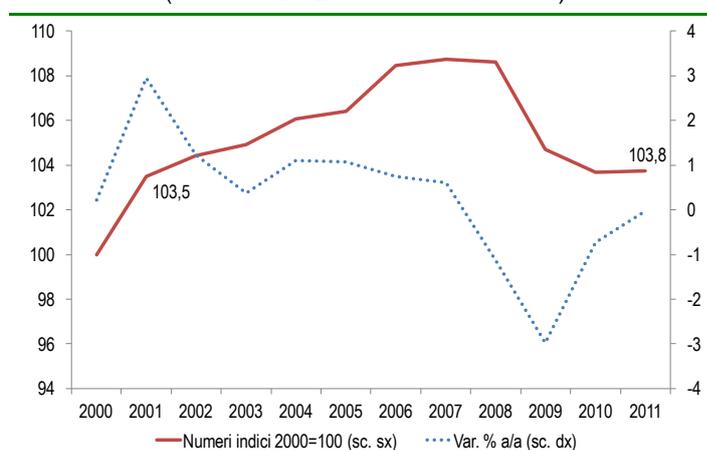


Italia: redditi reali delle famiglie

(numeri indici 2000=100 e var. % a/a)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati Istat

L'economia italiana torna in **recessione** a meno di tre anni dal precedente episodio di calo del PIL. Non era mai accaduto dal secondo dopoguerra. Insieme ad altre determinanti il nuovo arretramento discende dal lungo trend di indebolimento degli investimenti fissi che tra il 2002 e il 2011 sono scesi in Italia di otto punti percentuali.

Il lungo periodo di debolezza del quadro congiunturale condiziona pesantemente la **situazione economica e finanziaria delle famiglie italiane**. In valori assoluti il reddito reale dei nuclei familiari nell'anno terminante a settembre 2011 è tornato all'incirca sui livelli di inizio decennio scorso (€980 miliardi).

La **Bce** nell'ultima seduta ha mantenuto invariati i tassi d'interesse. La Bce ha tuttavia messo in campo negli ultimi mesi una serie di misure non convenzionali per favorire il ritorno a condizioni di mercato più ordinate. Complessivamente la liquidità che verrà immessa dalla Bce con le prossime manovre e, in particolare, con la seconda operazione LTRO a 36 mesi di fine febbraio sarà rilevante, nella precedente del 21 dicembre l'importo ha raggiunto i 489 miliardi di euro.

7

20 febbraio
2012

Direttore responsabile:
Giovanni Ajassa
tel. 0647028414
giovanni.ajassa@bnlmail.com

Banca Nazionale del Lavoro - Gruppo BNP Paribas
Via Vittorio Veneto 119 - 00187 Roma
Autorizzazione del Tribunale di Roma n. 159/2002 del 9/4/2002

Le opinioni espresse non impegnano la responsabilità della banca.

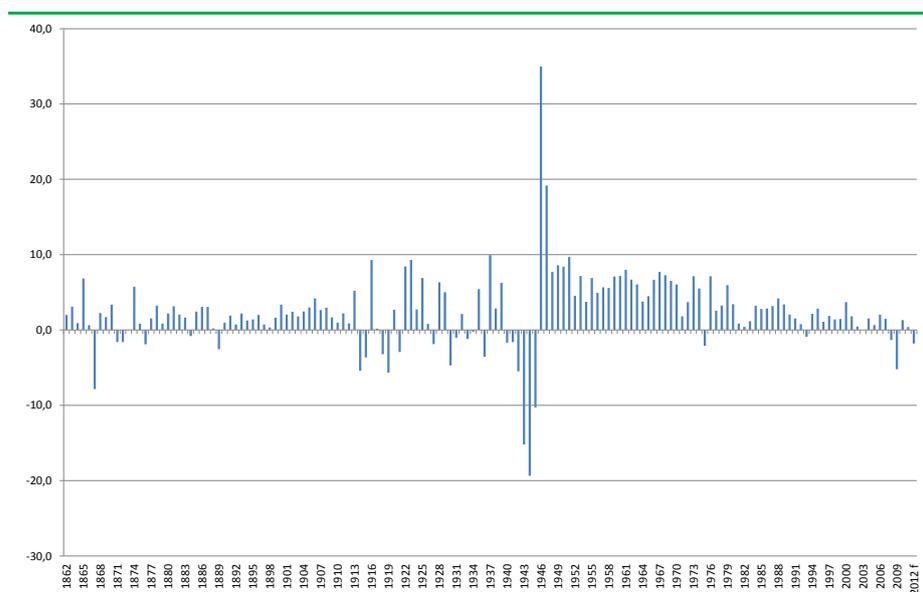


BNL
GRUPPO BNP PARIBAS

Editoriale: Di nuovo in recessione

G. Ajassa ☎ 06-47028414 giovanni.ajassa@bnlmail.com

Italia: crescita del PIL reale dal 1862 al 2012
(var. % a/a)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati Banca d'Italia; per il 2012 previsioni Servizio Studi BNL Gruppo BNP Paribas

L'economia italiana è di nuovo in recessione. Sebbene largamente anticipato, il calo di sette decimi del PIL reale registrato dall'Istat nel quarto trimestre 2011 è rappresentativo di una situazione di grave difficoltà. La flessione italiana è più che doppia di quella accusata nello stesso periodo in Spagna, un paese che come noi vive una impegnativa fase di risanamento a cui però si accompagna una contrazione del credito di proporzioni assai più intense delle nostre. Guardando indietro alla storia economica italiana è difficile trovare periodi in cui una recessione sia seguita alla precedente nel volgere breve di due-tre anni. Un sommario riscontro operato sulle statistiche elaborate per i 150 anni dall'unità nazionale segnala solo sette casi di successioni ravvicinate di anni di calo del prodotto lordo. Accadde ai tempi della Grande Depressione e negli anni immediatamente successivi alla fine della Grande Guerra. Ma nessun caso di recessioni contigue si era registrato dal Secondo Dopoguerra. Il fatto che accada ora ci dà un ulteriore segnale della delicatezza dell'attuale transizione.

La criticità del passaggio, oltre che nelle risultanze del PIL, si legge nei riscontri diffusi sull'andamento delle esportazioni in valore nell'intero 2011 e nello scorso mese di dicembre. Ombre nuove si allungano su luci consolidate. Le esportazioni, specie quelle verso le dinamiche economie extra-europee, sono state il motore che ha evitato il ritorno della recessione già nella prima parte del 2011. Nondimeno, i numeri sulla chiusura dello scorso anno attestano che in dicembre la crescita dell'export verso i paesi dell'Unione europea si è azzerata. Rimane positiva la marcia del made in Italy sui mercati più lontani dove però gli spazi di espansione sono sempre più selettivi e richiedono soglie più alte di dimensione e di investimenti.

Tornare a crescere è la priorità, anche per dare sostenibilità nel tempo ai progressi nel risanamento. Come è stato di recente autorevolmente osservato¹, già il ritorno ad un tasso annuo di crescita dell'un per cento permetterebbe, a parità di altre condizioni, di guardare con serenità al soddisfacimento del nuovo vincolo europeo circa la riduzione costante del rapporto tra debito pubblico e PIL. Il problema è che crescere dell'un per cento non è stato affatto facile negli ultimi dieci anni. Tra il 2002 e il 2011 il saggio italiano di sviluppo è stato per sei volte su dieci inferiore all'un per cento. Viceversa, nei precedenti cinquant'anni accadde solo cinque volte, una volta ogni dieci anni.

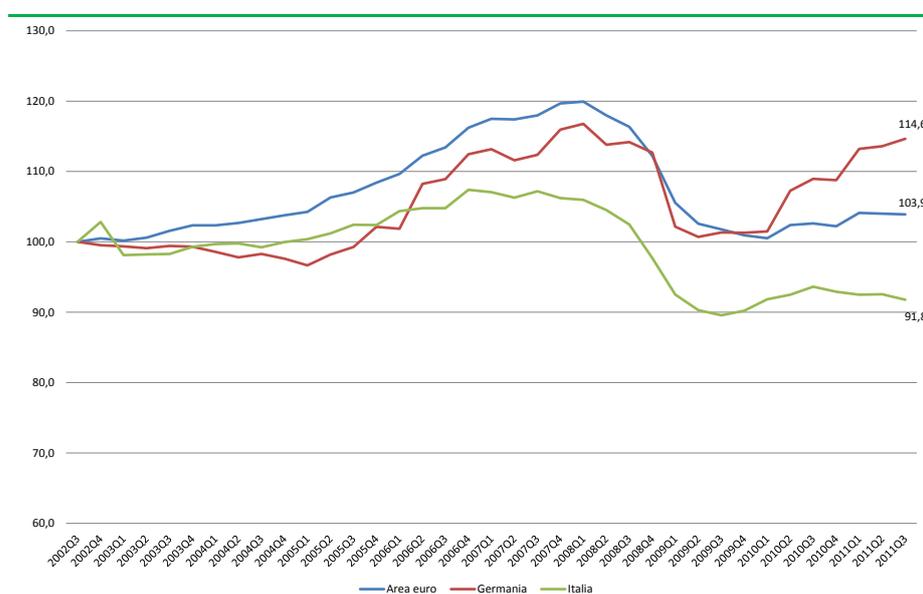
Oltre al deficit dei consumi privati e degli sviluppi – auspicabilmente transitori – della recente contrazione del credito, la nuova recessione italiana appare legarsi alla carenza di investimenti fissi. La crisi dell'accumulazione in Italia del capitale delle imprese ha una storia che precede l'attuale recessione e quella del 2008-09. Fatto 100 il volume di dieci anni fa, all'inizio del 2008 il flusso di investimenti era salito di venti punti in Germania e solo di sei punti in Italia. Poi sono venute crisi e recessioni ed oggi gli investimenti sono in Italia otto punti percentuali sotto il volume rilevato alla partenza dell'euro nel 2002 mentre ne risultano quindici punti al di sopra nel caso tedesco.

Il deficit di investimenti fissi realizzati in Italia va ripianato. Farlo richiede restituire convenienza all'accumulazione di capitale produttivo. Occorre correggere la situazione che ha visto nei primi dieci anni di esistenza dell'euro molte imprese italiane

¹ “Con una dinamica reale modesta, dell'ordine dell'1 per cento, e con uno spread sui BTP decennali stabilmente al livello, comunque elevato, di 300 punti base, avanzi primari del 5 per cento del prodotto, come quello previsto per il 2013, garantirebbero una riduzione del rapporto tra debito pubblico e prodotto maggiore di quella richiesta dalle nuove regole europee di bilancio.” Cfr. Ignazio Visco, Intervento del Governatore della Banca d'Italia al Congresso ASSIOM-FOREX, Parma, 18 febbraio 2012, p. 6.

continuare a espandere gli investimenti, ma fuori dei confini nazionali. Ciò è testimoniato dal costante e consistente flusso di investimenti diretti italiani all'estero. Nel 2009 le imprese manifatturiere a controllo italiano operanti all'estero erano seimilacinquecento e occupavano fuori dell'Italia oltre settecentomila addetti. Nei primi dieci mesi del 2011 gli investimenti diretti italiani in uscita hanno superato i quaranta miliardi a fronte di investimenti diretti dell'estero in Italia pari a venti miliardi. Questo flusso importante di risorse testimonia la capacità del "made by Italians" di mantenersi agganciato alla crescita delle nuove economie mondiali che continua a marciare, ma distante dall'Europa. Sta alla stagione intrapresa di virtuose riforme strutturali cogliere la sfida per rilanciare investimenti e produzioni anche in Italia.

Gli investimenti fissi lordi dal 2002 ad oggi
(2002 III =100; volumi)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati Eurostat

Redditi, risparmio, ricchezza: un consuntivo degli ultimi anni

C. Russo ☎ 06-47028418 – carla.russo@bnlmail.com

Redditi, risparmio e ricchezza finanziaria delle famiglie italiane sono stati messi a dura prova dalla lunga fase di debolezza del contesto macroeconomico. Nel III trimestre del 2011 il reddito nominale delle famiglie italiane è aumentato su base annua del 2,5% ma per effetto del trend inflazionistico il potere d'acquisto è rimasto pressoché invariato rispetto a un anno prima. In valori assoluti il reddito reale dei nuclei familiari nei primi tre trimestri dello scorso anno è rimasto all'incirca sui livelli di inizio millennio.

Persiste la difficoltà delle famiglie consumatrici di accantonare parte del proprio reddito: dopo sette anni di cali consecutivi il tasso di risparmio è sceso nel 2010 al 9,2% e le stime per l'anno appena passato indicano una ulteriore diminuzione.

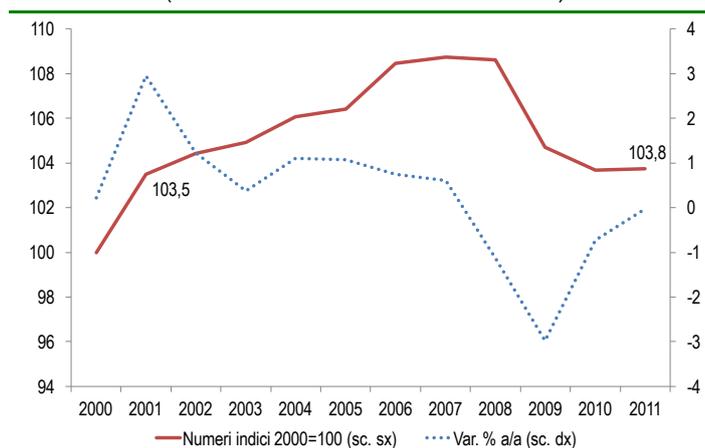
Anche il portafoglio finanziario delle famiglie ha subito i riflessi negativi della congiuntura: a settembre scorso lo stock degli investimenti finanziari è sceso del 3% su base annua. In quattro anni (III trim. 2007-2011) la ricchezza finanziaria è diminuita di 205 miliardi e le scelte di investimento sono sempre più orientate verso strumenti liquidi.

Redditi difficili da mantenere

Il perdurare di un quadro macroeconomico piuttosto difficile continua a pesare sulla condizione economica e finanziaria delle famiglie italiane. L'incremento del reddito lordo disponibile su base tendenziale nei primi tre trimestri del 2011 (+2,5%) non è riuscito a compensare la variazione dei prezzi determinando così ancora un periodo di sostanziale stabilità del potere d'acquisto.

Italia: redditi reali delle famiglie

(numeri indici 2000=100 e var. % a/a)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati Istat

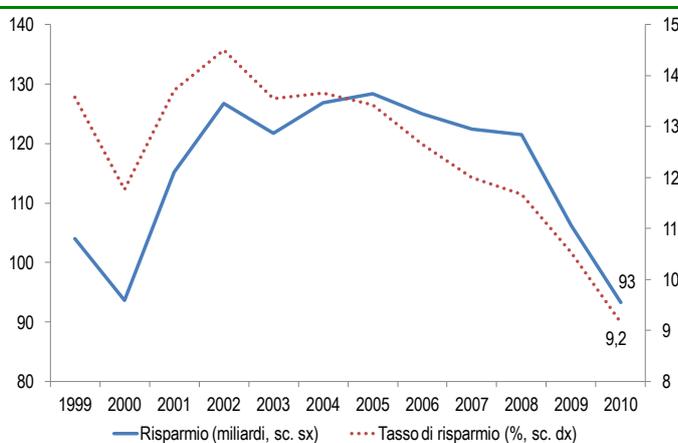
L'ultimo anno in cui è stata rilevata una crescita reale del reddito delle famiglie superiore all'1% è stato il 2005. Da allora si sono succeduti un biennio di crescita marginale (2006-07: +0,8 e +0,6% rispettivamente) e un triennio di cali (2008-2010: -1,1%, -2,8%, -0,8%), mentre una prima variazione positiva viene prevista da alcuni

istituti di ricerca non prima del 2014. In valori assoluti la consistenza del reddito reale² dei nuclei familiari nell'anno terminante allo scorso settembre (€980 miliardi) è tornata all'incirca sui livelli di inizio millennio.

In effetti tra il 2008 e il 2010 molte delle voci³ che contribuiscono al reddito disponibile delle famiglie consumatrici hanno subito un forte ridimensionamento. Mentre i redditi da lavoro hanno conosciuto una flessione solo nel 2009 (-1,1%), l'anno peggiore della fase recessiva, i redditi da capitale (costituiti prevalentemente da interessi e dividendi) hanno registrato tre anni consecutivi di perdite consistenti (-0,2%, -35,4%, -5,8%, rispettivamente per un totale nel triennio del -39%) parimenti a quanto rilevato per il reddito trasferito dalle famiglie produttrici alle famiglie consumatrici (-1%, -0,2%, -0,7%). Nell'ambito dei redditi da capitale la dinamica più sfavorevole ha riguardato gli interessi netti diminuiti dell'11,3% nel 2010 dopo una flessione del 44,4% nell'anno precedente; più contenuto è stato il calo dei dividendi percepiti dalle famiglie, con variazioni pari al -34% e -5% rispettivamente nel 2009 e nel 2010. Considerato il rendimento dei titoli azionari italiani registrato lo scorso anno, pur mitigato da un rialzo dei rendimenti delle attività finanziarie, si può ipotizzare che anche nel 2011 i redditi da capitale non abbiano apportato un contributo favorevole alle entrate delle famiglie. In effetti nel 2011 la variazione rispetto all'anno precedente dell'indice Morgan Stanley Capital International (MSCI)⁴ per il mercato azionario italiano è stato pari al -6,5% e il rendimento dei depositi delle famiglie è rimasto per gran parte dell'anno al di sotto dell'1% su volumi che in media d'anno sono aumentati solo marginalmente (+0,8%, +0,5% a/a a dicembre).

Italia: risparmio delle famiglie consumatrici

(Consistenze in miliardi di euro e val. % sul reddito disponibile)



Fonte: Istat

Nel complesso, l'andamento divergente delle diverse componenti del reddito delle famiglie nel periodo 2007-2010 ha comportato un rafforzamento del contributo delle entrate provenienti da lavoro dipendente (passato dal 55% al 58%) e una significativa riduzione di quelle da capitale (dal 10% al 6%) passate da €112 miliardi del 2007 a €68 del 2010.

² Ottenuto utilizzando il deflatore della spesa per consumi finali delle famiglie e delle istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie (valori concatenati con anno di riferimento 2005).

³ Espresse in termini nominali.

⁴ Il Morgan Stanley Capital Index è un indice azionario che include il reinvestimento dei dividendi.

La combinazione della prolungata debolezza della dinamica dei redditi e il persistere di una difficile congiuntura economica hanno accentuato la difficoltà delle famiglie consumatrici ad accantonare parte del proprio reddito. La propensione al risparmio, scesa nel 2010 al minimo degli ultimi dodici anni (9,2%) e diminuita consecutivamente negli ultimi sette anni, potrebbe essersi ridotta ulteriormente nel 2011. In valori assoluti lo stock di risparmio nel 2010 si è fermato a €93 miliardi, €13 in meno dell'anno precedente (-12,1%).

Redditi pro-capite delle famiglie consumatrici e territorio

La pubblicazione da parte dell'Istat dell'articolazione su base regionale di diversi aggregati economici relativi alle famiglie permette l'osservazione delle differenze territoriali aggiornate al 2009. Relativamente al reddito disponibile delle famiglie consumatrici, al di là della nota maggiore concentrazione nel settentrione (53%) e della diversa intensità del rallentamento sperimentata durante la recessione, ciò che più rileva è come negli ultimi dieci anni si sia lentamente realizzata una convergenza dei redditi medi pro-capite delle diverse aree verso il valore medio nazionale. La crisi economica ha influito su tale fenomeno in maniera duplice: da una parte determinando una diminuzione più marcata del reddito disponibile nelle regioni del Nord, dall'altra interrompendo il miglioramento del tasso di occupazione nelle regioni meridionali. A Nord i redditi da capitale hanno subito in misura più accentuata i riflessi negativi della crisi, effetto contenuto invece per le famiglie meridionali dove prevale una maggiore propensione agli investimenti meno rischiosi. Ciononostante la distanza tra i redditi pro-capite delle famiglie consumatrici rimane ampia con un campo di variazione che va dai €12mila della Campania ai €20mila dell'Emilia Romagna.

Si riduce la domanda di credito delle famiglie e aumenta la rischiosità

L'incerta evoluzione del reddito delle famiglie sta condizionando anche la domanda di credito del settore. Dall'avvio della crisi finanziaria il tasso di crescita dei prestiti alle famiglie si è gradualmente attenuato: il 2007 è stato l'ultimo anno a registrare una dinamica media annua a doppia cifra (11,2%), mentre il 2011 si è fermato al 4,7% (+3,4% a dicembre). Il rallentamento più significativo è stato registrato dal credito al consumo la cui dinamica media nello scorso anno è scesa al 2% (4,3% nel 2010) ma l'attenuazione del ritmo di crescita dei prestiti per l'acquisto dell'abitazione è maggiormente indicativo della difficoltà delle famiglie a intraprendere impegni finanziari ingenti e duraturi. Le nuove erogazioni destinate alle compravendite di abitazioni nei primi tre trimestri del 2011 sono scese in media quasi del 9% a/a, mentre la rischiosità del settore misurata dal tasso di decadimento risulta relativamente sostenuta (1,35%) nel confronto con gli anni passati (era al 0,9% nel 2007). A dicembre scorso le sofferenze al comparto delle famiglie consumatrici hanno superato i €25 miliardi, in aumento del 43% su base annua.

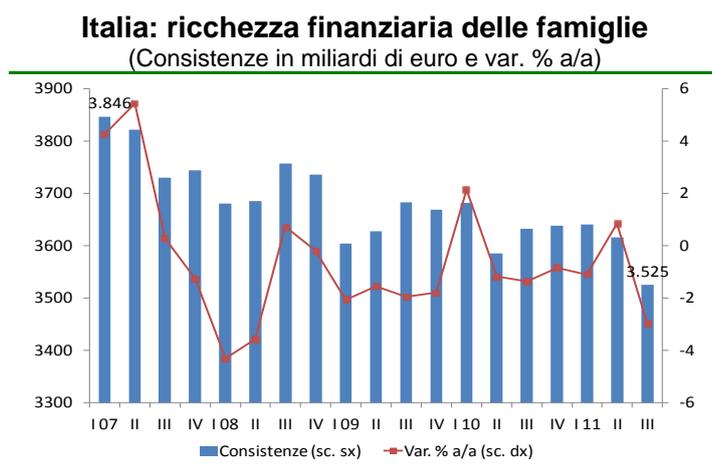
L'inasprirsi della difficile fase congiunturale ha determinato l'avvio di diverse misure di sostegno alle famiglie indebitate o per facilitarne l'accesso al credito, in aggiunta a provvedimenti strutturali già attivi. Tra le nuove iniziative l'accordo denominato "Piano famiglie" sottoscritto dall'Abi e dalle Associazioni dei Consumatori per consentire alle famiglie trovatesi in difficoltà economiche per effetto della crisi (perdita del lavoro o riduzione dell'orario) di ottenere la sospensione per un anno del pagamento delle rate di mutuo. Fino allo scorso settembre i contratti sospesi sono stati oltre 52mila lasciando una maggiore liquidità alle famiglie (€385 milioni) a fronte di un valore del debito residuo di €6,5 miliardi. Al di là del numero delle adesioni alla moratoria va considerata

l'efficacia dell'iniziativa. Un'analisi⁵ condotta su un campione di banche che avevano aderito al "Piano famiglie" su sospensioni già arrivate a scadenza ha evidenziato gli effetti positivi dell'intervento: la quota di famiglie che al termine della moratoria hanno ripreso a pagare regolarmente le rate del mutuo sul totale di quelli che presentavano ritardi di pagamento all'avvio della moratoria (*cure rate*) è risultato elevato e pari al 62%, sintesi di un grado di variabilità del 50% per le famiglie classificate nelle classi di rischio più alte e del 70% per i nuclei più affidabili.

Altri provvedimenti a favore delle famiglie in difficoltà sono quelli previsti dal "Fondo solidarietà mutui prima casa" che interviene nel pagamento degli interessi maturati durante il periodo di sospensione delle rate e il "Fondo per l'accesso al mutuo prima casa delle giovani coppie" strumento di natura strutturale istituito a metà dello scorso anno per agevolare l'accesso al credito ipotecario di nuclei con età al di sotto di 35 anni.

La scelta degli investimenti finanziari durante la crisi

La ricchezza finanziaria delle famiglie italiane nel III trimestre del 2011 ammontava a €3.525 miliardi, 205 in meno rispetto al corrispondente trimestre di cinque anni prima (-5,5%), in diminuzione del 3% su base annua. Rispetto a settembre 2007 la composizione del portafoglio finanziario ha subito sensibili variazioni evidenziando un rafforzamento della quota investita in attività liquide (+5 punti percentuali) e una riduzione di quella allocata in azioni e quote di fondi comuni (-9 punti percentuali). A settembre scorso il 31,5% della ricchezza finanziaria era detenuta sotto forma di depositi, il 21% risultava investito in titoli obbligazionari per lo più a medio/lungo termine, il 19% in titoli azionari, una porzione analoga in prodotti assicurativi/previdenziali e il 6% in fondi comuni. Un'analisi recente⁶ basata sulle evidenze contenute nella periodica indagine della Banca d'Italia sui bilanci delle famiglie italiane mostra come una riduzione della ricchezza finanziaria orienti maggiormente la scelta di investimenti verso attività più sicure aumentando un'avversione al rischio che potrebbe ostacolare il ritorno ai livelli pre-crisi degli investimenti in titoli azionari.



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati Banca d'Italia

⁵ L. Bartirollo, L. Carpinelli, P. Finaldi Russo, S. Pastorelli, *L'accesso al credito in tempo di crisi: le misure di sostegno a imprese e famiglie*, Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza, n. 111, gennaio 2012.

⁶ G. Cappelletti, *Fluttuazioni nella ricchezza generano variazioni nell'avversione al rischio? Un'analisi sulle scelte di portafoglio delle famiglie italiane*, Banca d'Italia, Temi di discussione n. 845, gennaio 2012.

La Bce e le misure non convenzionali di politica monetaria

S. Ambrosetti ☎ 06-47028055 – stefano.ambrosetti@bnlmail.com

La Bce nell'ultima seduta del 9 febbraio ha deciso di mantenere invariati i tassi d'interesse sulle operazioni di rifinanziamento principale, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rispettivamente all'1%, all'1,75% e allo 0,25%. In considerazione anche del livello già molto contenuto del tasso di riferimento e del conseguente spazio di manovra limitato, la Bce ha messo in campo negli ultimi mesi una serie di misure non convenzionali per favorire il ritorno a condizioni di mercato più ordinate.

Le aste a tre mesi saranno condotte con volume illimitato fino a giugno 2012, inoltre è stato lanciato a partire da novembre, un nuovo piano di acquisti di obbligazioni bancarie garantite denominato "covered bond purchase programme 2" da completare entro l'ottobre del 2012. A inizio dicembre dello scorso anno sono state inoltre annunciate due nuove operazioni LTRO (long-term refinancing operations) ossia due aste di rifinanziamento per le banche a 36 mesi con ammontare illimitato e tasso fisso. Fino ad allora i finanziamenti della Bce non avevano mai ecceduto i tredici mesi. La prima asta è stata condotta il 21 dicembre scorso, la seconda verrà effettuata a fine febbraio.

Ulteriori misure non convenzionali hanno riguardato l'ampliamento della gamma dei titoli che le banche possono fornire come garanzia in cambio di liquidità. In questo caso sono stati inclusi, tra gli altri, gli Abs (asset backed securities) purché provvisti di un rating minimo pari ad A- da parte di due agenzie. In precedenza la Bce aveva accettato solo Abs con rating tripla A. Un altro provvedimento di natura straordinaria è stato introdotto per il regime di riserva obbligatoria. La Bce ha di fatto dimezzato la riserva obbligatoria delle banche, riducendo la quota di depositi presso la Bce dal 2% all'1%. Si tratta di un intervento che ha liberato liquidità aggiuntiva pari a circa 100 mld di euro.

Complessivamente la liquidità che verrà immessa dalla Bce con le prossime manovre e, in particolare, con l'asta di febbraio sarà rilevante, in un momento in cui alle banche occorre molta liquidità. Nel solo primo trimestre del 2012 si calcola che andranno in scadenza oltre 200 mld di obbligazioni bancarie europee.

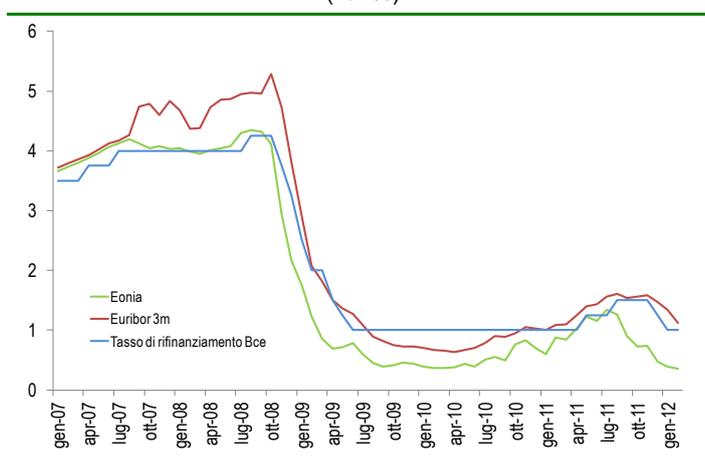
La Bce nell'ultima seduta del 9 febbraio ha deciso di mantenere invariati i tassi d'interesse sulle operazioni di rifinanziamento principale, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rispettivamente all'1%, all'1,75% e allo 0,25%. La Bce sta inoltre mettendo a punto la seconda delle due tranche di rifinanziamento su base triennale a favore delle banche commerciali che operano nell'area euro. L'ammontare che le principali banche europee potrebbero richiedere a fine febbraio, nell'ambito delle operazioni di rifinanziamento a lungo termine (LTRO), potrebbe arrivare secondo alcune stime a 1.000 mld di euro. In occasione della precedente asta, tenutasi lo scorso dicembre, sono stati assegnati 489 mld di euro. Il presidente della Bce Mario Draghi, a margine dell'ultima riunione di politica monetaria, ha evidenziato la presenza di alcuni segnali di stabilizzazione dell'attività economica, anche se su livelli contenuti, pur sottolineando l'incertezza sulle prospettive di una ripresa che sarebbe comunque molto graduale. L'attuale quadro economico presenta inoltre una certa disomogeneità, a fronte di segnali di tenuta provenienti dalla Germania, sostenuta anche dalla domanda interna, permangono

indicazioni di maggior difficoltà per altri paesi, più accentuate per quelli periferici dell'area euro.

Sul fronte dell'inflazione, nonostante un'evoluzione dei prezzi al consumo (+2,7% a/a a gennaio) al momento ben superiore al 2% fissato come obiettivo di medio e lungo termine della Bce, le prospettive non generano particolari timori, dal momento che si attende nei prossimi mesi una dinamica decrescente legata ad alcuni effetti statistici e che, in questo scenario, non si prevedono pressioni sui salari a breve. Questo quadro sul fronte dei prezzi, associato alle difficili condizioni finanziarie e monetarie crea le premesse per un possibile nuovo intervento al ribasso sul tasso di riferimento. Tuttavia, anche in considerazione del livello già molto contenuto del tasso di riferimento e del conseguente spazio di manovra limitato, la Bce negli ultimi mesi ha messo in campo una serie di misure non convenzionali per favorire il ritorno a condizioni di mercato più ordinate.

Area euro: tasso di rifinanziamento principale e tassi del mercato monetario

(val %)



Fonte: Thomson Reuters

La Bce e gli strumenti non convenzionali di politica monetaria

Il Trattato sul funzionamento dell'Unione europea in materia di politica monetaria fissa come obiettivo primario dell'Eurosistema il mantenimento della stabilità dei prezzi. Tale compito è assegnato alla Bce che, per conseguire questo obiettivo, dispone di un insieme di strumenti di politica monetaria, afferenti principalmente a due tipologie: le operazioni di mercato aperto e quelle su iniziativa delle controparti.

In periodi di eccezionali tensioni sui mercati finanziari, la Bce può decidere tuttavia di contrastare queste tensioni avvalendosi di misure non convenzionali che, pur essendo parte degli strumenti di attuazione della politica monetaria, sono da considerarsi di natura straordinaria e temporanea. Le principali misure possono essere classificate in:

- erogazione di liquidità a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi richiesti; in circostanze normali, nel condurre le proprie operazioni di mercato aperto la Bce valuta il fabbisogno complessivo di liquidità del settore bancario e assegna questo ammontare nelle aste competitive. Solitamente questo tipo di aste sono a tasso variabile, tuttavia la Bce può eseguire anche aste a tasso fisso, in cui il tasso di interesse è determinato preventivamente e le banche specificano l'importo che intendono negoziare al tasso di interesse fissato. In circostanze straordinarie la Bce

può invece decidere anticipatamente di assegnare l'importo complessivo di liquidità che le banche desiderano ottenere accogliendo tutte le richieste a un tasso di interesse fisso.

b) Ampliamento dell'elenco delle attività stanziabili in garanzia; la Bce può decidere di ridurre i requisiti minimi applicabili alle garanzie che richiede alle banche per i prestiti loro concessi.

c) Erogazione di liquidità a più lungo termine; in condizioni normali le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine vengono effettuate su base mensile, con scadenza a 3 mesi, tuttavia in casi eccezionali la Bce può intensificare la frequenza ed estendere la scadenza di queste operazioni.

d) Erogazione di liquidità in valuta estera; in collaborazione con altre banche centrali la Bce può intervenire nei casi in cui le banche trovino difficoltà a reperire liquidità in valuta estera.

e) Acquisti definitivi di obbligazioni garantite. Per sostenere alcuni segmenti di mercato l'Eurosistema può decidere direttamente l'acquisto di certe attività, invece di limitarsi ad accettarle in garanzia.

f) Interventi sul mercato dei titoli finanziari; in particolari circostanze la Bce può intervenire sui mercati dei titoli di debito dei settori pubblico e privato dell'area dell'euro.

La Bce e gli interventi non convenzionali durante la prima crisi finanziaria

Le recenti crisi finanziarie e le forti tensioni create nei mercati finanziari hanno più volte richiesto da parte della Bce l'adozione di misure straordinarie. Nel 2008 all'indomani del fallimento di Lehman Brothers, la Bce, oltre ad intervenire sul tasso di riferimento con una serie di tagli per complessivi 325 pb tra ottobre 2008 e maggio 2009, ha messo in atto una politica di supporto al credito attraverso l'utilizzo di un mix di strumenti non convenzionali.

La prima misura adottata ad ottobre del 2008 riguardò l'erogazione di liquidità a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi richiesti e durata variabile da una settimana a un anno. Con questo provvedimento la Bce ha reso disponibile alle banche una liquidità illimitata, vincolata solo alla disponibilità di un collaterale per accedere al finanziamento. L'obiettivo era quello di mantenere sufficiente liquidità nel sistema bancario per supportare il credito a imprese e famiglie a fronte delle difficoltà registrate sul mercato interbancario. Inoltre, dal momento che le banche potevano avere accesso ai finanziamenti della Bce solo se in possesso di un collaterale adeguato, la Bce ha lanciato un programma di ampliamento della lista di strumenti da poter fornire a garanzia. Le misure temporanee finalizzate ad ampliare la lista di attività stanziabili in garanzia nelle operazioni di credito sono state introdotte alla fine del 2008 e sono rimaste in vigore sino alla fine del 2010.

Sempre nelle settimane successive al collasso di Lehman Brothers la Bce decise inoltre di fornire liquidità in dollari statunitensi alle banche dell'eurozona attraverso la negoziazione di swap in valuta. L'ammontare complessivo di questo intervento è stato di 250 mld di Usd, pari a circa il 10% del bilancio consolidato dell'Eurosistema.

A maggio del 2009 le difficoltà registrate nei meccanismi di trasmissione monetaria e le difficoltà nell'accesso al credito da parte di imprese e famiglie segnalate dalle indagini sul credito, hanno indotto la Bce ad adottare due nuove misure non convenzionali.

La prima ha riguardato l'annuncio di tre nuove operazioni di rifinanziamento a 1 anno di tipo FRFA (fixed rate full allotment) nei mesi di giugno, settembre e dicembre dello stesso anno. Nella prima di queste operazioni le banche hanno richiesto un ammontare eccezionalmente elevato di liquidità (442 mld di euro).

La seconda ha visto l'avvio del "covered bonds purchase programme" (CBPP), attraverso il quale la Bce si impegnava ad acquistare titoli emessi da banche dell'area

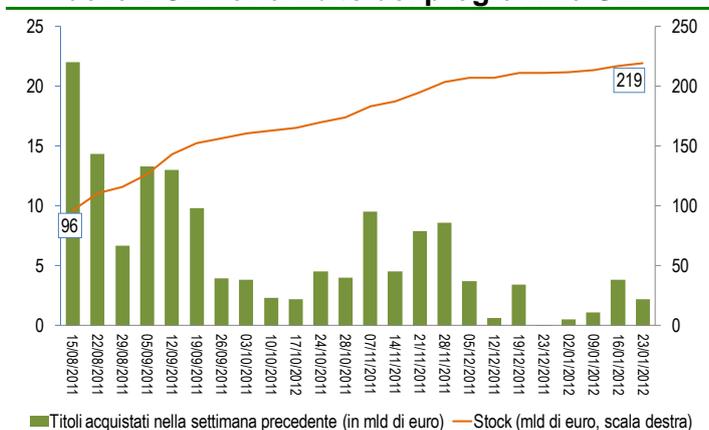
euro sia sul mercato primario sia sul secondario fino a un ammontare di 60 mld di euro entro giugno del 2010. L'intento era quello di movimentare questo segmento del mercato che era stato particolarmente penalizzato dalla crisi finanziaria e che, prima della stessa costituiva uno dei principali canali di finanziamento delle banche.

La Bce e gli interventi non convenzionali durante la crisi dei debiti sovrani

La crisi finanziaria iniziata nel 2007 ha comportato per molti paesi effetti notevoli e persistenti sui deficit pubblici e problemi di sostenibilità nel lungo periodo. A partire dalla primavera del 2010 questi timori si sono riflessi sui mercati, specie in alcuni segmenti tra cui quello dei titoli governativi a lungo termine. A fine marzo 2010 il differenziale dei titoli governativi decennali con il bund tedesco ammontava a 77pb per l'Italia, 72 per la Spagna, 334 per la Grecia, 145 per l'Irlanda e 112 per il Portogallo. Nel maggio 2010, le tensioni a cui sono stati sottoposti i titoli di stato greci hanno generato incertezza e perdita di fiducia che si è estesa ai mercati dei titoli pubblici di altri paesi dell'area euro.

La Bce per allentare le tensioni sul mercato lanciò un nuovo programma di acquisto di titoli (SMP) tuttora in essere. L'ammontare degli acquisti è stato molto elevato subito dopo l'inizio del programma e a inizio 2011, dopo di che è seguita una fase di interventi molto contenuti tra febbraio e luglio 2011, cui ha fatto seguito una ripresa massiccia degli interventi a partire dal mese di agosto. Dall'inizio del programma gli acquisti sono stati pari a 219 mld di euro, di cui oltre 120 mld tra agosto e la fine di gennaio 2012. L'impatto di questa misura non convenzionale sull'orientamento di politica monetaria viene sterilizzato attraverso le operazioni monetarie settimanali condotte dall'Autorità monetaria europea.

Acquisti di titoli del debito pubblico da parte della BCE nell'ambito del programma SMP



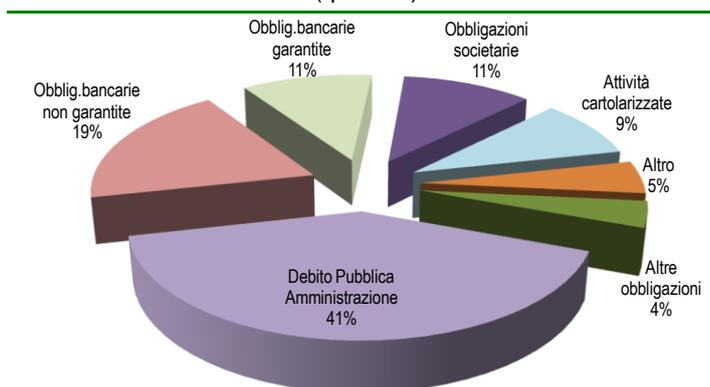
Fonte: Bce

Per dare una misura anche delle risorse liberate dal programma di estensione delle attività utilizzabili a garanzia, il volume delle attività divenute idonee per effetto delle misure temporanee introdotte nel 2008 ammontava a fine 2010 a circa 1.300 miliardi di euro. Complessivamente lo stock medio di attività idonee ammonta a 14.000 miliardi di euro, pari a circa il 140% del Pil dell'eurozona.

La quota maggiore di attività è legata al debito delle amministrazioni pubbliche che, con 5.800 miliardi di euro, rappresenta il 41% del totale, mentre il resto delle attività negoziabili deriva da obbligazioni bancarie non garantite (2.700 mld di euro, ossia il

19%), obbligazioni bancarie garantite con 1.500 mld di euro e una quota dell'11% al pari delle obbligazioni societarie, le attività cartolarizzate (ABS) con 1.300 miliardi di euro e una quota del 9% per cento) e le altre obbligazioni (600 miliardi di euro, ossia il 4 per cento) come quelle emesse da organizzazioni sovranazionali.

**Ripartizione delle attività idonee come garanzia
per le operazioni con la Bce**
(quote %)



Fonte: Bce

Nel corso del 2011, nel periodo più acceso della crisi dei debiti sovrani, la Bce oltre a intervenire sul tasso di riferimento, portato all'1% con due tagli di 25 pb decisi nei mesi di novembre e di dicembre, è intervenuta con l'annuncio di nuove misure non convenzionali.

Il 6 ottobre la Bce ha comunicato che le aste a tre mesi sarebbero state condotte con volume illimitato fino al giugno 2012 e contemporaneamente ha annunciato, a partire da novembre, il nuovo piano di acquisti di obbligazioni bancarie garantite, denominato "covered bond purchase programme 2", da completare entro l'ottobre del 2012.

Il programma prevede un ammontare complessivo nominale di 40 mld. di euro, distribuito in tutta l'eurozona ed eseguito mediante acquisti diretti sia sul mercato primario sia sul secondario. I titoli per essere elegibili devono rispettare le condizioni previste per essere usati come collaterale nelle operazioni di credito dell'Eurosistema, avere un volume minimo di 300 milioni di euro e un rating minimo di BBB- o equivalente da parte di almeno una delle maggiori agenzie di rating. La vita residua deve essere massimo di 10,5 anni e gli asset sottostanti devono includere esposizioni verso entità sia pubbliche sia private. Al programma possono inoltre partecipare solo le controparti autorizzate a prendere parte alle operazioni di credito dell'eurozona insieme a qualsiasi altra controparte che sia usata dall'Eurosistema per investire i propri portafogli denominati in euro. Il programma dovrà essere completamente eseguito entro la fine di ottobre 2012.

L'8 dicembre 2011, in concomitanza con l'ultimo ribasso del tasso di riferimento dall'1,25 all'1%, con una decisione presa non all'unanimità, la Bce ha annunciato ulteriori misure straordinarie a favore delle banche dell'area euro.

In primo luogo due nuove operazioni LTRO, ossia due aste di rifinanziamento per le banche a 36 mesi con ammontare illimitato e tasso fisso. In assoluto si è trattato della prima volta in cui è stato introdotto un prestito a tre anni, fino ad allora i finanziamenti della Bce avevano avuto una durata massima di 13 mesi. La prima asta è stata

condotta il 21 dicembre, in sostituzione di quella a 12 mesi precedentemente fissata. Le banche che hanno preso in prestito i fondi hanno comunque la possibilità di esercitare un'opzione di rimborso dopo un anno.

Un secondo provvedimento ha riguardato l'ampliamento della gamma dei titoli che le banche possono fornire come garanzia in cambio di liquidità. In questo caso sono stati inclusi, tra gli altri, gli Abs (asset backed securities), i titoli garantiti da attivi come i mutui o altri prestiti, purché provvisti di un rating minimo di A- da parte di due agenzie. Sinora la Bce aveva accettato solo Abs con rating tripla A. Questa misura dovrebbe agevolare le banche meno grandi che non presentavano sufficienti asset idonei ad essere accettati in garanzia dalla Bce.

Una misura ulteriore ha riguardato il regime di riserva obbligatoria. La Bce ha di fatto dimezzato la riserva obbligatoria delle banche, riducendo la quota di depositi presso la Bce dal 2% all'1%. Si tratta di un intervento che libera liquidità aggiuntiva pari a circa 100 mld di euro.

Un cruscotto della congiuntura: alcuni indicatori

Indice Itraxx Eu Financial



Fonte: Datastream

I premi al rischio nell'ultima settimana tornano su valori prossimi ai 250 pb.

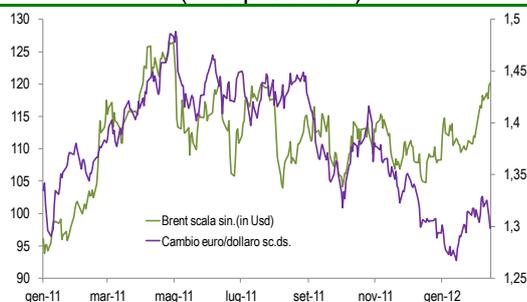
Indice Baltic Dry



Fonte: Datastream

Continua il calo dell'indice dei noli marittimi, che scende ai minimi del 2008.

Cambio euro/dollaro e quotazioni Brent (Usd per barile)



Fonte: Datastream

Il tasso di cambio €/€ a 1,30. Il petrolio qualità Brent quota 120\$ al barile, il Wti a 102\$ al barile.

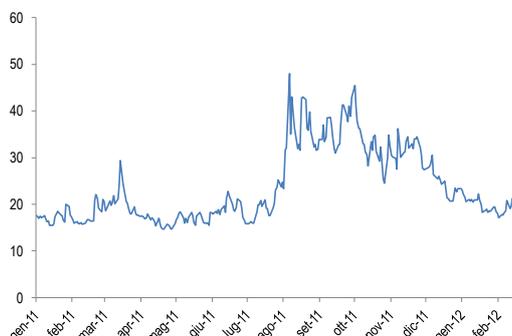
Prezzo dell'oro (Usd l'oncia)



Fonte: Datastream

Il prezzo dell'oro scende nell'ultima settimana da 1.748 a 1.720 Usd l'oncia.

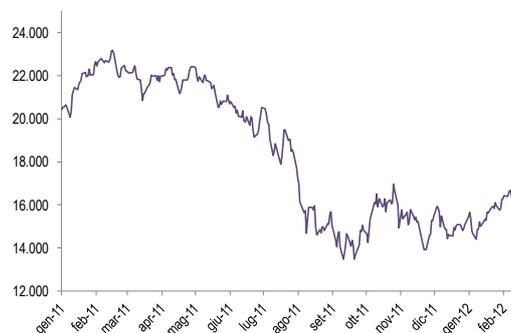
Volatilità dei mercati: indice Vix



Fonte: Thomson Reuters

Nell'ultima settimana l'indice Vix, in lieve flessione, torna sotto quota 20.

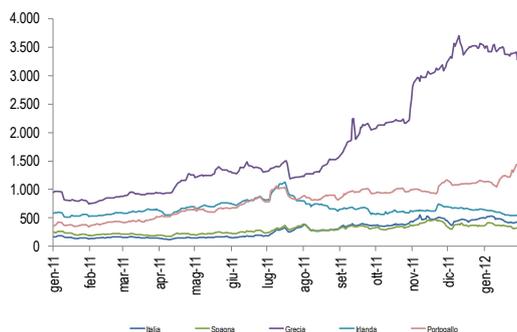
Borsa italiana: indice Ftse Mib



Fonte: Thomson Reuters

L'indice Mib sale nell'ultima settimana da 16.360 a 16.550.

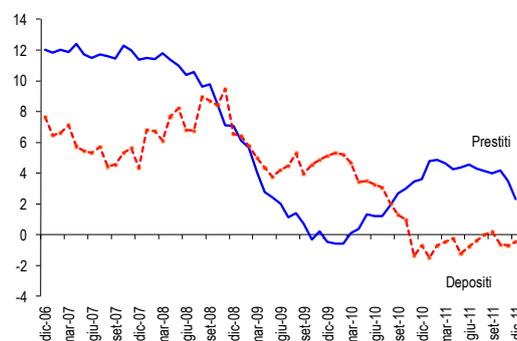
Tassi dei benchmark decennali: differenziale con la Germania (punti base)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati Thomson Reuters

I differenziali con il Bund, sono pari a 3.789 pb per la Grecia, 998 pb per il Portogallo, 528 pb per l'Irlanda, 380 pb per l'Italia e 344 pb per la Spagna.

Italia: prestiti e depositi (var. % a/a)



Fonte: Banca d'Italia

A dicembre 2011 il trend di crescita dei prestiti si attenua (ulteriormente +2,3% a/a) e la variazione dei depositi rimane negativa.

Il presente documento è stato preparato nell'ambito della propria attività di ricerca economica da BNL-Gruppo Bnp Paribas. Le stime e le opinioni espresse sono riferibili al Servizio Studi di BNL-Gruppo BNP Paribas e possono essere soggette a cambiamenti senza preavviso. Le informazioni e le opinioni riportate in questo documento si basano su fonti ritenute affidabili ed in buona fede. Il presente documento è stato divulgato unicamente per fini informativi. Esso non costituisce parte e non può in nessun modo essere considerato come una sollecitazione alla vendita o alla sottoscrizione di strumenti finanziari ovvero come un'offerta di acquisto o di scambio di strumenti finanziari.