volte il minimo INPS e abolizione per quelli superiori a 5 volte; anticipo al 2013 delle norme sull'adeguamento dei requisiti di accesso al sistema pensionistico agli incrementi della speranza di vita;
- e. per il settore scolastico: accorpamento degli istituti e conseguente riduzione del numero di istituzioni scolastiche e limiti alle dotazioni di personale in organico;

f. per gli enti locali: ennesima riforma del Patto di stabilità interno e aumento del contributo al risanamento della finanza pubblica.

Infine, la manovra di luglio contiene cosiddette misure per lo sviluppo: proroga per il 2012 della tassazione agevolata dei contratti di produttività; agevolazioni fiscali per l'imprenditoria giovanile e per le persone fisiche che svolgono attività professionali, artistiche e di impresa di ridotte dimensioni; avvio della riforma della rete distributiva dei carburanti; avvio del progetto strategico per il finanziamento della banda larga; incentivi fiscali per favorire l'afflusso di capitali verso le nuove imprese; rifinanziamento del Fondo infrastrutture; riordino dell'ANAS; incentivi alla valorizzazione del patrimonio degli enti territoriali.

Questa manovra, che rimanda al 2013-2014 gli interventi più incisivi per la correzione dei conti pubblici e non contiene disposizioni efficaci per il sostegno dell'economia, non convince i mercati e neanche l'Unione Europea. L'Italia si avvia a diventare un paese "a rischio", come dimostra l'impennata dello *spread* rispetto ai titoli tedeschi. A questo punto, il Governo attua la seconda manovra, con il D.L. n. 138 del 13 agosto, *Ulteriori misure urgenti per la stabilizzazione finanziaria e per lo sviluppo* (convertito nella L. n. 148/2011), con la quale vengono introdotte misure di correzione anche per il 2012 e rafforzate quelle per il 2013 e il 2014. La TAB. 5 illustra gli effetti cumulati delle due manovre.

TAB. 5: Effetti delle due "manovre Tremonti" (mld. di euro)

	2011	2012	2013	2014
Maggiori entrate nette	2,6	20,7	35,4	39,3
Minori spese nette	0,2	7,6	18,8	20,4
Totale manovre	2,8	28,3	54,2	59,7

Anche la manovra di agosto fa leva prevalentemente sull'aumento delle entrate. Il maggiore gettito previsto deriva in modo particolare dall'aumento dell'aliquota ordinaria dell'IVA dal 20% al 21%, dall'introduzione di un'aliquota unica del 20% sui redditi da capitale e sui redditi diversi (fatta eccezione per i titoli di Stato, le forme di previdenza complementare, i piani di risparmio a lungo termine, che restano assoggettati al 12,5%); dall'introduzione di un'imposta di bollo sui trasferimenti di denaro all'estero (2%, con un minimo di 3 euro per ogni operazione, con esenzione per gli immigrati regolari e i cittadini UE); da ulteriori misure di contrasto dell'evasione fiscale e del lavoro irregolare; dall'aumento della cosiddetta *Robin tax*, cioè dell'addizionale all'IRES a carico delle società del settore energetico, con l'incremento dell'aliquota dal 6,5% al 10,5% e l'ampliamento della platea dei contribuenti.

Il decreto di agosto inoltre anticipa al 2012 gli effetti finanziari connessi alla "clausola di salvaguardia" prevista dalla manovra di luglio, con la possibilità di disporre, in alternativa, una rimodulazione delle aliquote delle imposte indirette, incluse le accise, a invarianza dei saldi di bilancio.

Sul fronte della spesa, la seconda "manovra Tremonti" richiede ai Ministeri riduzioni di spesa più consistenti, ulteriori riduzioni degli uffici dirigenziali e la rideterminazione della dotazione di personale non dirigenziale; dispone l'armonizzazione delle regole di decorrenza del pensionamento del settore della scuola a quello degli altri settori produttivi e l'allungamento dei tempi per l'erogazione del trattamento di fine rapporto nel pubblico impiego, l'anticipazione dal 2020 al 2014 dell'inizio del percorso di innalzamento da 60 a 65 anni dell'età per il pensionamento delle lavoratrici del settore

privato; anticipa al 2012 l'applicazione del nuovo Patto di stabilità interno.

Sul versante della crescita, oltre all'aumento di 2 miliardi di euro nel 2012 della dotazione del Fondo per interventi strutturali di politica economica, vengono disposte misure che riguardano la libertà di iniziativa economica, la liberalizzazione dell'accesso alle professioni e una maggiore concorrenza nel loro esercizio, l'abolizione delle restrizioni in materia di accesso ed esercizio delle attività economiche (fatta eccezione per i servizi di taxi e noleggio con conducente), la liberalizzazione dei servizi pubblici locali di rilevanza economica, ad eccezione del servizio idrico integrato, della distribuzione di gas ed energia elettrica, del trasporto regionale e delle farmacie comunali.

Due considerazioni si impongono a questo punto. In primo luogo, sarebbe stato senza dubbio più corretto nei confronti dei cittadini se il Governo allora in carica avesse fatto un'analisi realistica della situazione e attuato in tempi rapidi, dunque in primavera, un'unica vera manovra, con effetti fin dal 2012. In secondo luogo, al contrario di quanto ripetutamente annunciato, la gran parte della correzione ha riguardato l'aumento delle entrate, con il 73% della correzione nel 2012, il 65% nel 2013 e il 66% nel 2014, senza tenere conto del molto probabile aumento delle imposte e tariffe degli enti locali. Inoltre, una quota rilevante delle maggiori entrate (20 miliardi di euro nel triennio 2012-2014) sarebbe derivata dalla riduzione lineare delle agevolazioni fiscali.

3. Gli avvenimenti del 2011: la “manovra Monti”

Nell'autunno del 2011, ben noti eventi portano alla caduta del governo Berlusconi e alla nascita del governo guidato dal prof. Mario Monti, che si

impegna ad attuare una serie di riforme per la correzione strutturale dei conti pubblici.

Uno dei primi provvedimenti del nuovo governo è il D.L. n. 201 del 6 dicembre, *Disposizioni urgenti per la crescita, l'equità e il consolidamento dei conti pubblici* (convertito nella L. n. 214/2011), cosiddetto decreto “Salva Italia”. Si tratta del terzo intervento sui conti pubblici nel corso del 2011, a soli cinque mesi di distanza dal primo.

Data la corposità del testo, è opportuno illustrare i contenuti per aree tematiche principali: incentivi all'attività economica e interventi a favore della crescita, maggiori entrate, riduzione della spesa.

L'impatto aggregato della manovra è riassunto nella TAB. 6. L'entità dell'intervento è di oltre 60 miliardi nel triennio, derivanti per circa l'80% da maggiori entrate.

TAB. 6: La “manovra Monti” (mld. di euro)

	2012	2013	2014
Maggiori entrate	26,6	26,8	26,5
Minori entrate	7,3	9,8	11,6
Maggiori entrate nette	19,4	17,0	14,9
Minori spese	5,4	8,0	10,2
Maggiori spese	4,6	3,6	3,6
Minori spese nette	0,9	4,3	6,5
Totale manovra	20,2	21,3	21,4

Incentivi e Crescita

La manovra prevede innanzitutto misure per “sviluppo ed equità”, sotto forma di incentivi fiscali (TAB. 7).

TAB. 7: “Manovra Monti”: minori entrate (mld. di euro)

	2012	2013	2014
Minori entrate	7,3	9,8	11,6
ACE	1,0	1,4	2,9
IRAP	1,6	3,6	3,0
Agevolazioni IRPEF	4,0	2,9	3,6
Altro	0,7	1,9	2,0

Essi concernono:

- a. la riduzione dell'IRES, con la possibilità di dedurre dalla base imponibile il rendimento nozionale dei nuovi apporti di capitale proprio, al fine di limitare l'incentivo all'indebitamento delle imprese (ACE);
- b. la deducibilità da IRES e IRPEF dell'IRAP sul costo del lavoro e l'aumento delle deduzioni dall'IRAP per l'assunzione di lavoratrici e giovani di età inferiore ai 35 anni (in misura maggiore nelle regioni del Sud);
- c. l'esclusione dal Patto di stabilità interno delle Regioni, fino a un miliardo di euro l'anno per il periodo 2012-2014, del cofinanziamento dei progetti realizzati con il contributo dei Fondi strutturali europei; l'incremento di 1,2 miliardi di euro nel triennio 2012-2014 del Fondo di garanzia a favore delle piccole e medie imprese;
- d. l'introduzione permanente delle detrazioni IRPEF del 36% per interventi di ristrutturazione edilizia, efficientamento energetico e calamità naturali;
- e. nuove modalità di determinazione dell'ISEE, con attribuzione dei risparmi ottenuti al Fondo per le politiche sociali.

La manovra introduce anche una serie di disposizioni per la promozione e la tutela della concorrenza, in base al principio di sostanziale liberalizzazione delle attività economiche, con l'abrogazione di molte restrizioni; vengono soppresse alcune limitazioni all'esercizio delle attività professionali e liberalizzati, seppure in maniera molto limitata, i settori dei trasporti, dell'editoria e le farmacie. Sono inoltre disposte misure in materia di appalti pubblici per facilitare l'accesso delle piccole e medie imprese, anche attraverso la suddivisione degli appalti in lotti funzionali, e norme relative al comparto edilizio,

per favorire gli investimenti privati e snellire le procedure.

Maggiori entrate

La parte più rilevante del decreto "Salva Italia" concerne l'aumento delle entrate tributarie (TAB. 8).

TAB. 8: "Manovra Monti": maggiori entrate (mld. di euro)

	2012	2013	2014
Maggiori entrate	26,6	26,8	26,5
IMU	10,7	10,9	11,3
TARES	-	1,0	1,0
Accise	5,9	5,6	5,7
Bollo	1,2	1,2	0,7
Scudo fiscale	1,5	2,0	0,6
Addizionale regionale all'IRPEF	2,2	2,2	2,2
IVA	3,3	-	-
ISOS partecipazioni	-	0,9	1,9
Contributi artigiani e commercianti	1,0	1,5	1,9
Altre	0,8	1,4	1,2

Per quanto riguarda le entrate erariali, sono state aumentate le accise sui prodotti energetici (in particolare sui carburanti) e le imposte su auto di lusso, imbarcazioni, aerei privati e sulle attività finanziarie (bollo titoli e valori scudati). È stata estesa alle operazioni straordinarie poste in essere nel 2011 la possibilità di "affrancare" fiscalmente (imposta sostitutiva del 16%) i maggiori valori delle partecipazioni di controllo, iscritti in bilancio, a titolo di avviamento, marchi d'impresa e altre attività immateriali. È stato disposto l'aumento dei contributi sociali dei lavoratori artigiani e commercianti iscritti alle gestioni autonome dell'INPS, nella misura dello 0,3% annuo, fino a raggiungere il livello del 22%.

Infine, ma questo è un passaggio rilevante, è stata riscritta la “clausola di salvaguardia” della prima “manovra Tremonti”: la riduzione lineare dei regimi di esenzione, esclusione e favore fiscale viene sostituita dall’aumento delle aliquote dell’IVA del 10% e del 21%, di 2 punti, a partire dal 1° settembre 2012, e di un ulteriore mezzo punto, a partire dal 1° gennaio 2014.

Le disposizioni forse più importanti riguardano i tributi degli enti locali. In primo luogo, è stata decisa l’anticipazione sperimentale dell’IMU fino al 2015, con la sostanziale differenza, rispetto al D.Lgs. istitutivo n. 23/2011, che essa si applica – sia pure con aliquota ridotta – anche all’abitazione principale. L’aliquota base è pari allo 0,76% mentre quella ridotta è pari allo 0,4%; l’abitazione principale beneficia anche di una detrazione di 200 euro a cui se ne aggiunge una di 50 euro per ogni figlio convivente di età inferiore a 26 anni. I Comuni hanno la facoltà di aumentare o ridurre l’aliquota base sino a 0,3 punti percentuali e quella ridotta sino a 0,2 punti percentuali. La reintroduzione dell’imposta sull’abitazione principale è accompagnata anche dalla rivalutazione dei coefficienti catastali.

Il gettito dell’IMU, come stimato nella Relazione tecnica al provvedimento, è di quasi 22 miliardi di euro. Di questi, circa 11, sono assegnati al bilancio dello Stato, al lordo di eventuali agevolazioni disposte dai Comuni, che devono essere finanziate dagli stessi. Tuttavia, un problema concerne tuttora la mancanza di cifre certe, tanto che il governo si è riservato la possibilità di variare aliquote e detrazioni nel caso l’acconto di giugno dovesse essere inferiore alle previsioni.

Oltre all’IMU, dal 2013 i Comuni avranno a disposizione un nuovo tributo sui Rifiuti e sui Servizi (RES o TARES), a copertura dei costi di gestione dei rifiuti urbani e assimilati avviati allo smaltimento, dovuto da chiunque possieda, occupi

o detenga a qualsiasi titolo locali o aree scoperte, a qualsiasi uso adibiti, suscettibili di produrre rifiuti urbani. Il nuovo tributo sostituirà ovviamente TARSU e TIA.

Alle maggiori entrate comunali derivanti da IMU e TARES corrisponde la riduzione dei trasferimenti statali di pari importo.

Per quanto riguarda le Regioni, è stato deciso l’aumento dallo 0,9% all’1,23% dell’aliquota base dell’addizionale all’IRPEF, a concorso del finanziamento del SSN, con corrispondente taglio dei trasferimenti statali, già a partire dal 2011. Tale aumento dell’aliquota base dell’addizionale IRPEF è un intervento che si inserisce nel processo di riforma del fisco regionale (D.Lgs. 68/2011) in maniera forse non del tutto coerente. Secondo infatti la riforma del federalismo fiscale, l’aliquota base dello 0,9% si sarebbe dovuta modificare per compensare una serie di trasferimenti che sarebbero stati soppressi; in ogni caso, l’eventuale aumento dell’aliquota di base obbligatoria sarebbe stato neutralizzato da una diminuzione di pari valore delle aliquote nazionali. Cosa invece non avvenuta con la manovra in esame.

Minori spese

Dal lato della spesa (TAB. 9), l’intervento più rilevante riguarda la riforma delle pensioni: estensione a tutti i lavoratori del metodo contributivo, aumento progressivo dell’età pensionabile, collegato in modo automatico all’aumento dell’aspettativa di vita, eliminazione delle pensioni di anzianità, armonizzazione dei requisiti di accesso ai regimi pensionistici. Inoltre, per il 2012 e 2013 la rivalutazione automatica delle pensioni al 100% è limitata a quelle di importo complessivo fino a tre volte il trattamento minimo INPS. È infine stato disposto anche l’aumento della tassazione sui TFR di importo superiore al milione di euro.

TAB. 9: “Manovra Monti”: minori spese (mld. di euro)

	2012	2013	2014
Minori spese	5,4	8,0	10,2
Previdenza	2,2	5,0	7,2
Enti territoriali	2,8	2,8	2,8
Altre	0,5	0,2	0,2

Ulteriori risparmi di spesa sono attesi dal comparto degli enti territoriali, essenzialmente attraverso la riduzione dei trasferimenti a Regioni, Province e Comuni.

In prospettiva futura, risparmi aggiuntivi dovrebbero derivare dall’attribuzione alle Province delle sole funzioni di indirizzo politico e di coordinamento delle attività dei Comuni, con la riduzione di organi e cariche.

Infine, altre minori spese provengono dalla soppressione di alcuni enti (accorpamento degli enti pensionistici e trasferimento delle funzioni all’INPS), dal riordino delle modalità di erogazione dei contributi all’editoria e dalla riduzione dei costi di funzionamento delle Autorità di Governo, del CNEL e delle Autorità indipendenti.

Come di consueto, la manovra prevede anche maggiori spese per le cosiddette “esigenze indifferibili” (circa 4 miliardi di euro l’anno). Si tratta della proroga degli stanziamenti per le missioni internazionali di pace, dei contributi agli autotrasportatori per l’aumento del costo dei carburanti, del finanziamento del trasporto pubblico locale, dell’aumento delle risorse destinate all’Agenzia per le erogazioni in agricoltura e del rifinanziamento del Fondo per la protezione civile.

4. Il controllo della spesa: la *spending review*

Come si è accennato in precedenza, la prima “manovra Tremonti” ha affidato alla *spending review* l’obiettivo di superare la spesa storica, ovvero il criterio del finanziamento inerziale di tutti i programmi di spesa delle Amministrazioni centrali.

Di che cosa si tratta?

In termini generali, la *spending review* (o *expenditure review*) consiste in un processo di revisione della spesa pubblica, con la finalità di razionalizzare l’utilizzo delle risorse nei diversi settori dell’attività pubblica. Si tratta di un approccio di tipo selettivo, che dunque si contrappone all’approccio dei tagli lineari o all’introduzione di tetti di spesa, sin qui adottati, che tuttavia risultano più semplici e immediati da attuare.

Il processo di *spending review* può avere due tipi di obiettivi. Il primo obiettivo, realizzabile anche nel breve-medio periodo, è quello di verificare come i programmi di spesa esistenti possano essere attuati con l’impiego di minori risorse, vale a dire in maniera più efficiente (si fa in questo caso riferimento alla *functional spending review*). Il secondo obiettivo, realizzabile nel lungo periodo, è invece quello di ridefinire le aree e i settori di intervento dell’operatore pubblico, in altri termini di ridefinire ciò che questo dovrebbe o non dovrebbe fare (si parla in questo caso di *strategic spending review*).

Nel panorama internazionale, esempi di *functional spending review* sono quelli della Finlandia (*Productivity programme, 2005-2015*) e della Grecia (*Functional review of central Ministries, 2010-2011*); processi di *strategic spending review* sono invece stati attuati in Australia (*Comprehensive expenditure reviews, 2007*), Canada (*Programme review, 1994*, e *Strategic review, 2009*), Danimarca (in fase di attuazione),

Olanda (*Interdepartmental policy review*, 1982 e dal 2009) e Regno Unito (*Spending review*, dal 1998).

Nella maggior parte dei casi, è il Ministro delle finanze che si occupa della parte metodologica, della fase attuativa e di monitoraggio della *spending review*. In alcuni casi, questi compiti sono invece attribuiti al Primo Ministro, ai Ministeri stessi o a commissioni esterne. La *spending review* può inoltre essere applicata al complesso della spesa di tutte le amministrazioni pubbliche oppure riguardare solo determinati livelli di governo o settori e funzioni di spesa.

In Italia, l'esperienza più recente di *spending review* risale al 2007, in relazione a cinque Ministeri: Giustizia, Infrastrutture, Trasporti, Interno, Istruzione (il 30% circa della spesa primaria corrente dello Stato e poco più del 25% della spesa in conto capitale). Nel 2008, il programma diventa permanente, ma solo nel 2011 la prima "manovra Tremonti" impegna il Ministero dell'Economia ad adottare un nuovo ciclo di *spending review* per il 2012. Su queste basi, lo scorso 7 maggio è stato emanato il D.L. n. 52, recante *Disposizioni urgenti per la razionalizzazione della spesa pubblica*, che contiene nel Capo I le norme organizzative (nomina del Comitato per la revisione della spesa pubblica e del Commissario straordinario, programma di lavoro, poteri) e nel Capo II le norme sostanziali, relative prevalentemente alle procedure di acquisto di beni e servizi da parte delle Amministrazioni pubbliche e alle procedure degli appalti pubblici.

Il punto di riferimento per la discussione sulla *spending review* in Italia è il Rapporto *Elementi per una revisione della spesa pubblica* redatto dal Ministro prof. Piero Giarda, illustrato al Consiglio dei Ministri del 30 aprile. Se ne illustrano in questa sede solo gli aspetti principali.

Il Rapporto parte dall'analisi di alcune caratteristiche della spesa pubblica italiana, che la rendono in qualche misura anomala rispetto alla maggior parte degli altri Paesi, ed è quindi opportuno ricordare.

La prima concerne in particolare il livello della spesa per interessi (nel 2010 70,2 miliardi di euro, pari a poco meno del 10% della spesa pubblica complessiva) e il livello della spesa pensionistica (237 miliardi di euro nel 2010, pari al 36,3% della spesa corrente al netto degli interessi). La somma delle due componenti assorbe il 42,4% della spesa totale.

La seconda peculiarità ha invece a che vedere con i costi della produzione pubblica. I consumi pubblici (che possono essere definiti come il valore degli *input*, lavoro e acquisti di beni e servizi, utilizzati nella produzione dei servizi pubblici) rappresentano la componente di spesa pubblica più rilevante, pari al 39,4% della spesa corrente primaria. In Italia, i costi di produzione dei servizi pubblici sono cresciuti molto di più, circa del 30%, dei costi di produzione dei beni di consumo privati. Se la domanda per i beni e servizi pubblici è poco elastica al "prezzo", l'aumento del costo di produzione si traduce in un aumento delle imposte e delle tariffe pagate dai cittadini. Nel Rapporto si stima che se i costi di produzione dei servizi pubblici fossero aumentati nella stessa misura di quelli dei beni di consumo privati, la spesa per consumi collettivi nel 2010 sarebbe stata di 73 miliardi di euro (il che equivale più o meno alla spesa per interessi passivi) più bassa di quella effettivamente sostenuta. Un ulteriore aspetto critico sottolineato nel Rapporto concerne l'inefficienza delle procedure di acquisto dei beni necessari per la produzione dei servizi pubblici, con prezzi di acquisto anche molto disomogenei sul territorio. A poco sono valsi gli interventi fin qui attuati, se

si considera che il ricorso alla Consip¹ vale solo il 3% del totale degli acquisti delle Amministrazioni pubbliche.

“Inefficienza dei processi decisionali e dei sistemi di controllo” possono avere effetti anche su altre categorie di spesa, quali i trasferimenti correnti a famiglie, imprese e istituzioni, e le spese in conto capitale, che nel 2010 sono ammontate a poco più di 140 miliardi di euro.

Un terzo aspetto critico concerne i mutamenti della composizione funzionale della spesa nel corso del tempo, derivanti anche dall’evoluzione della struttura demografica del Paese. Tra il 1990 e il 2009, si è registrato un forte aumento della spesa sanitaria, della spesa di protezione sociale e per i servizi generali. A ciò ha fatto riscontro una rilevante riduzione della spesa per l’istruzione e della spesa per ordine pubblico e sicurezza. Nel Rapporto si avanza l’ipotesi che questi andamenti non siano solo la risposta alla domanda proveniente dalla collettività, ma siano anche il frutto di fattori che hanno operato dal lato dell’offerta, quali ad esempio, il diverso potere negoziale delle parti politiche (fornitori, sindacati) e dei livelli di governo coinvolti (per esempio, Regioni per la spesa sanitaria e Stato per l’istruzione).

Infine, un nodo cruciale è quello della finanza locale. Innanzitutto, come è ben noto, gli enti territoriali si caratterizzano per un elevato grado di *vertical imbalance*, vale a dire per una scarsa capacità di finanziare la spesa attraverso le entrate proprie, che rappresentano mediamente solo il 40% circa della spesa totale; è pertanto fondamentale il ruolo dei trasferimenti a carico del bilancio statale. In secondo luogo, per il sovrapporsi di fattori di natura molto diversa, si rilevano differenziali, a volte anche molto

significativi, nella spesa per servizi pubblici tra diverse aree del Paese, tra enti di dimensioni diverse, tra enti delle stesse dimensioni ma con diversi caratteri socio-territoriali-demografici.

Che cosa fare, con queste premesse?

Il Rapporto indica le funzioni prioritarie e più immediate della *spending review*, come segue:

1. operare come “polizza assicurativa” rispetto al raggiungimento dell’ambizioso obiettivo del risanamento del sistema di finanza pubblica italiana;
2. consentire, già nel breve periodo, di liberare risorse per iniziative dirette a contrastare le condizioni di difficoltà in cui versano imprese e famiglie come conseguenza della lunga e pesante recessione economica;
3. avviare iniziative di contrasto a qualcuna delle anomalie del sistema di finanza pubblica italiana, tra le quali, principalmente: aumentare l’efficienza organizzativa dell’amministrazione pubblica sia a livello centrale sia a livello periferico; ammodernare le strutture produttive dei servizi pubblici delle amministrazioni centrali; riordinare il sistema dei rapporti finanziari tra il governo centrale e i governi territoriali, comprese le autonomie speciali.

Quanto si potrà risparmiare?

Nel dibattito pubblico che si è sviluppato sulla *spending review*, si sono spesso “dati i numeri”, nel senso che ciascuno, per incompetenza o strumentalizzazione politica, ha tratto dal Rapporto una cifra diversa, quasi mai quella corretta. Il Rapporto su questo punto è invece molto chiaro.

Ci sono evidentemente componenti di spesa pubblica che non possono essere soggette a riduzione per varie ragioni, istituzionali e/o politiche; si tratta dei trasferimenti alla UE e di altri interventi sull’estero, della spesa per pensioni

¹ Consip è una società per azioni del MEF che, tra le altre funzioni, gestisce il Programma per la razionalizzazione degli acquisti nella P.A..

e interventi sociali, della spesa per investimenti pubblici e per contributi statali e regionali che costituiscono impegni non rinegoziabili. Il totale di queste componenti vale circa 429 miliardi di euro. Considerando che la spesa pubblica totale, calcolata secondo le regole della contabilità nazionale, è pari a 707 miliardi di euro, ne restano circa 365, che tuttavia si riducono a 295, per alcune correzioni da apportare ai calcoli dell'ISTAT (ad esempio, escludere voci di spesa che trovano nei conti delle Amministrazioni pubbliche piena compensazione nelle entrate, come gli ammortamenti, i contributi sociali sui redditi dei dipendenti pubblici che affluiscono all'INPS e le imposte indirette incluse nei prezzi dei beni che la P.A. acquista).

La “spesa aggredibile”, vale a dire la spesa potenzialmente assoggettabile a riduzioni, è dunque pari a circa 295 miliardi di euro. Per essere più chiari, questi 295 miliardi di euro rappresentano l'ammontare di spesa che può essere oggetto della *spending review*. Ma nel breve periodo, solo una quota modesta di questo ammontare è realmente “aggredibile”.

Nel breve periodo, infatti, non si può pensare di ridisegnare *ex novo* i confini dell'intervento pubblico, mettendosi nell'ottica della *strategic spending review*; lo si può fare solo in misura molto marginale. Né, d'altra parte, si può ipotizzare di risolvere i problemi connessi all'arretratezza dei processi produttivi dei servizi pubblici. Si può invece procedere a individuare gli sprechi, nel senso di eccessi di impiego di risorse per ottenere una data prestazione. Il Rapporto stima che la spesa su cui è possibile agire nel breve periodo non superi il 25-30% dell'intera spesa aggredibile.

Come saranno impiegati i risparmi?

Nel Rapporto c'è un esplicito riferimento alla possibilità che le risorse liberate per effetto della

spending review vengano utilizzate per la riduzione della pressione tributaria.

5. Conclusioni

Il 2011 è stato un anno particolarmente complesso sotto il profilo della gestione della politica di bilancio. Come si è già osservato, nei primi mesi dell'anno, il Governo allora in carica ha continuato ad alimentare, con forzato ottimismo, le speranze che i conti pubblici non richiedessero immediati interventi di correzione per rispettare gli obiettivi programmati ed onorare gli impegni presi in sede europea. È poi arrivata la prima manovra estiva, che rimandava il risanamento al biennio 2013-2014; anche per le forti pressioni internazionali, è stata varata la seconda manovra estiva, con provvedimenti di entità significativa anche per il 2012. Queste manovre però non andavano pienamente nella direzione delle riforme strutturali indicate nel Piano Nazionale di Riforma, collegato al Semestre Europeo. La situazione italiana ha continuato a deteriorarsi, tanto da provocare le dimissioni del Presidente del Consiglio e l'insediamento del Governo Monti. Il nuovo Governo ha in tempi rapidi varato un'ulteriore manovra, contenente anche la riforma delle pensioni.

Che cosa dire di queste manovre?

Occorre in primo luogo sottolineare un aspetto comune a tutte, che non stupisce nel panorama italiano. La storia si ripete e il risanamento sta passando ancora una volta attraverso l'aumento delle entrate tributarie. Solo per il 2012, le maggiori entrate nette che dovrebbero derivare dalle tre manovre ammontano a circa 40 miliardi di euro, a fronte di tagli alla spesa per soli 8,5 miliardi. Lo scenario non cambia molto con riferimento al 2013 e al 2014. A ciò occorre aggiungere i probabili effetti indiretti delle manovre, che si manifestano ad esempio

attraverso l'aumento delle tariffe dei servizi pubblici locali o l'esercizio dei margini di autonomia tributaria dei governi locali.

Ciò premesso, una ben consolidata letteratura suggerisce che il risanamento basato sul contenimento della spesa si dimostra più stabile e duraturo di quello fondato essenzialmente sull'aumento delle entrate. Da un recentissimo studio dell'OCSE, che analizza il *mix* di provvedimenti che 31 Paesi hanno adottato per il risanamento delle finanze pubbliche, emerge che l'Italia è quello che in assoluto ha più di tutti utilizzato la leva tributaria.

Certo, la situazione era difficile e occorreva agire in fretta e, come si è osservato a proposito della *spending review*, i processi per la riduzione della spesa richiedono tempi lunghi. Per aumentare le imposte basta un decreto legge. Tuttavia, a parità di aumento delle entrate, la distribuzione del maggiore carico fiscale tra i cittadini avrebbe potuto e dovuto essere più equa. In una fase di prolungata recessione economica, l'aumento del prelievo avrebbe dovuto essere meno generalizzato, in modo da salvaguardare in qualche misura le categorie più deboli. Ad esempio, l'aumento di un punto dell'aliquota dell'IVA avrebbe potuto essere sostituito da una revisione mirata, e non lineare, delle miriadi di agevolazioni fiscali, che si sono accumulate nel tempo, alcune delle quali non hanno forse oggi alcuna ragione d'essere. Di più si sarebbe dovuto fare per la lotta all'evasione fiscale, per esempio anche attraverso una revisione dello strumento degli studi di settore; molto più consistente avrebbe dovuto essere il prelievo sui cosiddetti capitali "scudati", com'è avvenuto in altri Paesi.

Occorre però riconoscere che negli ultimi mesi sono giunti segnali che il livello di tolleranza verso l'evasione si sta riducendo, che l'attuale Governo ha fornito all'Agenzia delle Entrate strumenti più forti, ma probabilmente per

aggreddire il fenomeno e promuovere la cultura della lealtà fiscale occorrono azioni ancora più incisive. Tanto più se il recupero di gettito evaso costituisce una delle condizioni per ridurre la pressione tributaria. Ci si augura che queste azioni siano concretizzate attraverso l'esercizio della delega fiscale recante *disposizioni per la revisione del sistema fiscale*, la cui prima bozza è stata approvata il 16 aprile scorso. Il disegno di legge delega contiene infatti tutta una serie di indicazioni per *la misurazione e il monitoraggio dell'evasione*, per il *monitoraggio e riordino dell'erosione fiscale*, per il *rafforzamento dell'attività conoscitiva e di controllo* e per la *revisione del sistema sanzionatorio*.

Dispiace che dalla bozza sia stato stralciato l'art. 5 che prevedeva di far confluire il gettito conseguente alla riduzione dell'evasione in un apposito fondo strutturale, destinato a finanziare sgravi fiscali. Eppure sarebbe auspicabile che una parte del recupero di gettito nel 2012, considerando che nel 2011 sono stati recuperati circa 12 miliardi di gettito evaso, sia destinato a finanziare interventi in favore di coloro che maggiormente sono stati colpiti dalla crisi economica.

I risparmi di spesa della "manovra Monti" provengono dalla riforma delle pensioni e dal comparto degli enti locali. Ma, come si è detto, non è escluso che già nel corso dell'anno qualche ulteriore risparmio possa provenire dalla *spending review*. Sarebbe opportuno in questo caso utilizzare le risorse liberate a fronte della clausola di salvaguardia, per evitare l'aumento ulteriore delle aliquote dell'IVA.

Per concludere, il 2011 si è caratterizzato per una politica di bilancio fortemente restrittiva, con un impatto negativo sull'economia, già in fase di recessione. L'obiettivo prioritario è stato il consolidamento delle finanze pubbliche.



Ma permangono elementi di rischio sia dal lato della spesa, sia sul fronte delle entrate.

Il primo elemento di incertezza è costituito dalla spesa per interessi, anche se al momento sembra che questa sia al di sotto (per circa 10 miliardi di euro) delle previsioni, probabilmente molto prudentziali, elaborate nel dicembre del 2011. Ma che cosa accadrà nei prossimi mesi ai rendimenti dei titoli di Stato?

Il secondo elemento di rischio concerne gli effetti della congiuntura sulla dinamica del gettito tributario. Dal *Rapporto sulle entrate tributarie e contributive del mese di aprile 2012*, redatto dalla

Ragioneria Generale dello Stato, emerge un scostamento di circa 3,5 miliardi di euro tra il gettito effettivamente conseguito nel primo quadrimestre dell'anno e le previsioni contenute nel DEF. La differenza riguarda essenzialmente il gettito del bilancio dello Stato, in particolare il gettito dell'IVA, che risente senza dubbio della riduzione dei consumi.

Lo scenario non è affatto roseo. È auspicabile che vengano approvate in tempi rapidi le misure per la crescita, in questi giorni oggetto di discussione in seno al Consiglio dei Ministri, attraverso il cosiddetto Decreto sviluppo.