

Rapporto Banche

2019

n.2

ESTRATTO

CER

CENTRO EUROPA RICERCHE

Per visualizzare la presentazione inquadrare il QRcode



Sommario e conclusioni

Lo scenario di riferimento

Rispetto al precedente Rapporto, la novità più importante per quanto riguarda il contesto economico internazionale è l'Accordo commerciale raggiunto nelle prime settimane del nuovo anno tra Stati Uniti e Cina. L'Accordo che ha messo fine a una lunga vivace "guerra" commerciale ha rasserenato i mercati finanziari e può contribuire a ridare slancio al commercio internazionale, che nel corso del 2019 ha mostrato un brusco rallentamento. Non vanno però trascurati i rischi per l'export europeo, considerato che la Cina si è impegnata a incrementare le importazioni di varie tipologie di prodotti "made in USA" per almeno 200 miliardi di dollari in due anni.

La politica monetaria rimane espansiva, in alcune aree ultra-espansiva. Questa impostazione dovrebbe rimanere immutata per tutto il 2020. Va segnalato, che la Banca Centrale Europea ha recentemente annunciato di voler procedere ad una revisione della politica monetaria, sia dal lato degli strumenti utilizzati, sia da quello degli obiettivi da perseguire. Si può ipotizzare, perciò, che il sistema bancario dell'Area euro si troverà nei prossimi anni ad operare in un contesto diverso da quello degli ultimi venti anni.

I mercati finanziari hanno chiuso il 2019 in crescita, mentre i tassi di interesse sono nuovamente diminuiti. A spingere verso l'alto gli indici borsistici hanno contribuito le manovre espansive delle principali banche centrali, con effetti che hanno più che compensato quelli di segno contrario dovuti alla guerra commerciale globale, alla Brexit e ai conflitti nel Medio Oriente. La crescita delle Borse è stata significativa e ha riguardato tutte le principali piazze internazionali: l'indice FTSE Mib è cresciuto del 30%, il Dow Jones del 22%, il tedesco Dax del 25% e il francese Cac40 del 26%. La riduzione dei tassi di interesse si è accompagnata ad una contrazione significativa degli spread tra i titoli decennali dell'Area euro. In particolare, lo spread Grecia-Germania è diminuito da 400 punti a meno di 200, mentre quello Italia-Germania da 280 a meno di 150.

Permangono alcune situazioni di rischio globale: dal 2019 si ereditano le tensioni protezionistiche, mentre il 2020 si è aperto con il problema del coronavirus. La situazione in Medioriente è sempre instabile e a inizio anno si è sfiorato il *casus belli* con l'Iran. Le tensioni al momento sembrano essersi "raffreddate" – e lo stesso prezzo del petrolio pare non averne risentito in modo strutturale – ma potrebbero "riaccendersi" in modo imprevedibile, considerato che rimangono ancora in vigore le sanzioni contro l'Iran che dal canto suo si è ritirato dal programma nucleare. L'epidemia del cosiddetto coronavirus è iniziata verso la

fine dello scorso anno in Cina, dove si è diffusa rapidamente nelle settimane successive, con crescenti rischi di contagio anche a livello internazionale. I mercati finanziari ne hanno risentito, azzerando i guadagni cumulati da inizio anno, per il timore che le misure di contrasto alla diffusione del virus provochino un vistoso rallentamento dell'economia cinese e delle sue importazioni.

L'economia dell'Area euro si è lievemente ripresa nel corso del terzo trimestre, ma ha mostrato un nuovo rallentamento nel quarto trimestre. Nel complesso, la crescita si prevede modesta (di circa l'1%), anche a causa della debolezza dell'economia tedesca. L'inflazione, nonostante la dinamica appena più vivace degli ultimi mesi, rimane lontana dall'obiettivo del 2%. Il tasso di disoccupazione si è ridotto in maniera molto lenta ed è ancora più del doppio di quello degli Stati Uniti. Riteniamo, perciò, che anche quest'anno la politica monetaria rimarrà particolarmente espansiva.

Sul fronte bancario europeo la notizia più importante è stata il via libera della Commissione Europea al piano di salvataggio della banca tedesca NordLb. La banca, entrata in crisi per perdite ingenti su esposizioni verso il settore navale, è stata oggetto di un intervento pubblico di oltre 3 miliardi di euro. Gli azionisti principali - i Land della Bassa Sassonia e della Sassonia Anhalt - forniranno la maggior parte delle risorse necessarie a ripristinare gli indici patrimoniali e avviare il processo di ristrutturazione. Il via libera della Commissione ha ricevuto numerose critiche considerato che esso è stato negato ad altri Paesi, come l'Italia, anche quando le risorse mobilitate non erano pubbliche (vedi il caso Tercas).

In Italia la situazione politica appare relativamente più stabile rispetto a quella vissuta a metà 2019. La legge di bilancio 2020, approvata in un clima di maggior collaborazione con la Commissione europea rispetto a quella dell'anno precedente, ha disinnescato integralmente l'aumento dell'IVA per quest'anno e solo parzialmente per quelli successivi. Nonostante questo intervento e la presenza di altre misure espansive, come il taglio del cuneo fiscale, l'impatto sulla crescita economica rimane modesto, tant'è che le previsioni di crescita del Pil rimangono molto al di sotto dell'1%. Per lo spread prevediamo, infine, una riduzione rispetto ai livelli raggiunti lo scorso anno, con effetti positivi sulla spesa per interessi.

Il sistema bancario italiano sta riemergendo dalla situazione difficile attraversata negli ultimi anni. Non si ravvisano più problemi sistemici ed è ritornata la redditività, ma continuano a manifestarsi singole crisi, come quella della Popolare di Bari. Banca Carige ha finalizzato l'aumento di capitale e ora toccherà al nuovo management riportare la banca alla redditività. Su Banca MPS è in corso una nuova operazione di pulizia straordinaria dei bilanci, prodromica alla futura uscita dello Stato dal capitale. La Banca Popolare di Bari è stata commissariata dalla Banca d'Italia dopo un bilancio 2018 molto negativo, ulteriori ingenti perdite emerse nel corso del 2019 e un'evidente inerzia nell'affrontare le criticità esistenti e nel cambiare il management. Il nuovo corso vede coinvolti il Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi, a cui spetta il compito di ripristinare gli indici di patrimonializzazione, e Mediocredito Centrale, sostenuto da Invitalia, che

dovrà entrare nel capitale della banca, dopo la sua trasformazione in società per azioni, a lungo rinviata dal precedente management. La situazione è particolarmente difficile, sia per le perdite cui sono esposti gli azionisti e gli obbligazionisti, sia per le conseguenze occupazionali derivanti dal processo di ristrutturazione dell'attività. Senza contare che la revisione dei conti avviata dai commissari potrebbe far emergere nuove perdite finora non contabilizzate. Si tratta ora di vedere se l'intervento, forse tardivo, delle istituzioni sia in grado di garantire la continuità operativa della banca, senza mettere in crisi il rapporto con la sua clientela storica.

Situazione e prospettive dell'industria bancaria italiana

Il 2019 ha confermato due tendenze: la riduzione dello stock di crediti deteriorati e la contrazione del credito erogato alle imprese. Le operazioni straordinarie di pulizia dei bilanci sono proseguite e lo stock di sofferenze lorde si è ridotto di oltre il 20%. Questa buona notizia viene, tuttavia, compensata dalla nuova contrazione del credito destinato al settore produttivo. Dopo il lieve incremento registrato l'anno precedente, nel 2019 si è nuovamente manifestata una riduzione dello stock dei crediti vivi alle imprese. Il fenomeno è oggettivamente preoccupante, perché neanche la ripresa economica, seppur debole, è riuscita a stimolare le erogazioni. Esaminando i vari indicatori disponibili riteniamo che ciò sia sostanzialmente riconducibile alla dinamica della domanda: minor numero di imprese, minor giro d'affari e maggior ricorso all'autofinanziamento hanno ridotto le necessità di credito complessive del sistema produttivo.

I tassi di interesse si confermano ai minimi storici. Ciò va a detrimento del margine di interesse, per anni la posta più importante all'interno del Conto economico. Per questo motivo le banche cercheranno di migliorare la redditività puntando su altre forme di ricavo, pur considerando le difficoltà legate ad uno scenario economico deludente. Secondo le nostre previsioni, il credito alle imprese si ridurrebbe anche quest'anno e ritornerebbe a crescere solo a partire dal 2021. Le erogazioni verso le famiglie, invece, sono previste in crescita a tassi costanti lungo tutto l'orizzonte di previsione.

La previsione sul sistema bancario è nel complesso positiva, con utili di esercizio in tutti gli anni di previsione. Concorrono a tale risultato i minori accantonamenti richiesti dalla riduzione della rischiosità, la ripresa del margine di interesse conseguente all'aumento dei tassi d'interesse dal 2021 e i minori costi di gestione consentiti dai processi di ristrutturazione avviati negli ultimi anni.

L'approfondimento: gli effetti collaterali della politica monetaria ultra-espansiva

Il capitolo conclusivo del Rapporto Banche presenta uno studio sui *side effects* delle politiche monetarie espansive della BCE. Senza voler mettere in discussione l'opportunità degli interventi della banca centrale, riteniamo necessario

approfondire la natura e la misura degli effetti distorsivi prodotti da un decennio di politica monetaria ultra espansiva.

A partire dall'analisi dell'impatto delle misure della BCE sui bilanci bancari e del costo di gestione dell'ingente liquidità iniettata nei mercati, si mostra come, in realtà, solo una parte della maggiore liquidità sia stata effettivamente messa a disposizione di imprese e famiglie. Si studiano altresì le differenti modalità con cui la BCE ha proceduto all'acquisto di titoli privati tra i diversi paesi dell'Area euro e, infine, le eventuali conseguenze che la riduzione della spesa per interessi ha avuto in termini di allentamento della disciplina di bilancio.

Il capitolo si chiude con una riflessione sulle cause che hanno portato la BCE a tenere attive per molti anni le misure di stimolo. **Le motivazioni risiedono in una politica fiscale e in una impostazione della vigilanza bancaria che hanno agito da freno sull'economia**, indebolendo la catena di trasmissione della politica monetaria e, quindi, **obbligando la banca centrale ad incrementare durata e portata degli stimoli pur di riuscire a conseguire l'obiettivo della stabilità dei prezzi**.

Tavola di sintesi dei principali dati della previsione

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Pil	1,7%	0,8%	0,2%	0,6%	0,8%	0,7%
STATO PATRIMONIALE (variazione annua)						
Impieghi	-1,2%	1,3%	0,9%	1,5%	2,5%	3,2%
Sofferenze	-16,6%	-40,5%	-21,9%	-28,3%	-16,4%	-15,8%
Raccolta	-9,6%	1,6%	4,8%	3,6%	2,8%	2,6%
Totale attività	-1,1%	-1,0%	5,1%	4,8%	4,2%	3,6%
CONTO ECONOMICO (miliardi di euro)						
Margine interesse	29,9	33,3	30,3	29,3	30,1	32,6
Altri ricavi netti	38,3	41,1	38,7	38,7	40,3	41,8
Margine d'intermediazione	68,2	74,4	69,0	68,0	70,4	74,4
Accantonamenti	22,8	13,4	14,5	15,6	13,8	12,8
Utile netto	6,8	12,2	7,2	7,4	11,4	14,7
ROE	1,6%	3,2%	2,0%	2,0%	3,0%	3,8%

4. BCE: gli effetti collaterali della politica monetaria ultra-espansiva (*)

4.1 Introduzione

Da ormai 5 anni i tassi di policy nell'Eurozona hanno segno negativo (6) e nel corso del 2019 i rendimenti di lungo termine sono scesi, in media, allo 0,5%. In alcuni Paesi i tassi di interesse sui titoli di stato a lunga scadenza sono negativi. Ne consegue che oggi, a fronte di rendimenti negativi, i costi per il risparmiatore europeo si presentano già in termini nominali. Quindi, a tutti gli effetti, la Banca Centrale Europea ha operato per definire un *mercato del prenditore*.

L'utilizzo non convenzionale della leva monetaria non riguarda solo l'Eurozona che, semmai, si è mossa in ritardo. Tuttavia, negli Stati Uniti e nel Regno Unito i tassi di policy non sono mai diventati negativi.

L'impostazione espansiva della politica monetaria, necessaria dopo la grande crisi finanziaria del 2009, ha trovato dunque un'accentuazione particolare nell'Eurozona. Tale impostazione non deve sorprendere, dal momento che le azioni della Banca Centrale Europea trovano fondamento nel persistere di un rischio di deflazione che altri Paesi sono invece riusciti a scongiurare. Secondo le stime della Commissione europea, anche nel 2020 il tasso di inflazione dell'Eurozona non sarà superiore all'1,2%.

Va altresì osservato che i tassi negativi hanno prodotto una sostanziale sottovalutazione dell'euro, che dal 2008 a oggi si è deprezzato del 25% nei confronti del dollaro, ma la debolezza del cambio non è stata sufficiente a spingere l'inflazione verso il suo obiettivo di medio termine.

Questo breve richiamo allo scenario macroeconomico di fondo è necessario per fornire la corretta impostazione all'analisi svolta in questo capitolo, dedicata ai cosiddetti "*side-effects*" della politica monetaria ultra-espansiva della BCE. È, infatti, ovvio che la costruzione di un *mercato del prenditore*, spinta fino al punto di conservare per lungo tempo tassi negativi, generi effetti indesiderabili. Ma la vera questione, come più volte richiamato dal Presidente Draghi, risiede nel sovraccarico di funzioni che la Banca Centrale Europea è venuta ad assolvere dopo la crisi finanziaria. In altri termini, il modello di politica economica europeo ha evidenziato una incompletezza di base, consistente nel fatto che viene reso fruibile, per la stabilizzazione del ciclo economico, il solo strumento monetario.

(*) Questo capitolo è tratto dalla ricerca "GLI EFFETTI COLLATERALI DELLA POLITICA MONETARIA ULTRA-ESPANSIVA DELLA BCE" commissionata dal Parlamentare europeo Marco Zanni.

(6) Si fa riferimento al tasso sulla deposit facility.

Nel presupposto costitutivo dell'Unione monetaria, infatti, la stabilità monetaria, associata a una rigida disciplina di bilancio, è sufficiente a garantire la stabilità macroeconomica in senso lato. Tuttavia, è noto che in condizioni di trappola della liquidità la leva monetaria perde di efficacia e, quindi, un modello che lascia gradi di libertà solo alla politica monetaria diventa, necessariamente, inefficiente.

In questo scenario, è centrale la considerazione del forte eccesso di risparmio privato determinatosi nell'Eurozona successivamente alla crisi finanziaria. Negli schemi keynesiani, un simile eccesso di risparmio viene bilanciato da un movimento di segno opposto del saldo di bilancio pubblico, che in tal modo assicura la stabilizzazione del ciclo economico, modello seguito negli Stati Uniti. Nell'Area euro la leva di bilancio è però vincolata dall'obiettivo di pareggio di medio termine e la funzione di stabilizzazione macroeconomica è affidata alla sola leva monetaria, come detto in precedenza. Quindi, la costruzione di un mercato del predatore è appunto finalizzata, esplicitamente, ad assorbire l'eccesso di risparmio del settore privato. **In condizioni di trappola della liquidità questa impostazione non funziona e la banca centrale è costretta a spingere "oltre i limiti" l'utilizzo dei propri strumenti provocando la nascita dei side-effects della politica monetaria.** Dalla ricognizione presentata nel capitolo risulterà come parte di questi effetti collaterali siano in realtà manifestazioni dell'inefficacia in cui cade la politica monetaria in presenza di trappola della liquidità e come essi vadano quindi rimossi, non semplicemente invertendo la manovra dei tassi e delle altre grandezze monetarie, ma restituendo gradi di libertà alle altre leve della politica economica, in particolare ridefinendo i principi della disciplina di bilancio in direzione di quanto auspicato più volte in passato da Mario Draghi e come recentemente suggerito dallo European Fiscal Board (2019).

Sulla base di questi presupposti di analisi, il presente capitolo è suddiviso come segue: la prima sezione elenca le innovazioni introdotte nella gestione della politica monetaria e richiama la letteratura sui *side effects*; la seconda parte descrive alcuni *side effects* della politica monetaria ultra-espansiva della BCE; infine, il tema dell'incompletezza del modello di politica economica europeo viene ripreso nelle Conclusioni.

4.2 Le innovazioni della politica monetaria

La crisi economico-finanziaria scoppiata nel 2007 negli Stati Uniti e la seguente crisi del debito sovrano hanno indotto la BCE a modificare profondamente la condotta della politica monetaria. La BCE è intervenuta per cercare di mitigare l'impatto di queste crisi attivando una lunga serie di misure espansive convenzionali e non convenzionali. Tutti gli aspetti operativi della politica monetaria sono stati modificati nel corso degli ultimi dieci anni. Di seguito si riporta un elenco delle principali novità introdotte durante le presidenze di Jean Claude Trichet e Mario Draghi:

- modifica del tasso d'interesse nelle operazioni di rifinanziamento (da aste a

tasso variabile ad aste a tasso fisso) ed eliminazione del limite di fondi disponibili in asta (full allotment);

- estensione della durata delle Long Term Refinancing Operations (dalla durata standard di 3 mesi si è arrivati fino a 4 anni con le TLTRO);
- riduzione del corridoio dei tassi d'interesse (la differenza tra il tasso sulla Marginal Lending Facility e quello sulla deposit facility è stata ridotta da 200 punti base fino ad un minimo di 50 p.b., attualmente è pari a 75 p.b.);
- riduzione del coefficiente di riserva obbligatoria dal 2 all'1%;
- ampliamento delle attività stanziabili in garanzia nel corso delle aste (rating meno elevati e nuovi strumenti come gli Abs);
- attivazione del Securities Markets Programme nel 2010-2011;
- varo delle Outright Monetary Transactions;
- acquisto di corporate bond;
- avvio della forward guidance;
- tassi d'interesse negativi sulla deposit facility;
- varo dell'APP-Asset Purchase Programme e dell'EAPP-Expanded Asset Purchase Programme, meglio noti come Quantitative Easing.

L'impatto delle misure varate dalla Banca Centrale Europea è stato in questi anni ampiamente studiato e in letteratura vi sono diffuse evidenze sull'impatto positivo degli interventi. Al contempo, **alcuni contributi, pur non mettendo in dubbio gli effetti positivi di una politica monetaria espansiva in un contesto di generale difficoltà economica, ne hanno evidenziato gli effetti collaterali.** Di seguito si menzionano alcuni di questi studi al fine di fornire una indicazione di quali possano essere gli effetti indesiderati della politica monetaria ultra-espansiva.

Un recente paper di Bartocci et al. (2019) mostra come le misure non convenzionali di politica monetaria abbiano avuto un impatto positivo sui tassi d'interesse sovrani, senza che però vi siano stati effetti significativi sulla domanda aggregata. Le misure si rivelerebbero utili in caso di shock finanziari, ma avrebbero scarso effetto nel caso di shock sull'economia reale. Identica conclusione viene presentata nel paper di Acharya et al. (2019) in cui gli autori analizzano gli effetti legati alle Outright Monetary Transactions e notano che il loro annuncio ha avuto effetto nello stabilizzare il sistema bancario, attraverso la ripresa di valore dei titoli di stato periferici presenti nei bilanci delle stesse banche, ma tale stabilizzazione non si è trasferita all'economia reale. Questa ricapitalizzazione bancaria indiretta porterebbe le banche ad un maggior moral hazard ex post, inducendole a prestare denaro a prenditori più rischiosi e ciò, invece di stimolare investimenti ed occupazione, si tradurrebbe in un mero incremento della liquidità a disposizione delle imprese. L'errata allocazione del capitale fornito dal sistema bancario produrrebbe effetti limitati, se non addirittura negativi, sull'economia.

Il paper di Heise (2019) mostra che le politiche accomodanti hanno aiutato i

soggetti indebitati alleviando il peso dei debiti, ma a discapito del reddito da interesse percepito dai risparmiatori. Un altro effetto negativo ricadrebbe sui fondi pensione e le assicurazioni, che non sono più in grado di garantire rendimenti adeguati, e il basso livello dei rendimenti produce una crescita della leva finanziaria. Considerando tali effetti, le misure non convenzionali riuscirebbero ad alleviare la criticità nel breve periodo, ma impatterebbero con segno negativo sulla crescita economica nel medio-lungo termine.

Il recente studio di Hachula et al. (2019) si sofferma più direttamente sui possibili effetti macroeconomici delle politiche monetarie ultra-espansive. Gli autori mostrano come gli shock monetari contribuiscano a ridurre i tassi d'interesse, sia sui titoli pubblici che su quelli privati, a migliorare il ciclo economico e ad aumentare prezzi ed aspettative di inflazione, ma l'analisi sottolinea come ciò si associ ad un aumento della spesa pubblica e degli squilibri nei saldi commerciali all'interno dell'Area euro. In questo modo si fanno peggiorare due dei fattori più importanti nel minare la stabilità macroeconomica di un Paese, il deficit di bilancio e il saldo con l'estero.

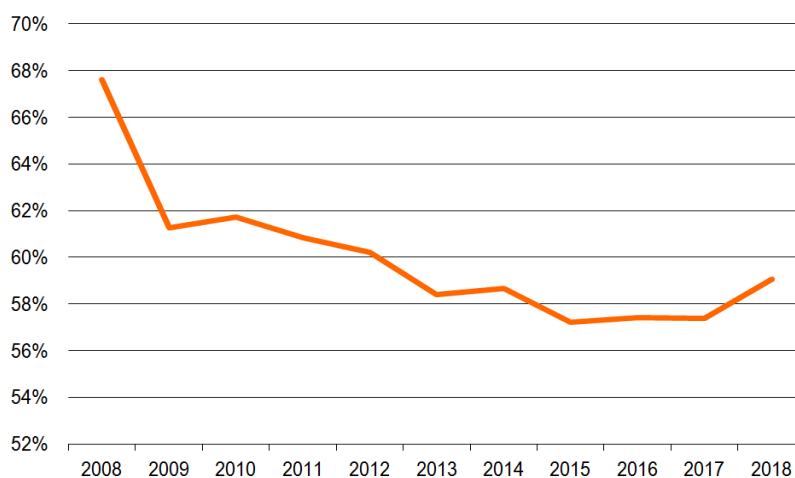
La breve rassegna della letteratura fin qui condotta conferma come l'analisi debba confrontarsi con il tema del sovraccarico di obiettivi scaricato sulla politica monetaria, che è chiamata ad ancorare le aspettative di inflazione, salvaguardare la stabilità del sistema finanziario, ma anche sostenere il ciclo reale. In sostanza, il modello europeo non soddisfa il principio di separazione di Tinbergen, per cui per raggiungere un determinato numero di obiettivi indipendenti di politica economica occorre disporre di un uguale numero di strumenti. Il modello europeo, invece è oggi centrato sull'utilizzo di un solo strumento di stabilizzazione macroeconomica, appunto la politica monetaria. Come segnalato in Maserà (2019), da ciò discende un policy-mix inefficiente, con la leva fiscale utilizzata in senso eccessivamente restrittivo e quella monetaria di conseguenza spinta in direzione eccessivamente espansiva. In questo senso vanno letti i richiami dell'ex Presidente Mario Draghi (7) a riconoscere anche alla politica di bilancio un corretto ruolo di stabilizzazione macroeconomica.

4.3 Gli effetti collaterali

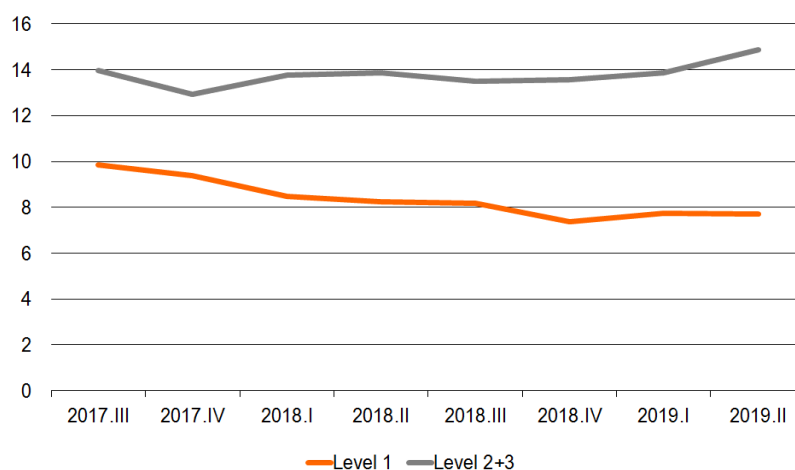
4.3.1 Tassi più bassi, banche più rischiose

Un primo aspetto da considerare è il legame tra tassi di policy e l'andamento dei risultati reddituali del sistema bancario. È indubbio che la diminuzione del tasso di riferimento abbia ridotto tutti i tassi bancari e compreso lo spread tra tassi bancari attivi e passivi, come mostrato anche nelle elaborazioni grafiche dei precedenti capitoli. Ovviamente, la compressione dei tassi ha comportato una riduzione dell'importanza del margine di interesse, come mostrato nel grafico 65.

(7) Ad esempio nel corso della Press conference della BCE il 24 ottobre 2019.

Grafico 65. Rapporto tra margine d'interesse e reddito operativo netto

Fonte: elaborazione su dati BCE.

Grafico 66. Rapporto tra attivi Level 1 e somma attivi Level 2 e 3 rispetto al totale attivo, Euro area, banche sistemiche

Fonte: elaborazione su dati BCE-SSM.

Dato questo effetto di moderazione sulla redditività originata dall'attività bancaria tipica, è legittimo domandarsi quali strumenti le banche abbiano attivato per compensare la riduzione della marginalità sui tassi di interesse. **L'evidenza mostra uno spostamento delle banche verso attività più rischiose, su cui, al momento, l'attenzione della vigilanza è stata meno pressante rispetto a quanto fatto sul rischio di credito.**

Nel grafico 66 è mostrato l'andamento recente degli attivi level 1, level 2 e level 3 per le banche considerate significative all'interno dell'Area euro e, quindi, soggette alla vigilanza diretta della BCE. Il rapporto tra attività level 2 e level 3 e il totale attivo evidenzia come vi sia stato un incremento delle attività di più complessa valutazione all'interno dei bilanci delle banche. Infatti, all'interno di level 2 e level 3

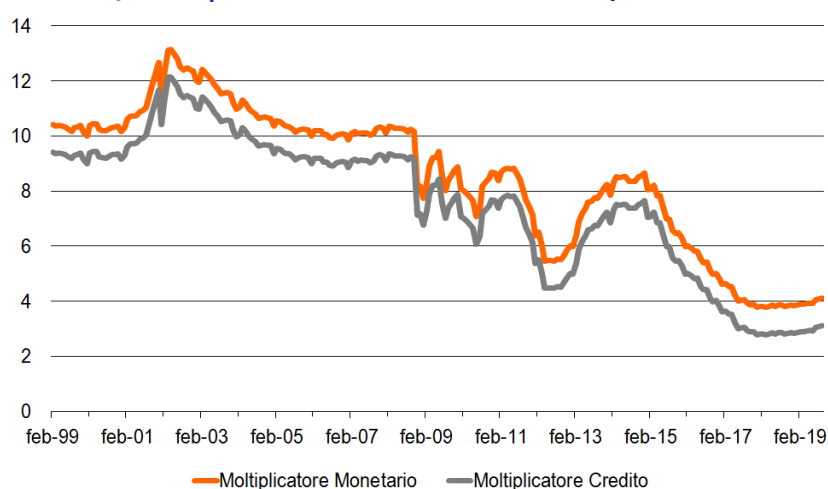
assets troviamo attività il cui valore non è direttamente osservabile e, quindi, deve essere valutato in base ad altri parametri. Esempi di questo tipo di attività sono gli interest rate swap, i derivati in generale, i titoli cartolarizzati garantiti da mutui (Mortgage Backed Securities, Asset Backed Securities, ecc.), le attività emesse da soggetti in gravi difficoltà (distressed securities) e tutte le altre attività per cui è necessario un processo di valutazione poiché non esistono parametri diretti di riferimento. L'andamento mostrato nel grafico 66 evidenzia come le banche stiano aumentando nei loro bilanci questo tipo di attività, nonostante la vigilanza bancaria abbia cominciato a mostrare maggior attenzione verso queste forme più opache di attivo. L'incremento delle attività level 2 e level 3 non è positivo per la trasparenza dei bilanci e per la solidità delle banche, poiché tali attivi possono avere una valutazione reale ben diversa da quella indicata nei bilanci.

Quindi, i bassi tassi d'interesse, mortificando la redditività derivante dall'attività caratteristica delle banche, inducono le stesse a spostare l'attenzione su attività meno tradizionali per cercare di preservare e/o di ritrovare la redditività. Di conseguenza, da un lato, le nuove regole sul capitale e la vigilanza bancaria hanno obbligato gli istituti di credito ad incrementare la quantità e a migliorare la qualità del patrimonio per rafforzare la resistenza delle banche, dall'altro lato, però, la riduzione del margine da interessi ha indotto le banche a spostare la loro operatività su settori ed attività differenti rispetto a quelli tradizionali, facendo aumentare l'opacità dei bilanci e la rischiosità delle banche stesse.

4.3.2 Più liquidità: risorse inutilizzate e costi per le banche

La BCE è stata l'ultima tra le banche centrali dei Paesi più sviluppati ad avviare il cosiddetto quantitative easing. Il varo di tale misura, operativamente partita a marzo 2015, è arrivato a seguito della forte disinflazione degli anni 2012-13 e dei conseguenti rischi di deflazione nel biennio 2014-2015. Lo stimolo monetario, combinato ad altre variabili macroeconomiche, ha sortito l'effetto sperato visto che l'indice dei prezzi ha mostrato una ripresa nel corso del 2016, riavvicinandosi all'obiettivo di medio termine della BCE. Più recentemente, tuttavia, l'inflazione è tornata a flettere in alcune nazioni, riavvicinandosi allo zero e trascinando al ribasso l'indicatore dell'Area euro, sceso nuovamente sotto la soglia dell'1% nel corso del 2019.

Quindi, nonostante sia ancora oggi in circolo un ammontare decisamente elevato di liquidità, la spinta inflazionistica si è sostanzialmente fermata ed i rischi di deflazione in alcune zone dell'Area euro sono ritornati ad essere presenti. L'ancoraggio delle aspettative di inflazione non è stato, quindi, ancora ripristinato, come ci si poteva attendere vista l'entità dello stimolo (quasi 2100 miliardi di titoli pubblici acquistati) e la durata dell'intervento (da marzo 2015 a dicembre 2018). Appare pertanto opportuno analizzare come mai l'effetto sia stato meno forte e duraturo del previsto, tanto da indurre la BCE a riattivare gli acquisti di titoli a novembre 2019.

Grafico 67. Moltiplicatore monetario e del credito, Area euro

Fonte: elaborazione su dati BCE.

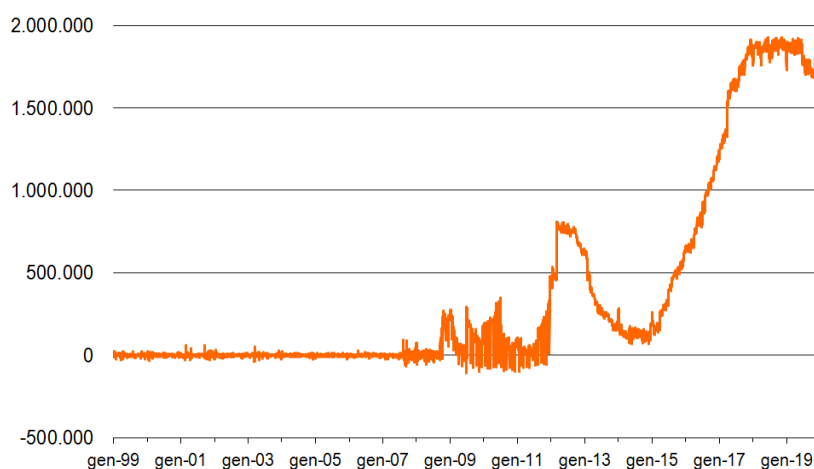
Un primo indizio che spiega perché gli interventi della BCE abbiano avuto minori effetti espansivo rispetto a quanto previsto è fornito dall'andamento dei moltiplicatori monetario e del credito. Il grafico 67 mostra l'accelerazione nella riduzione di questi indicatori proprio in concomitanza con l'avvio dell'Expanded Asset Purchase Programme. Infatti, da inizio 2015 i moltiplicatori mostrano un rapido calo fino a raggiungere i valori minimi dalla nascita dell'Area euro. Si consideri che i valori registrati nel corso del 2019 sono di oltre il 60% più bassi rispetto a quelli calcolati nei primi anni 2000 e di oltre il 50% inferiori rispetto al valore registrato a fine 2014, prima dell'avvio degli acquisti di titoli. La riduzione dei moltiplicatori è dovuta alla crescita esponenziale delle riserve bancarie, presenti al denominatore in entrambe le formulazioni del moltiplicatore. Da questi valori discende che la forza espansiva delle misure di politica monetaria si è grandemente ridotta nel corso degli ultimi anni perché la catena di trasmissione degli impulsi si è interrotta nel passaggio tra banche ed economia reale.

I grafici 68 e 69 approfondiscono ulteriormente questo aspetto. Nel grafico 68 si osserva la crescita dei depositi effettuati dalle banche dell'Area euro presso la BCE, sommando la deposit facility e l'eccesso di riserve. A partire dall'inizio del 2015 questo ammontare è costantemente cresciuto, passando da 200 miliardi fino a picchi intorno ai 1900 miliardi di euro. È evidente che una buona parte della liquidità immessa dalla BCE è ritornata alla stessa BCE sotto forma di depositi delle stesse banche.

Il grafico 69 presenta un calcolo più raffinato, aggiornando una elaborazione presentata in Forte (2018), e mostra quanta parte del Quantitative Easing, più precisamente del Public sector purchase programme-PSPP, è rimasta inutilizzata. Nel grafico è disegnato l'andamento dello stock complessivo delle somme spese per l'acquisto dei titoli pubblici e l'incremento della liquidità

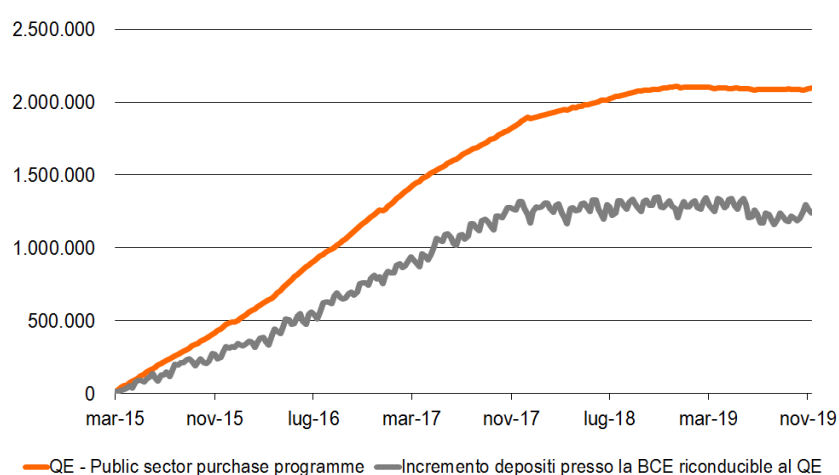
depositata dalle banche che è riconducibile esclusivamente a questa misura di politica monetaria. **Il risultato è che a fine novembre 2019 solo il 40% della liquidità iniettata dalla BCE attraverso il PSPP è arrivata all'economia reale, mentre il restante 60%, pari a circa 1240 miliardi di euro, è rimasto confinato tra BCE e banche.** Quindi, il 70% dell'ammontare complessivo di depositi in eccesso registrato a fine novembre 2019 è riconducibile alla liquidità immessa tramite il PSPP.

Grafico 68. Deposit facility + eccesso riserva obbligatoria



Fonte: elaborazione su dati BCE.

Grafico 69. Acquisti di titoli pubblici e liquidità depositata presso la BCE, milioni di euro



Fonte: elaborazione su dati BCE.

Queste risorse iniettate, ma inutilizzate hanno prodotto due effetti indesiderati:

- **l'economia dell'Area euro è stata privata dello stimolo di quasi 2000 miliardi di euro, pari a circa il 16,5% del Pil annuo dell'area.** Se questo ammontare fosse arrivato all'economia reale, sotto forma di nuovi prestiti, si sarebbe sicuramente materializzato un maggior effetto di stimolo sul ciclo economico. L'incapacità della BCE di indurre le banche a smobilizzare tale mole di risorse è probabilmente una delle sconfitte più importanti degli ultimi anni;
- **le banche hanno dovuto sostenere un costo non trascurabile per tenere depositate queste ingentissime somme presso la BCE,** visto che sia la deposit facility sia l'eccesso di riserva sono soggetti a tassi negativi da metà 2014 (i tassi negativi sono stati gradualmente modificati nel tempo: -0,1% giugno 2014; -0,2% settembre 2014; -0,3% dicembre 2015; -0,4% marzo 2016; -0,5% a settembre 2019, ma con esenzione per somme fino a sei volte la riserva obbligatoria).

Un recente studio della società Deposit Solutions (2019) ha calcolato l'onere che le banche hanno dovuto pagare sulle somme depositate presso la Banca Centrale Europea. Da questa analisi emerge che tra 2014 e 2018 le banche dell'Area euro hanno pagato alla BCE circa 18,2 miliardi di euro (pari al 5,2% dei profitti registrati nel corso degli stessi anni, di poco superiori ai 353 miliardi). Di questi fondi, 5,7 miliardi sono stati pagati dal sistema bancario tedesco, 4,2 miliardi da quello francese e 2,2 miliardi dalle banche olandesi. Nel 2018 l'impatto sui conti dei sistemi bancari non è stato affatto trascurabile e la tavola 5 mostra l'incidenza di tali spese rispetto ai profitti lordi (8). L'impatto più ampio è stato registrato dalle banche finlandesi, mentre quello meno intenso dalle banche slovacche. In Germania il costo dei depositi in eccesso ha ridotto i profitti del 9,1%, mentre in Francia la riduzione dei profitti a causa di questo onere è stata del 4,1%. In Italia, pur essendo limitata la spesa a livello assoluto, poiché le banche hanno depositato meno risorse presso la BCE, l'impatto negativo sui profitti 2018 è stato pari a -2,4%.

È possibile estendere temporalmente questa analisi e determinare il costo sostenuto dalle banche nel 2019 e quello prevedibile per il 2020. Per il 2019, dato il valor medio dei depositi in eccesso rilevato tra gennaio e fine novembre, si può determinare un costo sicuramente superiore ai 7 miliardi su base annua. Inoltre, nel corso del 2020, ipotizzando che il tasso negativo rimanga all'attuale livello e che le somme depositate non subiscano marcate oscillazioni, le banche dell'Area euro saranno chiamate a pagare circa 5 miliardi, contro i 7,2 miliardi che avrebbero pagato senza l'esenzione per somme pari a sei volte le riserve obbligatorie e con tassi pari a -0,4%. Quindi, l'esenzione recentemente introdotta allevierà l'onere che il sistema sarà chiamato a pagare alla BCE, ma l'ammontare complessivo continuerà ad essere di non poco momento.

(8) Pre-tax profits

Tavola 5. Impatto del costo della liquidità sui profitti lordi, 2018

Nazione	Impatto
Slovacchia	-0,6%
Spagna	-1,3%
Portogallo	-1,5%
Slovenia	-1,8%
Austria	-1,9%
Irlanda	-1,9%
Italia	-2,4%
Grecia	-2,5%
Estonia	-3,1%
Lituania	-3,5%
Francia	-4,0%
Belgio	-4,3%
Media Area euro	-4,3%
Olanda	-4,4%
Malta	-4,6%
Lettonia	-5,2%
Lussemburgo	-8,0%
Germania	-9,1%
Cipro	-13,9%
Finlandia	-14,1%

Fonte: elaborazione su dati Deposit Solutions (2019).

Sommando tutti i costi sostenuti tra 2014 e 2018 e quelli stimati per il biennio 2019-20 si arriva ad un valore complessivo lievemente superiore ai 30 miliardi di euro versati dalle banche all'Eurosistema. Queste risorse sono da annoverare tra gli effetti indesiderabili della politica monetaria ultra-espansiva e producono ulteriori conseguenze:

- comprimono la redditività dei sistemi bancari;
- drenano risorse che le banche avrebbero potuto destinare al rafforzamento patrimoniale;
- sottraggono risorse utilizzabili per aumentare gli impieghi.

Quindi, i tassi negativi, stabiliti per indurre le banche ad utilizzare la liquidità ricevuta dalla BCE, non hanno avuto alcun tipo di effetto positivo, visto che l'ammontare complessivo dei depositi ha raggiunto valori prossimi ai 1900 miliardi di euro. Per di più, il combinato disposto dell'aumento della liquidità depositata e dei tassi negativi ha comportato un peggioramento nella redditività delle banche e ha drenato risorse dall'economia reale, riducendo l'impatto positivo delle altre misure. Infine, l'esenzione recentemente introdotta sulle somme

depositate, pari a sei volte la riserva obbligatoria, potrebbe avere un ulteriore effetto indesiderato poiché le banche che depositano somme inferiori a tale soglia potrebbero decidere di incrementare i depositi per lucrare sulla differenza tra fondi presi a prestito a tassi negativi e lo 0% pagato sui depositi presso la Banca Centrale Europea. Se ciò accadesse, e vi sono già alcune indicazioni in tal senso nei dati delle banche italiane, si avrebbe un ulteriore effetto negativo poiché le banche potrebbero preferire il deposito presso la BCE all'acquisto dei titoli di Stato a breve termine che attualmente garantiscono rendimenti negativi con conseguente incremento dei tassi.

4.3.3 Mercati "dopati" e disparità tra nazioni e cittadini

Un altro effetto collaterale della persistenza della politica monetaria espansiva è rintracciabile nell'indebolimento della correlazione tra andamento del ciclo economico ed oscillazioni degli indici azionari. Limitando l'analisi all'indice Eurostoxx 50, che seleziona i 50 maggiori titoli azionari dell'Area euro, è possibile mostrare che la correlazione di questo indicatore con l'andamento del Pil dell'Area euro è molto diminuita da quando la BCE ha cominciato ad acquistare titoli.

È risaputo che i mercati finanziari anticipano l'andamento del ciclo, direzionandosi di conseguenza. Per questo motivo, l'analisi di correlazione proposta nella tavola 6 mostra il legame tra Eurostoxx 50 e Pil utilizzando 1 e 2 trimestri di anticipo per l'indice azionario rispetto al Pil. Il risultato presentato nella tabella è chiaro: **la correlazione tra andamento del ciclo e mercato azionario è diminuita, fin quasi ad annullarsi.** Questa situazione può aumentare il rischio implicito di surriscaldamento dei mercati azionari perché se l'andamento dei corsi perde il legame con il ciclo dell'economia è possibile che nei mercati si accumulino bolle. Inoltre, si determina un eccesso di dipendenza dei mercati finanziari dalla politica monetaria con conseguente andamento anomalo delle quotazioni.

Stessa considerazione può essere fatta per i mercati obbligazionari, che mostrano livelli minimi assoluti dei tassi di interesse e, di converso, quotazioni molto elevate che espongono gli investitori a possibili ingenti perdite quando la politica monetaria cambierà orientamento.

Tavola 6. Indice di correlazione tra variazione congiunturale Pil e variazione trimestrale indice Eurostoxx 50 anticipata di 1 o 2 trimestri

Periodo di riferimento	Anticipo di 1 trimestre	Anticipo di 2 trimestri
1999Q1-2019Q3	0,32	0,25
1999Q1-2014Q4	0,35	0,27
2015Q1-2019Q3	0,07	0,06

Fonte: elaborazione su dati Eurostat e Thomson Reuters, dati trimestrali.

Lo stesso Benoit Coeuré (2019), membro dell'Executive Board BCE, ha sottolineato in un recente intervento come persino la sensibilità alle notizie macroeconomiche del tasso sul bund decennale tedesco sia stata ridotta a seguito degli acquisti da parte della banca centrale. Tale sensibilità si è ridotta sia nei confronti delle notizie economiche positive, che di quelle negative. Se la deduzione è valida per un titolo solido come il bund tedesco, lo è a maggior ragione per i titoli dei Paesi con rating inferiore, che sono ancor più legati alle politiche di stimolo della BCE.

Ciò significa che i mercati finanziari sono "narcotizzati" dalla politica monetaria e non mostrano più le correlazioni che potevano essere registrate prima dell'avvio delle misure espansive. Da ricordare è anche la pronta reazione delle banche centrali ai cali delle quotazioni azionarie di fine 2018, che ha portato nel giro di poche settimane ad invertire la forward guidance e poi a rilanciare nuove misure di stimolo. Una situazione che nel complesso, e non solo in Europa, aumenta la probabilità che le banche centrali vengano catturate dai mercati finanziari e non siano più in grado di normalizzare la politica monetaria secondo tempi e modi desiderati.

Inoltre, **la connessione dei mercati finanziari alle politiche monetarie espansive può provocare un effetto collaterale anche nella distribuzione della ricchezza.** Infatti, è prevalentemente la fascia più benestante della popolazione che beneficia dei guadagni dagli investimenti finanziari. È pur vero che le misure di stimolo monetario sono state varate per evitare un drastico peggioramento dell'economia reale preservando l'occupazione e aiutando, quindi, i cittadini appartenenti alla classe più disagiata della popolazione. Tuttavia, le politiche espansive hanno aiutato anche le classi sociali più agiate, attraverso l'aumento delle quotazioni azionarie, obbligazionarie ed immobiliari. Tant'è che la disparità nella distribuzione di reddito e ricchezza non ha subito alcuna evidente riduzione nel corso degli ultimi anni. Peraltro, pur non avendo la politica monetaria obiettivi di equa redistribuzione del reddito, ciò rappresenterebbe un ulteriore sovraccarico di funzioni, è indubbio che gli effetti delle sue misure vadano ad avvantaggiare e/o svantaggiare le diverse classi sociali. Al riguardo, Colciago et al. (2018) notano come, analizzando ad ampio spettro l'impatto delle misure espansive di politica monetaria sulle disparità reddituali, l'effetto complessivo non sia chiaramente definibile, in quanto la varietà degli interventi e la molteplicità dei loro impatti potrebbe non avere alcun effetto redistributivo, poiché ne beneficiano tutti.

L'analisi relativa agli acquisti di attività può essere estesa agli altri programmi varati dalla BCE. Infatti, non è da trascurare il modo in cui sono state acquistate le attività attraverso il CSPP-Corporate Sector Purchase Programme - ed il CBPB3-Covered Bond Purchase Programme 3 -, misure non convenzionali varate per far fluire risorse direttamente al settore privato. In questo caso la distorsione riguarda la distribuzione nazionale degli acquisti, come si nota dai dati mostrati nelle tavole 7 e 8. Ad esempio, **il flusso di risorse arrivato in Francia con il CSPP e il CBPB3 è stato pari a 2,5 volte quello destinato all'Italia** (rispettivamente 123 e 47 miliardi).

Gli acquisti sono proporzionati in base ad un benchmark, mostrato nelle due tavole, costruito dalla stessa BCE su base nazionale. Questa impostazione fa sì che gli acquisti siano parametrati rispetto al mercato potenziale già esistente. Inevitabilmente, così facendo si contribuisce a cristallizzare le differenze esistenti tra i mercati. Invece, un'impostazione differente è stata scelta per l'EAPP, e più precisamente per il PSPP, perché si è preso come riferimento la cosiddetta capital key, cioè la quota del capitale della Banca Centrale Europea detenuta dalle banche centrali nazionali, che è parametrata alla dimensione delle diverse economie nazionali. Se si fosse seguita la stessa impostazione dell'EAPP anche per CSPP e CBP3 vi sarebbe stato un minor effetto distorsivo delle altre due misure.

Tavola 7. CBPP3, titoli acquistati per Paese e benchmark nazionale, Q3-2019

CBPP3	Titoli acquistati	Titoli acquistabili	Valore titoli acquistati (milioni)
Francia	27%	31%	70.253
Germania	22%	23%	57.243
Spagna	22%	15%	57.243
Italia	11%	8%	28.622
Olanda	6%	8%	15.612
Finlandia	4%	5%	10.408
Austria	3%	5%	7.806
Altri (Area euro)	5%	6%	13.010
Totale			260.196

Fonte: elaborazione su dati BCE.

Tavola 8. CSPP, titoli acquistati per Paese e benchmark nazionale, Q3-2019

CSPP	Titoli acquistati	Titoli acquistabili	Valore titoli acquistati (milioni)
Francia	30%	32%	53.081
Germania	25%	27%	44.234
Italia	11%	9%	19.463
Spagna	10%	8%	17.694
Olanda	6%	6%	10.616
Belgio	4%	4%	7.077
Svizzera	4%	3%	7.077
Altri (Area euro)	6%	7%	10.616
Altri (non-Area euro)	4%	4%	7.077
Totale			176.937

Fonte: elaborazione su dati BCE.

4.3.4 Disincentivi fiscali

Infine, un ultimo effetto collaterale attribuito alla politica monetaria accomodante è stato quello di ridurre la spinta al consolidamento fiscale. Il risparmio assicurato dai bassi tassi di interesse sulle emissioni dei titoli del debito pubblico dei Paesi dell'Area euro potrebbe aver ridotto l'incentivo a migliorare i saldi di bilancio pubblico. In altri termini, la politica monetaria ultra-espansiva ha creato spazi di manovra nei conti pubblici che i Governi hanno utilizzato per incrementare alcune tipologie di spesa e/o ridurre l'onere fiscale a carico dei cittadini. La tavola 9 mostra quanta parte del consolidamento dei bilanci pubblici nel corso degli ultimi anni possa essere attribuita alla riduzione degli interessi. **Nell'Area euro nel suo insieme ben il 40% del consolidamento fiscale tra 2014 e 2018 è attribuibile alla riduzione della spesa per interessi.** In tale contesto è interessante notare come l'Italia sia l'unico Paese in cui la riduzione del peso degli interessi in rapporto al Pil sia maggiore rispetto alla riduzione osservata sul saldo

Tavola 9. Variazione rapporto deficit/Pil e variazione rapporto spesa per interessi/Pil per nazione, 2014-2018

	Variazione deficit/Pil (1)	Variazione spesa interessi/Pil (2)	Quota di (1) attribuibile a (2)
Area euro	-2,0	-0,8	40%
Belgio	-2,4	-1,1	46%
Germania	-1,3	-0,7	54%
Estonia	1,3	-0,1	
Irlanda	-3,7	-2,3	62%
Grecia	-4,6	-0,7	15%
Spagna	-3,4	-1,0	29%
Francia	-1,4	-0,5	36%
Italia	-0,8	-0,9	113%
Cipro	-4,3	-0,8	19%
Lettonia	-0,7	-0,7	100%
Lituania	-1,2	-0,7	58%
Lussemburgo	-1,3	-0,1	8%
Malta	-3,6	-1,2	33%
Olanda	-3,7	-0,6	16%
Austria	-2,9	-0,8	28%
Portogallo	-7,0	-1,5	21%
Slovenia	-6,3	-1,2	19%
Slovacchia	-2,0	-0,6	30%
Finlandia	-2,2	-0,3	14%

Fonte: elaborazione su dati EUROSTAT.

di bilancio complessivo. Il che significa che in Italia la spesa al netto degli interessi è complessivamente aumentata andando a vanificare parte dell'effetto ottenuto con il risparmio sugli interessi. Situazione analoga in Lettonia, che mostra una riduzione del saldo in rapporto al Pil pari al risparmio sugli interessi. Ancora più estremo il caso dell'Estonia, che mostra una lieve riduzione degli interessi, ma un incremento del rapporto deficit/Pil nel periodo considerato.

In generale si può dire che l'intervento di politica monetaria abbia contribuito, in alcuni casi in modo determinante, a far convergere i bilanci statali verso l'obiettivo del pareggio di bilancio, ma può aver disincentivato i Governi dal prendere misure di politica fiscale più severe (il che potrebbe anche essere stato un fattore positivo, come cercheremo di spiegare nelle Conclusioni).

4.4 Conclusioni

L'analisi proposta in questo capitolo ha posto l'accento sui vari tipi di effetti collaterali prodotti dalle politiche monetarie espansive della BCE. È indubitabile che senza tali politiche espansive il ciclo economico e l'inflazione dell'Area euro avrebbero mostrato una dinamica peggiore. Tuttavia, **gli effetti collaterali del mantenere attive politiche ultra-espansive per un lungo periodo non devono essere sottovalutati**. Poiché questi effetti collaterali non sono trascurabili, come emerso dall'analisi, è utile che si discutano le motivazioni che hanno indotto la BCE ad attivare strumenti innovativi ed estremi di intervento sull'economia al fine di evitare il pericolo della deflazione. Per far ciò si prenderanno in esame due aspetti: l'interazione tra la politica monetaria e la politica fiscale e quella tra la politica monetaria e la vigilanza bancaria.

Interazione tra politica monetaria e politica fiscale

Il modello di politica economica dell'Eurozona si basa sul presupposto che la stabilità monetaria conduca, in presenza di disciplina dei bilanci pubblici, ad una piena stabilità macroeconomica. Per questa ragione, alla politica monetaria è assegnato come unico obiettivo quello di preservare la stabilità dei prezzi, mentre la politica fiscale non assolve ad un esplicito obiettivo di stabilizzazione del ciclo reale, essendo piuttosto condotta in riferimento ad un obiettivo di pareggio di bilancio nel medio termine. Questo significa, in termini più tecnici, che il modello europeo non prevede alcuna forma di riequilibrio fra il saldo di bilancio pubblico e il saldo fra risparmio e investimenti del settore privato. Nel modello europeo, un eccesso di risparmio di famiglie ed imprese si scarica dunque direttamente sul saldo estero, determinando un accumulo di avanzi di parte corrente.

Nelle condizioni eccezionali determinatesi dopo la grande crisi finanziaria del 2009, un simile modello - sostanzialmente basato sull'utilizzo di un solo strumento - ha mostrato evidenti limiti. Le spinte deflazionistiche generatesi nell'ultimo decennio, a cui sottende un eccessivo accumulo di risparmio da parte del settore privato, non

hanno trovato compensazione alcuna nelle politiche di bilancio, bloccate sul sentiero di progressivo azzeramento dei deficit. **La politica monetaria europea ha quindi assunto su di sé l'obiettivo di stabilizzare il ciclo economico, ma la rigidità delle politiche di bilancio ha ostacolato la normalizzazione delle aspettative di inflazione, preservando di fatto un ambiente deflazionistico.** Ne è testimonianza il continuo accumulo di avanzi di bilancia dei pagamenti. Queste incoerenze interne al modello di politica economica europea sono all'origine dell'utilizzo ultra-espansivo della leva monetaria, con tutte le controindicazioni che abbiamo evidenziato nel corso del presente capitolo. **La politica fiscale è, in altre parole, corresponsabile della creazione degli effetti collaterali della politica monetaria perché non ha supportato quest'ultima nella politica di stimolo dell'economia.**

Interazione tra politica monetaria e vigilanza bancaria

Un discorso analogo si può proporre per l'interazione tra politica monetaria e vigilanza bancaria. Anche in questo caso si è assistito ad un andamento divergente nell'impostazione delle due politiche. **Da un lato i tassi d'interesse al minimo storico e il Quantitative Easing sono politiche volte a stimolare la concessione di prestiti, dall'altro lato si è assistito da parte dell'European Banking Authority, ma anche della nuova vigilanza bancaria dell'Area euro, cioè BCE-Single Supervisory Mechanism, ad un continuo restringimento degli spazi operativi delle banche nel settore creditizio.** La richiesta di maggior capitale, gli obiettivi sulla riduzione dei crediti deteriorati, la grande attenzione posta sul rischio di credito hanno oggettivamente frenato l'erogazione dei prestiti vanificando la spinta propulsiva delle misure di stimolo e indebolendo la catena di trasmissione della politica monetaria.

Quindi, gli sforzi posti in essere dalla Banca Centrale Europea per stimolare l'economia hanno avuto effetti meno forti del previsto anche a causa di una vigilanza sul sistema bancario particolarmente severa nei confronti dell'attività tipica svolta dalle banche. Ciò ha ridotto i margini legati all'attività creditizia tradizionale e ha indotto le banche a potenziare l'utilizzo di risorse in attività legate al rischio di mercato, meno presidiato in termini di regolamentazione e di vigilanza a livello europeo.

Concludendo, le misure convenzionali e non convenzionali attivate dalla Banca Centrale Europea nel corso degli ultimi dieci anni hanno prodotto i seguenti effetti indesiderati, in assenza di un marcato rilancio della crescita economica:

- banche più inclini ad assumere rischi;
- miliardi di risorse inutilizzate e relativi costi per il sistema bancario;
- mercati finanziari meno correlati all'economia reale con possibilità di creazione di bolle finanziarie;
- impatto nullo, se non negativo, sulla distribuzione di reddito e ricchezza;
- disincentivi al consolidamento dei bilanci pubblici.

Va peraltro sottolineato che le misure di politica monetaria ultra-espansiva e, quindi, anche i loro effetti indesiderati, sono riconducibili, non da ultimo, al ruolo di supplenza che la Banca Centrale Europea ha dovuto ricoprire in assenza di un contributo positivo alla crescita da parte della politica fiscale e a taluni effetti negativi sui canali di trasmissione della politica monetaria esercitati dalla regolamentazione e dalla vigilanza bancaria.

Bibliografia

- Acharya, V. V, et al. (2019), *Whatever It Takes: The Real Effects of Unconventional Monetary Policy*. *The Review of Financial Studies*, Volume 32, Issue 9, September 2019, Pages 3366–3411.
- Bartocci, A., et al. (2019), *Non-standard monetary policy measures in the new normal*. Banca d'Italia, *Temi di discussione*, Working Paper n.1251.
- Coeuré, B. (2019), *The effects of APP reinvestments on euro area bond Markets*. Closing remarks at the ECB's Bond Market Contact Group meeting, Frankfurt am Main, 12 June 2019.
- Colciago, A. et al. (2018), *Central bank policies and income and wealth inequality: A survey*. De Nederlandsche Bank, Working Paper No. 594.
- Deposit Solutions (2019), *Negative Rates & Banking Profits*. June 2019.
- European Fiscal Board, (2019), *Assessment of EU fiscal rules with a focus on the six and two-pack legislation*, August 2019.
- Forte, A. (2018), *Changes in the ECB's monetary policy approach during the crisis*. In: *Macroeconomic Theory and the Eurozone Crisis*, a cura di A. Alcouffe, Routledge.
- Hachula, M., et al. (2019), *Unconventional Monetary Policy, Fiscal Side Effects, and Euro Area (Im)balances*. Discussion Papers of DIW Berlin 1596, DIW Berlin, German Institute for Economic Research.
- Heise, M. (2019), *Side Effects of Monetary Accommodation: Monetary Policy Challenges for the Future*. In: *Inflation Targeting and Financial Stability*. Springer, Cham.
- Masera, R. (2019), *EMU: An Italian perspective*. *PSL quarterly review*, Vol 72, No 288.

