

Rassegna Sindacale

WWW.RASSEGNASINDACALE.IT

SETTIMANALE FONDATA DA GIUSEPPE DI VITTORIO - ANNO LX

20 - 26 FEBBRAIO 2014 | N. 7

IL TEMA
DELLA SETTIMANA

ECONOMIA REALE E BANCHE

La crescita non riparte anche per la stretta sul credito operata dagli istituti italiani, che preferiscono investire i soldi della Bce in titoli di Stato

di MARCELLO MINENNA*

STRANGOLATI dal credit crunch

Allo scoppio del 2014 i mercati europei scommettono sulla ripresa economica. I dati tuttavia sono contrastanti: se l'economia tedesca pare aver agganciato l'inversione di rotta, lo stesso non si può dire dell'Italia, dove a malapena si registrano segnali di stabilizzazione del Pil e dell'occupazione. Ciò che impedisce al paese di far ripartire la crescita è il severo *credit crunch*, che sta letteralmente strangolando il settore manifatturiero, inceppando il recupero dei livelli di produzione e occupazione. Non solo. Il consolidamento dei conti pubblici, che ha nettamente migliorato lo *standing* creditizio del governo italiano, non si è purtroppo trasferito sul costo di accesso al credito per le imprese manifatturiere, che rimane il più alto in Europa. In più, i finanziamenti a lungo termine e a costo calmierato messi in campo dalla Bce (*LTro-Long term refinancing operations*) non hanno sortito l'effetto sperato di sostenere l'erogazione di liquidità al sistema produttivo, che risulta ormai in declino strutturale da oltre due anni. La causa principale è ravvisabile nell'elevato ammontare di sofferenze bancarie, che sfiora i 150 miliardi, indebolisce la patrimonializzazione e inibisce l'assunzione dei rischi connessi con un regolare finanziamento

delle imprese. Non sorprende affatto, dunque, che il governo uscente abbia ipotizzato di mettere in campo misure non convenzionali, quali per esempio l'istituzione di una *bad bank* sulla falsariga dell'esperienza spagnola, oppure come il discusso provvedimento BankItalia/Imu, che siano in grado di liberare della liquidità addizionale per il sistema bancario. Allo stato attuale, rimane un dato di fatto che, in presenza di titoli governativi caratterizzati da alti rendimenti e da un rischio di credito mitigato dallo "scudo anti-spread" della Bce, le banche nazionali abbiano preferito al finanziamento dell'economia reale l'investimento della liquidità Bce in titoli di Stato. Ulteriori fattori hanno poi drenato la liquidità erogata attraverso le *LTro*, dirottandola verso altri impieghi. Ci si riferisce agli squilibri strutturali nei flussi finanziari all'interno dell'Eurosistema, che trovano rappresentazione nel surplus permanente della bilancia commerciale tedesca e nei corrispettivi deficit delle partite correnti dei paesi periferici. Lo snodo tecnico per capire le

connessioni tra i saldi della bilancia dei pagamenti, i flussi di liquidità e i sistemi produttivi all'interno dell'Eurosistema è rappresentato dal sistema di pagamenti *Target2*, cioè dal braccio operativo del sistema finanziario europeo, istituito per regolare con efficienza il credito interbancario tramite gli istituti centrali dei paesi membri. Di per sé, il saldo *Target2* di ciascuna banca centrale non è che una registrazione contabile del flusso netto di crediti/debiti regolati dagli operatori finanziari del paese di riferimento verso il resto dell'Eurosistema, ovvero del surplus/deficit delle partite correnti e di parte del conto finanziario. Di recente, il sistema è stato messo sotto osservazione per via del manifestarsi di persistenti divergenze nell'andamento dei saldi netti: poche banche centrali hanno accumulato un saldo positivo superiore ai 900 miliardi di euro nei confronti degli istituti dei restanti paesi dell'Eurozona. Dal 2012 i saldi hanno mostrato una tendenza al rientro, in concomitanza con il riequilibrio dei saldi delle partite correnti dei paesi periferici. Il trend di divergenza ha allarmato, perché il saldo *Target2* è considerato una spia dei disfunzionamenti sistemici dell'Eurozona. Quello che è

infatti è che i finanziamenti Bce di lungo termine hanno consentito alle banche europee in crisi di liquidità di regolare il grande ammontare di debiti verso il sistema bancario tedesco e di realizzare un consistente *deleveraging* del settore privato. La Bce ha pertanto assecondato - attraverso la liquidità - lo squilibrio tendenziale dei flussi finanziari all'interno dell'Eurozona, lasciando che la correzione degli stessi avvenisse attraverso il tradizionale meccanismo (costoso dal punto di vista sociale) di riduzione del livello dei prezzi e dei salari nei paesi in deficit di parte corrente. Questo imponente *pay-off* di debiti (registrato da *Target2*) ha comportato un massiccio trasferimento di rischio dal sistema bancario tedesco all'Eurosistema delle banche centrali. Oltre 250 miliardi di euro di crediti infatti sono stati regolati e registrati come saldo positivo nel bilancio della Bundesbank. Si tratta di crediti non esigibili in condizioni standard, ma che potrebbero diventarlo in situazioni eccezionali (per esempio, per l'abbandono della moneta unica da parte di un paese economicamente rilevante come la Spagna). In quel caso, il rischio sarebbe spalmato su tutte le banche centrali europee, realizzando de facto una mutualizzazione impropria di un rischio "non convenzionale" (come la rottura dell'Euro). A supporto di tale ricostruzione, si consideri l'andamento dei crediti in essere nei bilanci delle banche tedesche comparato con i prestiti *LTro* erogati dalla Bce a tutte le banche europee, a eccezione ovviamente di quelle tedesche. Nel periodo 2004-2010 e nel 2013 si registra una crescita sostenuta presso le banche tedesche dei crediti non regolati. Tra il 2004 e il 2010 l'ammontare delle *LTro*, a breve termine (massimo 6 mesi), è limitato e ha un'influenza contenuta

sull'ammontare dei crediti negli anni successivi. Nel periodo 2010-2012 l'ammontare dei crediti non regolati decresce sotto la soglia dei 50 miliardi, sulla spinta delle banche tedesche intenzionate a ridurre l'esposizione. L'importo delle due grandi *LTro* a tre anni è utilizzato in parte (circa 200 miliardi) ai fini del loro regolamento. Nel 2013, la crescita dei rimborsi *LTro* e forse una diversa attitudine delle banche tedesche più tranquille sul lato del credito, fanno risalire significativamente l'ammontare dei crediti in essere di nuovo a più di 160 miliardi di euro. Non è un caso, peraltro, che i rimborsi *LTro* generalizzati del 2013 siano associati al ristabilirsi di surplus commerciali dei paesi periferici dopo oltre 15 anni e a una riduzione record dell'inflazione accompagnata da una conclamata recessione. Si conferma infatti che, tra le tante finalità per cui i finanziamenti a lungo termine sono stati utilizzati (rifiinanziamento del debito governativo, stabilizzazione dei bilanci bancari, regolarizzazione degli squilibri della bilancia dei pagamenti), il sostegno dell'economia reale - peraltro mai avvenuto - è stato ritenuto dalla Bce assolutamente ancillare. Se questa è la strada che l'Ue ha intenzione di percorrere per ripristinare condizioni di equilibrio strutturale nell'Eurozona (e il sostegno indiscusso al *fiscal compact* lo fa supporre), il percorso appare ancora accidentato. L'Eurosistema, così come lo conosciamo oggi, potrebbe non reggere lo stress dell'aggiustamento. *

* Docente di Finanza matematica
Università Bocconi di Milano