

Luiss

School of European Political Economy

La crisi del gas rafforza l'esigenza di politiche economiche in linea con le raccomandazioni europee

Ignazio Angeloni, Carlo Bastasin, Lorenzo Bini Smaghi, Valentina Meliciani, Stefano Micossi, Pier Carlo Padoan, Paola Parascandolo

Policy Brief 19/2022

LUISS



29 agosto 2022

La crisi del gas rafforza l'esigenza di politiche economiche in linea con le raccomandazioni europee

**Ignazio Angeloni, Carlo Bastasin, Lorenzo Bini Smaghi, Valentina Meliciani,
Stefano Micossi, Pier Carlo Padoan, Paola Parascandolo**

Dopo la ragguardevole crescita del Prodotto interno lordo ottenuta grazie anche all'azione di politica economica del governo Draghi, la crescita dell'economia italiana il prossimo anno sarà significativamente più bassa, anche per effetto dei fattori di incertezza che elenchiamo in questo policy brief¹ e che aggravano il rallentamento in corso. Appare molto probabile che peggiorerà significativamente il differenziale tra il tasso di crescita e il livello dei tassi d'interesse, dato di importanza cruciale per determinare la sostenibilità del debito pubblico italiano. Il protrarsi della crisi del gas può spingere l'economia in recessione già quest'inverno.

Le istituzioni europee ci offrono un duplice sostegno: dal lato dell'aumento dei tassi d'interesse, l'Italia potrà beneficiare del sostegno della Banca centrale europea contro un eventuale incremento eccessivo dei differenziali dei tassi d'interesse; dal lato della crescita, la Commissione europea potrà erogare i fondi attesi del Piano nazionale di Ripresa e Resilienza. Entrambi questi benefici sono tuttavia condizionati al fatto che l'Italia confermi in futuro la strategia economica seguita nell'ultimo biennio.

Sia l'intervento della Bce, sia quello della Commissione, richiedono il rigoroso rispetto degli impegni assunti. È questo ciò che i cittadini italiani devono richiedere a chi si candida a guidare il paese.

Quadro macroeconomico

La guerra in Ucraina ha acuito l'incertezza in un quadro macroeconomico internazionale già indebolito da diffuse strozzature nell'offerta di materie prime e forti tensioni inflazionistiche. Il conflitto si protrae oltre le iniziali attese, provocando forti tensioni sui mercati delle materie prime, soprattutto del gas, con ripercussioni crescenti sulle dinamiche dei prezzi. A causa del significativo aumento dell'inflazione le banche centrali stanno alzando i tassi di interesse. Contemporaneamente, cresce la volatilità dei mercati valutari. Le severe restrizioni attuate in Cina per contrastare il Covid, oltre a incidere sull'economia domestica rallentandone la crescita, stanno determinando effetti negativi sulle catene globali degli approvvigionamenti.

Questo quadro, in cui prevalgono i rischi al ribasso, ha indotto il Fondo Monetario Internazionale (FMI), a rivedere a fine luglio le previsioni di crescita mondiale. Quest'anno il prodotto globale dovrebbe crescere del 3,2 per cento, quasi mezzo punto percentuale in meno rispetto a quanto previsto in aprile. La revisione è ancora più significativa (-0,7%) per il 2023 quando la crescita mondiale dovrebbe essere del 2,9 per cento.

¹ Uno speciale ringraziamento va ai membri del Gruppo Strategico di Policy della LUISS-School of European Political Economy, con i quali gli argomenti di questo policy brief sono stati discussi.

Per l'Italia, la crescita del Pil dovrebbe attestarsi ben al disopra del 3% nell'anno in corso, quasi un punto percentuale in più rispetto alle proiezioni di aprile.

Servizi e industria (sia il manifatturiero sia le costruzioni) hanno contribuito all'andamento positivo del secondo trimestre. Sul fronte della domanda, sono stati soprattutto i consumi di servizi a trainare la domanda interna. Per il secondo semestre l'andamento dell'economia italiana sembra destinato a risentire di fattori negativi nel quadro internazionale (frenata americana, possibile recessione tedesca, difficoltà cinesi), a cui è difficile sfuggire per un'economia aperta come quella italiana, inoltre si faranno più evidenti gli effetti sul credito della stretta monetaria europea. Non si possono escludere contraccolpi sullo spread legati all'acuirsi dell'incertezza politica nel nostro paese. Resta sullo sfondo il rischio dello scenario peggiore (taglio totale delle forniture di gas da parte della Russia) che probabilmente farebbe precipitare molte economie europee, tra cui la nostra, in recessione.

Rispetto all'inflazione, l'indice armonizzato a livello europeo ha raggiunto a giugno nel nostro paese l'8,5%, valore che non si osservava dagli anni Ottanta. La dinamica dei prezzi al consumo è sospinta in larga parte dai rincari dei beni energetici, ma anche degli alimentari e di alcuni servizi, come quelli ricreativi e dei trasporti. Più di recente anche la componente di fondo, che esclude alimentari ed energia, ha cominciato a crescere rapidamente, fino a quasi il 4%, raddoppiando rispetto alla primavera scorsa. Resta per ora moderata la crescita dei salari, in connessione anche con i ritardi nel rinnovo di alcuni importanti contratti collettivi e con il persistere di un'ampia area di sottoutilizzo del fattore lavoro, ma è improbabile che nel medio termine non si manifesti una spinta all'aumento dei salari. La crescita dell'inflazione sta avendo effetti redistributivi forti, che pesano soprattutto sulle famiglie a basso reddito.

Quadro di finanza pubblica

Complessivamente il Governo Draghi lascia in eredità un bilancio pubblico in ordine: nella prima parte dell'anno vi è stato un netto miglioramento dei saldi di finanza pubblica rispetto al 2021. Il fabbisogno cumulato del Settore statale nei primi sei mesi del 2022, misurato in termini di cassa, si è attestato a circa 41,7 miliardi, inferiore di 43 miliardi rispetto allo stesso periodo del 2021. Il miglioramento è dovuto sia al trascinarsi degli effetti positivi sulle entrate che si sono determinati a partire dal 2021, sia all'andamento superiore alle attese delle entrate tributarie, in particolare, delle imposte indirette, specie dell'Iva, legati all'incremento dell'inflazione.

Grazie al buon andamento del bilancio pubblico, il Governo Draghi ha finanziato dall'inizio di quest'anno interventi in materia di energia nell'ordine di 30 miliardi, senza effettuare scostamenti di bilancio rispetto all'obiettivo di indebitamento per il 2022 fissato nel DEF al 5,6%.

Secondo la Relazione al Parlamento presentata dal Governo lo scorso 26 luglio, l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche per il 2022 sarebbe inferiore di 0,8 punti percentuali di Pil rispetto al quadro programmatico indicato nel DEF (-5,6%). In valore assoluto, l'indebitamento risulterebbe inferiore di circa 14,3 miliardi di euro. Grazie a queste risorse, più altre per un totale di 17 miliardi, il Governo ha varato un provvedimento destinato a contrastare gli effetti legati all'incremento dei prezzi dei prodotti energetici e più in generale dell'inflazione, nonché quelli causati dall'emergenza idrica in atto.

È importante sottolineare che l'intervento contiene principalmente misure una tantum. Ciò al fine di non pregiudicare i conti pubblici dei prossimi anni e tenendo in considerazione il limitato perimetro di azione consentito a un Governo dimissionario e che rimane in carica per la gestione dell'ordinaria amministrazione.

Nuovi provvedimenti di sostegno a famiglie e imprese si annunciano in risposta ai recenti, drammatici aumenti del prezzo del gas. Il governo sembra intenzionato a trovare le risorse necessarie senza nuovi scostamenti di bilancio, mentre è ormai chiaro che la legge di bilancio per il 2023 sarà predisposta dal governo emerso dalle elezioni.

L'inflazione e il costo del denaro

L'impennata dei prezzi dell'energia e l'allargamento delle pressioni sui prezzi hanno spinto l'inflazione all'8,5 per cento nel giugno 2022, anche l'inflazione "core" è accelerata, raggiungendo il 3,4 per cento a giugno. L'indice dei prezzi alla produzione ha registrato una variazione di circa il 35 per cento, principalmente a causa della componente energetica, seguita dai beni intermedi. Le imprese stanno trasferendo l'aumento dei prezzi, anche se i margini di profitto sono diminuiti e gli aumenti del costo del lavoro finora sono stati moderati. Per le famiglie, l'inflazione dei prezzi dell'energia è salita a oltre il 50% a marzo e il governo ha dovuto intervenire per contenerla con tagli alle imposte. Le famiglie più povere sono esposte a un impatto più elevato dell'inflazione a causa delle quote maggiori di energia e cibo nella spesa totale del loro bilancio. Le famiglie nel decile di spesa più basso devono affrontare un tasso di inflazione dell'8,5 per cento, circa una volta e mezzo maggiore rispetto all'inflazione di quelle nel quintile più alto. Anche in considerazione di ciò, sul bilancio dello Stato graveranno nuovi interventi necessari a ridurre l'impatto dell'aumento dei prezzi sui cittadini in maggiore difficoltà.

Le condizioni del mercato finanziario si sono inasprite come conseguenza del rientro su scala globale del grado di accomodamento monetario. Le maggiori tensioni geopolitiche hanno anche aumentato il grado di rischio avvertito dagli investitori. In conseguenza di ciò, i rendimenti nominali dei titoli di Stato italiani hanno cominciato ad aumentare nel corso del 2022 e il differenziale con i Bund tedeschi si è stabilizzato al di sopra dei 200 punti base. Dato l'elevato livello dell'inflazione, l'impatto sull'economia dei tassi reali negativi è ancora benigno.

L'inflazione attesa a fine 2022 è superiore al 6%, contro una media più alta di due punti nei paesi dell'euro. Questo potrebbe implicare un effetto dell'aumento dei tassi reali relativamente peggiore in Italia rispetto alle altre economie dell'euro-area. I forti aumenti del prezzo del gas e la discesa dell'euro sotto la parità nei confronti del dollaro obbligheranno probabilmente la BCE ad accentuare la stretta già nella prossima riunione del Consiglio direttivo.

Secondo l'indagine della BCE sui prestiti bancari, le banche hanno inasprito gli standard di credito nel primo trimestre del 2022, nel mezzo di un calo del 30 per cento dei prezzi delle azioni bancarie da metà febbraio e del rollback di numerose misure normative e finanziarie dell'era della pandemia. Dopo una rapida espansione negli ultimi due anni, la crescita dei prestiti bancari al settore delle imprese è rallentata, mentre i prestiti alle famiglie restano positivi. I tassi di interesse per i nuovi mutui ipotecari stanno aumentando in risposta all'aumento dei tassi di mercato. Sulle prospettive del mercato del credito nei prossimi anni ritorneremo più avanti.

Ulteriori fattori rilevanti alla crescita dell'economia nel 2023

Diversi fattori pesano sullo scenario di previsione, con una crescita che nel 2023 si stima essere molto inferiore rispetto al 2022: i prezzi dell'energia resteranno elevati, anche senza assumere scenari di interruzioni dell'approvvigionamento; ulteriori aumenti dei tassi di interesse; la continuazione nelle strozzature delle catene di fornitura globali; e infine un'inflazione più persistente di quanto si sia considerato finora.

In un tale scenario, l'erosione dei redditi reali si farà sentire inevitabilmente e una delle probabili conseguenze sarà la riduzione del risparmio aggregato delle famiglie. L'aumento dei tassi di interesse, la riduzione dei margini di profitto e gli effetti sulla fiducia peseranno sugli investimenti privati. In questo quadro è possibile che si registri una riduzione delle esportazioni nette.

In questo quadro giocherà un ruolo fondamentale la realizzazione del Piano nazionale di ripresa e resilienza (PNRR). Secondo analisi del FMI, l'aumento cumulativo del Pil derivante dagli investimenti pubblici legati al PNRR e dai trasferimenti di capitale è stimabile in circa il 13% nel periodo 2021-2031, con un picco di aumento del livello di produzione di quasi il 5% nel 2025 e nel 2026. Per raggiungere risultati più favorevoli in termini di crescita occorre tener conto di diversi fattori: l'orizzonte temporale entro cui collocare l'impatto del Piano, l'interazione tra investimenti pubblici e riforme strutturali, l'impatto di spillover sull'Italia causato dagli investimenti pubblici e dalle riforme degli altri paesi europei, il ruolo degli investimenti privati. Dagli esercizi di simulazione emerge che nei primi anni del Piano (2021-22), i guadagni di produzione guidati dalla domanda sono sostenuti principalmente da incentivi fiscali per gli investimenti privati, mentre gli effetti successivi riflettono la rotazione della spesa verso gli investimenti pubblici. La realizzazione degli investimenti pubblici al meglio delle condizioni possibili sarà essenziale affinché l'economia italiana superi le condizioni di incertezza dei prossimi anni.

In generale si prevede che gli effetti del PNRR sulla crescita potenziale si concretizzeranno principalmente oltre gli orizzonti di previsione consueti, ma dipenderanno in modo significativo dalla qualità delle nuove infrastrutture e dal successo dell'attuazione delle riforme strutturali. Nel medio periodo, la crescita del reddito sarà guidata infatti dalla crescita della produttività su cui impatteranno le riforme strutturali. Va ricordato che le priorità strutturali differiscono da paese a paese e che nel caso italiano le priorità includono la riforma della giustizia civile e penale, il quadro in materia di insolvenza e la riforma della concorrenza, nonché l'aumento della capacità del settore pubblico di amministrare il Piano e rafforzare gli appalti pubblici.

Nel lungo termine, la crescita potenziale aumenterà solo marginalmente – secondo le stime del FMI², la crescita potrebbe assestarsi poco sopra lo 0,75% - frenata anche dall'impoverimento demografico del paese. Si tratta di un livello tale da non risolvere il problema di stabilità finanziaria del paese in assenza di una continua attenzione ai saldi di finanza pubblica e del mantenimento del costo del denaro a livelli prossimi a quelli medi dell'area dell'euro.

L'economia di fronte alla stretta monetaria

L'incertezza suscitata dal rischio di recessione e aggravata dalla fase di instabilità politica si è ripercossa sul differenziale dei tassi d'interesse italiani rispetto a quelli di altri paesi. Per evitare che il fenomeno si autoalimentasse la Banca centrale europea ha annunciato la predisposizione di uno specifico strumento di stabilizzazione, il Transmission Protection Instrument (TPI), comunemente definito uno "scudo anti-spread".

È importante apprezzare la qualità innovativa del TPI che si differenzia dalle Outright Monetary Transactions (OMT) varate nel 2012 a seguito della famosa rassicurazione pronunciata da Mario Draghi di salvare l'euro *whatever it takes*.

² <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2022/07/28/Italy-2022-Article-IV-Consultation-Press-Release-Staff-Report-and-Statement-by-the-521484>

I due strumenti condividono alcuni aspetti: in particolare l'assenza di limiti quantitativi, impliciti o espliciti, all'azione della banca centrale. L'obiettivo è quello di creare un forte deterrente per gli operatori di mercato a prendere posizioni opposte a quella della banca centrale. Inoltre, seppur in modo diverso, entrambi gli strumenti sterilizzano l'effetto del loro impiego sulla base monetaria in modo da evitare effetti indesiderati sull'impostazione complessiva della politica monetaria. Infine, in entrambi i casi, la decisione di attivare lo scudo rientra, in ultima istanza, nelle prerogative della Banca centrale europea, in modo discrezionale, senza alcun automatismo, in base alle sue valutazioni sulle condizioni di mercato.

Sono diversi invece gli obiettivi dichiarati dei due scudi. L'OMT, che fu varato nel 2012, a fronte di forti tensioni sui mercati finanziari che scontavano la possibile uscita di alcuni paesi dall'area dell'euro, intendeva assicurare l'integrità della politica monetaria e la sua trasmissione all'economia reale. Il più recente TPI, adottato in una fase meno drammatica, si concentra principalmente sulla trasmissione della politica monetaria, in una fase di rialzo generalizzato dei tassi d'interesse.

Tuttavia, la differenza principale fra i due strumenti riguarda la condizionalità. Va chiarito da subito che vi sono due tipi di requisiti che devono essere soddisfatti affinché la BCE intervenga, quelle necessarie e quelle sufficienti.

Cominciamo dalle condizioni necessarie. Nel caso dell'OMT, un paese deve prima negoziare con il MES (Meccanismo Europeo di Stabilità) un programma di aggiustamento oppure l'ottenimento di una linea precauzionale. Il MES può concedere assistenza finanziaria se questa è considerata necessaria per la salvaguardia della stabilità finanziaria dell'intera area dell'euro e degli stati membri. Nel caso del programma di aggiustamento, l'assistenza viene erogata in cambio di impegni precisi ad adottare politiche di bilancio e strutturali coerenti con il risanamento macroeconomico. Nel caso della linea precauzionale, il MES deve certificare che la situazione e le politiche del paese siano sostenibili. Le decisioni vengono prese all'unanimità del Consiglio di amministrazione del MES e successivamente ratificate dai paesi membri.

Il TPI non richiede il ricorso al MES. Il nuovo scudo può essere messo in atto per tutti i paesi che rispettano le procedure europee di coordinamento delle politiche economiche. Ne vengono menzionate quattro. La prima riguarda il Patto di Stabilità e crescita. Per poter beneficiare del nuovo scudo un paese non deve avere un disavanzo pubblico eccessivo, oppure non divergere significativamente dal percorso previsto per uscire da tale situazione. La seconda preconditione riguarda l'assenza di squilibri macroeconomici gravi o di politiche atte a correggerli. La terza riguarda la sostenibilità del debito pubblico. La quarta è la compatibilità con l'attuazione del PNRR.

In sintesi, a differenza dell'OMT, il TPI non richiede che un paese avvii un negoziato con il MES per ottenere una linea precauzionale oppure per definire un programma di aggiustamento, ma piuttosto di essere conforme alle raccomandazioni esistenti relative al coordinamento delle politiche economiche. Ciò rappresenta un indubbio vantaggio, soprattutto dal punto di vista politico. Innanzitutto, si evita lo stigma di dover far ricorso all'aiuto esterno, che spesso ne scoraggia e ritarda la richiesta perché tale atto viene interpretato come il riconoscimento del fallimento dell'azione di governo. Inoltre, non è necessario sottoporre il proprio programma di aggiustamento al vaglio degli altri paesi, ciascuno dei quali potrebbe bloccarlo se non lo ritiene congruo. Infine, la BCE può intervenire prima che venga messo a rischio l'accesso di un paese al mercato finanziario, che talvolta precede la richiesta di sostegno al MES e che può portare alla ristrutturazione del debito.

Alcuni difetti che scoraggiavano l'attivazione dell'OMT erano stati in parte superati con la riforma del MES varata lo scorso anno, che prevedeva in particolare una procedura più spedita per ottenere le linee di credito precauzionale. La riforma del MES non è tuttavia stata ancora ratificata dall'Italia.

In sintesi, il TPI è attivabile anche nei confronti di paesi che si trovano in difficoltà economiche, come un disavanzo superiore al 3% del Pil o squilibri macroeconomici rilevanti, se le politiche sono comunque in linea con le raccomandazioni e gli impegni già presi con le istituzioni europee. Di fatto, tutti i paesi europei – Italia inclusa – attualmente soddisfano i requisiti del TPI. L'Italia soddisfa attualmente i criteri di coerenza con le regole fiscali (assenza di disavanzi eccessivi) e degli squilibri macroeconomici (ha squilibri macroeconomici eccessivi, ma la Commissione europea non ha attivato lo stadio successivo della procedura che richiede la presentazione di un Corrective Action Plan). In entrambi i casi verrà fatta una nuova valutazione a maggio 2023, nell'ambito del semestre europeo. La procedura di valutazione della sostenibilità del debito della Commissione indica un alto rischio di sostenibilità a medio e lungo termine. Il rispetto del criterio relativo alle raccomandazioni fiscali sarà verificato quando il nuovo governo presenterà la nuova bozza di bilancio e la Commissione emetterà la sua opinione. Un aspetto fondamentale al riguardo è che la spesa corrente cresca ad un ritmo inferiore al tasso di crescita potenziale del Prodotto lordo. La Commissione sta inoltre verificando le condizioni del PNRR per erogare la prima tranche del 2022.

Nel caso in cui un paese non rispettasse più una delle condizioni previste - in seguito a un cambiamento drastico di politica economica riguardante il risanamento delle finanze pubbliche, oppure le riforme per ridurre gli squilibri macroeconomici, o le misure concordate nell'ambito del PNRR - la BCE non potrebbe più mettere in atto il TPI. Una volta che ciò fosse reso pubblico, ciò esporrebbe il paese a forte instabilità. Resterebbe allora solo la possibilità di ricorrere all'OMT attraverso il sostegno del MES. Il TPI crea pertanto un forte incentivo per i paesi membri a condurre politiche economiche coerenti con il quadro di coordinamento delle politiche economiche europee.

Rispettare le condizioni necessarie per l'attivazione del TPI non comporta comunque alcun obbligo per la BCE. Come per l'OMT, la BCE si riserva piena discrezionalità per decidere se l'intervento è giustificato, in base agli obiettivi indicati sopra.

L'OMT non è stato mai usato, nonostante vari paesi, come la Spagna, il Portogallo o l'Irlanda, avessero già in atto nel 2012 un programma di sostegno concordato con il MES. Come ricordato sopra, l'annuncio stesso dell'OMT produsse da subito effetti rilevanti. Tuttavia, gli spread di vari paesi rimasero elevati, superiori a 200 punti per oltre un anno, senza che questo inducesse la BCE ad intervenire. Evidentemente la BCE considerò che la dinamica dei tassi innescata da metà 2012 non ponesse più alcun pericolo per l'integrità dell'area dell'euro e per la trasmissione della politica monetaria.

Allo stesso modo, anche se vengono rispettati i criteri per l'attivazione del TPI, la BCE si riserva il diritto di intervenire ad ogni momento, senza indicare delle soglie obiettivo o prendere impegni precisi riguardo al livello dello spread che dovrebbe far scattare l'operazione. L'intento della Banca centrale non è in effetti quello di sostituirsi al mercato nella determinazione dei prezzi delle attività finanziarie, ma piuttosto di evitare che si sviluppino dinamiche destabilizzanti, generate da aspettative che si auto-alimentano. L'intervento mira a favorire un corretto funzionamento del mercato piuttosto che sostituirsi al mercato stesso. Non ci si deve dunque sorprendere se il nuovo strumento conferisce alla BCE ampi margini di discrezionalità operativa, pur rispettando i criteri di rendicontazione ex post previsti per le operazioni di politica monetaria.

Sarà cruciale il ruolo delle banche, anche nella politica monetaria

Come già osservato, il nuovo strumento monetario TPI è stato introdotto dalla BCE con l'obiettivo di preservare l'integrità del meccanismo di trasmissione della politica monetaria (MTM), cioè l'insieme delle relazioni di causa-effetto che, partendo dall'azione della banca centrale si propagano nell'economia, influenzando, in particolare, la domanda aggregata e attraverso di essa, l'inflazione e la crescita economica.

Va detto anzitutto che nell'ultimo decennio il MTM ha operato in modo del tutto diverso rispetto al passato, non solo nell'eurozona, ma in tutte le principali aree monetarie a cominciare dagli Stati Uniti. Mentre infatti nel passato tale meccanismo si snodava lungo una sequenza di relazioni fra tassi di interesse (quelli controllati dalla Banca centrale riflettendosi in diversa misura e tempi sugli altri tassi, e questi ultimi poi sulla domanda di beni e servizi espressa da famiglie e imprese), negli ultimi dieci anni circa, essendo i tassi di interesse schiacciati sullo zero, o su valori negativi relativamente piccoli, il meccanismo non ha potuto operare attraverso i tassi di interesse. Vari studi hanno analizzato il modo in cui la trasmissione si è svolta in regime di Quantitative Easing (QE), con risultati non universalmente condivisi. Ciò che però più conta adesso è che, essendo i tassi di interesse tornati positivi e in ulteriore crescita, è possibile riferirsi all'ampia letteratura precedente sul meccanismo di trasmissione attraverso i tassi di interesse, sulla quale il consenso raggiunto negli anni pre-QE era molto maggiore.

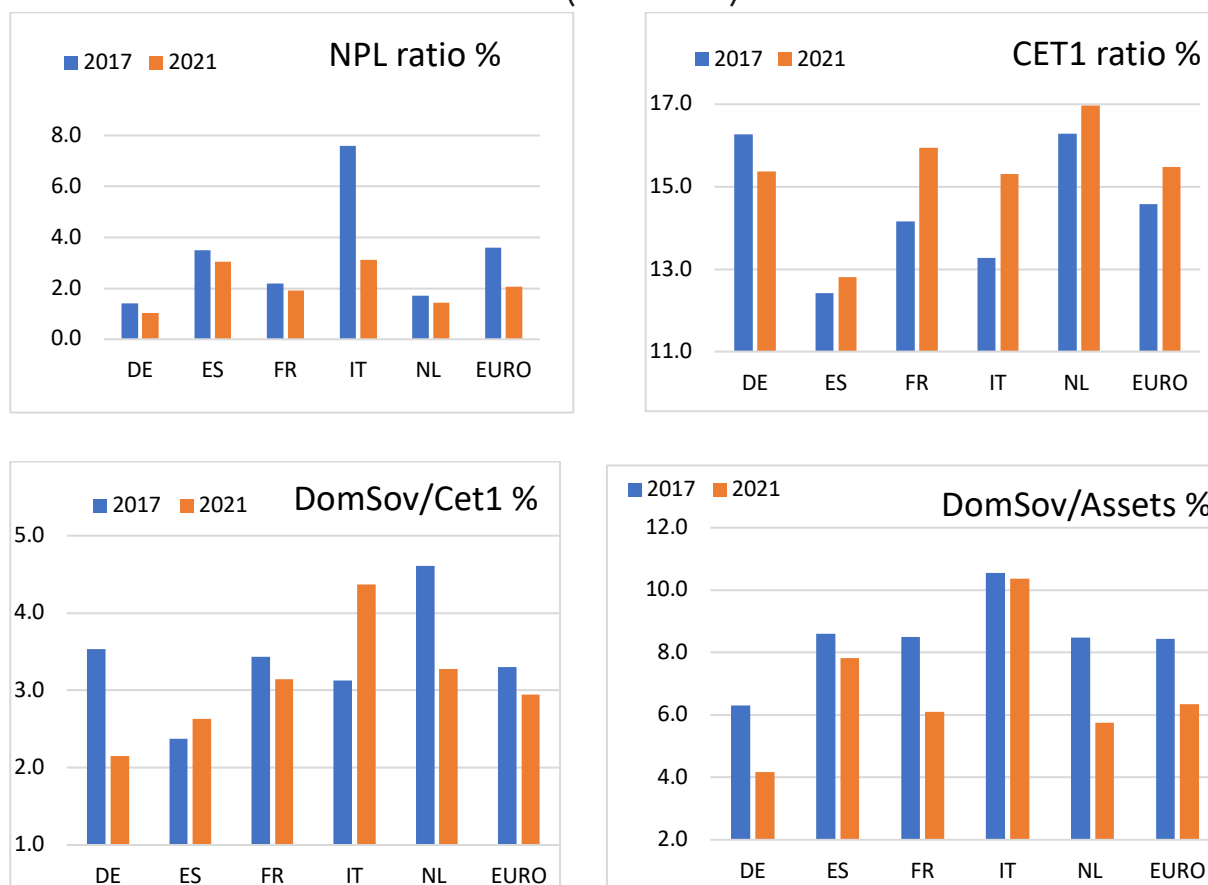
Gli studi condotti dalla stessa BCE sul MTM hanno portato in estrema sintesi a quattro risultati principali:

1. In tutti i paesi dell'area dell'euro, l'intonazione della politica monetaria è approssimata al meglio dal livello del tasso a breve termine sul mercato monetario: tipicamente, un tasso di d'interesse sui fondi interbancari con scadenza intorno a tre mesi. Questo tasso è influenzato sia dalle azioni della Banca centrale, sia dalle aspettative su come si muoverà il mercato, e la stessa Banca centrale, nei tre mesi successivi.
2. In tutti i paesi dell'area dell'euro, un ruolo chiave nella trasmissione degli impulsi di politica monetaria è svolto dal sistema del credito; in particolare, dall'offerta di credito bancario (sia attraverso i prezzi, sia attraverso le quantità), a sua volta influenzata dai tassi di interesse a breve termine. L'eurozona differisce in questo dagli Stati Uniti, dove il ruolo cruciale è svolto dalla struttura a termine dei rendimenti del mercato finanziario, dal breve al lungo termine (fino a 10 anni e oltre).
3. Nell'eurozona, la trasmissione può differire da paese a paese perché la componente del tasso a breve determinata dal mercato varia nelle diverse giurisdizioni. In particolare, in paesi che subiscono crisi di fiducia, possono determinarsi forti spread degli interessi a breve rispetto ai paesi più stabili, come avvenuto ad esempio durante la crisi dei debiti sovrani nel 2010-12. È in questo modo che il MTM dell'area dell'euro potrebbe non funzionare bene e la politica monetaria unica potrebbe essere messa a repentaglio. Ed è qui che il TPI può giocare il suo ruolo di "difensore" del meccanismo di trasmissione, con interventi volti a contenere lo spread a breve.
4. In una certa misura, il MTM può differire anche a causa di differenze nelle strutture finanziarie nazionali (ad esempio, la concorrenza delle banche di forza, le caratteristiche istituzionali del mercato dei mutui, la maggiore o minore presenza di operazioni bancarie transfrontaliere, l'ampiezza del mercato azionario, e e così via) o la composizione settoriale del Pil (poiché diverse componenti della domanda hanno diverse sensibilità rispetto ai tassi di interesse). Queste differenze sono inerenti alla struttura economica e la banca centrale non può eliminarle, né dovrebbe tentare di farlo. In conclusione, quindi, non tutti gli spread sono nocivi, alcuni sono fisiologici e vanno preservati.

Per essere efficace nei confronti del MTM, quindi, gli interventi del TPI dovrebbero concentrarsi sul segmento a breve della curva dei rendimenti di mercato e prestare particolare attenzione a come questi rendimenti si trasmettono all’offerta di credito delle banche – costo e quantità³.

Alla luce di tutto questo, è utile fare il punto sullo stato di salute del sistema italiano del credito. Come noto, le banche italiane si sono trovate in grave difficoltà negli anni successivi alla crisi dei debiti sovrani, a causa dell’elevato livello dei crediti deteriorati e della loro esposizione nei confronti del debitore sovrano nazionale, anch’esso soggetto a crisi di fiducia. La ristrutturazione dei bilanci sollecitata dalla vigilanza BCE ha portato a un notevole rafforzamento delle banche italiane, misurato sia dai livelli di patrimonializzazione, sia dalla qualità degli attivi. Il rafforzamento, è importante osservare, è continuato negli anni più recenti per iniziativa principalmente delle banche stesse: le dotazioni di capitale delle banche cosiddette “significative” (quelle medio-grandi, vigilate in modo diretto dalla BCE) sono aumentate ulteriormente, e i rapporti di credito deteriorato si sono ridotti. La figura mostra che i progressi dell’Italia nel periodo dal 2017 al 2021 sono stati superiori a quelli degli altri principali paesi dell’eurozona.

Indicatori bancari: 2017 e 2021 (fonte: BCE)



Al tempo stesso, tuttavia, è aumentata più che negli altri paesi l’esposizione delle banche italiane nei confronti del settore pubblico nazionale. Le banche hanno in particolare sottoscritto titoli di stato italiani nel periodo della pandemia, attutendo l’impatto della crisi sanitaria sul costo del servizio del debito dell’emittente pubblico. Da

³ La Bank Lending Survey e le rilevazioni di vigilanza raccolte dalla BCE contengono le necessarie informazioni per questo monitoraggio.

rilevare anche che in Italia, contrariamente a quanto avviene negli altri paesi dell'eurozona, l'esposizione verso lo stato è superiore per le banche medio-piccole (non vigilate direttamente dalla BCE) di quanto sia per quelle maggiori.

La condizione delle banche italiane è dunque migliorata notevolmente negli ultimi dieci anni, in termini di solidità e qualità dei bilanci. I buoni risultati di conto economico conseguiti dai principali istituti nei trimestri più recenti confermano e rafforzano il giudizio positivo. Tutto questo fa ben sperare nel fatto che il meccanismo di trasmissione della politica della BCE sull'economia italiana non venga significativamente distorto dalla condizione precaria delle banche, come invece è probabilmente avvenuto in anni passati. Un ulteriore rafforzamento deve passare attraverso una riduzione dell'esposizione in titoli del debito sovrano, da parte sia delle banche maggiori sia soprattutto di quelle medio-piccole, sia attraverso l'ulteriore risanamento delle banche, prevalentemente medio-piccole, che rimangono deboli.

Conclusione

L'economia italiana è apparsa fin qui nel complesso 'resiliente' in un clima economico sconvolto dagli aumenti del prezzo del gas. Il boom dei servizi, in particolare del turismo, ha sostenuto la crescita della domanda al di là delle attese. Il sistema bancario risulta nel complesso ben capitalizzato, mentre famiglie e imprese hanno un indebitamento contenuto e non si ravvisano importanti squilibri finanziari. Il bilancio pubblico è nell'insieme sotto controllo, nonostante il significativo aumento delle spese correnti, in particolare per il sostegno offerto a famiglie e imprese per affrontare gli aumenti dei prezzi energetici.

Sul fronte finanziario, la principale fonte di potenziale instabilità risiede nell'elevato debito pubblico, che ci espone alla reazione degli investitori se l'orientamento del nuovo governo deviasse dagli impegni finora assunti. La prossima legge di bilancio dovrà muoversi su un sentiero ristretto, vincolato dall'esigenza di avviare finalmente la riduzione del debito in rapporto al PIL.

Nel prossimo futuro la capacità di contenere gli squilibri dipenderà in massima parte dalla capacità di realizzazione del PNRR, rialzando la crescita della produttività.