

IL PROCESSO DI NAZIONALIZZAZIONE DEL DEBITO PUBBLICO ITALIANO

*Il supporto BCE alle banche, la disintermediazione dell'economia reale
e la possibile fine dell'euro*

a cura di Frank Menichelli*

1. Chi detiene il debito pubblico italiano? Un'analisi di lungo periodo (1997-2013)

Nel corso del 2013 la fuga degli investitori stranieri dal debito pubblico italiano ha destato più volte attenzione, con valutazioni contrastanti. Una forte presenza estera nella detenzione del debito pubblico di uno Stato Sovrano è infatti convenzionalmente un elemento di attenzione che può essere foriero di instabilità finanziaria; questo perché semplicemente gli investitori esteri sono al di fuori della sfera del potere di *enforcement* dello Stato e non è possibile imporre loro misure straordinarie di modifica unilaterale delle condizioni relative al debito sottoscritto (che sono piuttosto comuni in caso di difficoltà economiche del governo), senza incorrere in censure e reazioni da parte della comunità finanziaria internazionale¹. Tuttavia il progetto di integrazione finanziaria dell'Eurozona si fonda proprio sul collocamento dei debiti nazionali in maniera diversificata verso tutte le banche dell'EuroSistema, debiti che in linea teorica dovrebbero essere equiparati in termini di merito di credito e rendimento. La crisi del debito pubblico dei Paesi periferici, tutt'ora irrisolta, ha dimostrato che la curva unica dei tassi di interesse è ancora un obiettivo non raggiunto e che, nonostante gli sforzi della Banca Centrale Europea, il processo di integrazione finanziaria dell'Eurozona è al palo.

L'analisi della dinamica del debito pubblico italiano – decomposta per soggetti detentori – è in questo senso oltremodo didattica e può fornire utili spunti sulla probabile evoluzione futura del debito. Si consideri a tal fine la Figura 1, che rappresenta l'andamento di lungo periodo (1997-2013) delle quote percentuali di debito pubblico italiano detenute da banche italiane ed estere.

L'andamento delle grandezze riportate identifica con buona precisione 3 distinte fasi:

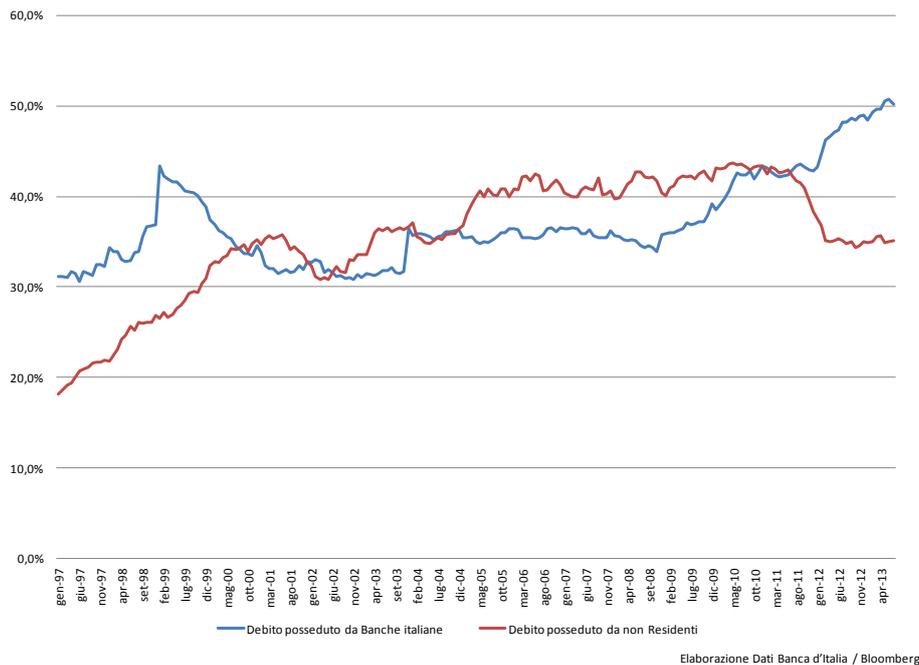
- Un primo periodo (1997-1999) in cui il processo di convergenza verso la moneta unica ha imposto una rapida “europeizzazione” del debito con una crescita decisa della quota detenuta dal settore bancario estero, prevalentemente comunitario;
- Un periodo intermedio (2000-2008) caratterizzato dalla prevalente e capillare diffusione del debito italiano nelle banche dell'Eurosistema e dalla sostanziale costanza della quota detenuta dal sistema bancario nazionale. Questo tipo di *pattern* è coerente con il fisiologico

¹ Ad esempio, il Giappone sperimenta un collocamento quasi completo del proprio debito pubblico verso investitori nazionali, che sono anche i soggetti tassati; di conseguenza anche senza ricorrere alla leva monetaria il governo giapponese potrebbe sterilizzare gli effetti di un aumento dei rendimenti del debito sull'equilibrio fiscale con una tassa diretta sulla ricchezza che colpirebbe gli investitori beneficiari dei maggiori rendimenti. Cioè: se lo spread tra i titoli giapponesi e americani salisse improvvisamente di 500 bps, teoricamente basterebbe mettere una tassa sulla ricchezza mobiliare del 5% per annullare gli effetti negativi sul bilancio del governo.

funzionamento del sistema finanziario comunitario, contraddistinto da una curva unica (*de facto*) dei tassi di interesse e dall'equiparazione dei debiti dei Paesi appartenenti all'Unione;

- Un periodo terminale (2009-2013), in cui a partire dallo *shock* globale del fallimento di *Lehman Brothers*, il differenziale negativo tra le quote detenute dai sistemi bancari nazionale ed estero si è andato riducendo, dapprima per la crescita sostenuta del debito nelle mani delle banche italiane. Il fenomeno si è poi amplificato per la riduzione improvvisa della quota detenuta dagli investitori esteri.

Figura 1 – Debito Pubblico Italiano detenuto dal settore bancario italiano ed estero (1997-2013)



Questo *pattern* di sostanziale “nazionalizzazione del debito governativo” è indice di un forte *stress* dei meccanismi di funzionamento dell’Unione monetaria; infatti nello stesso periodo le curve dei rendimenti dei titoli governativi dei vari Paesi dell’Eurozona hanno iniziato un fenomeno di divergenza che nel lungo periodo non è compatibile con il concetto di moneta unica².

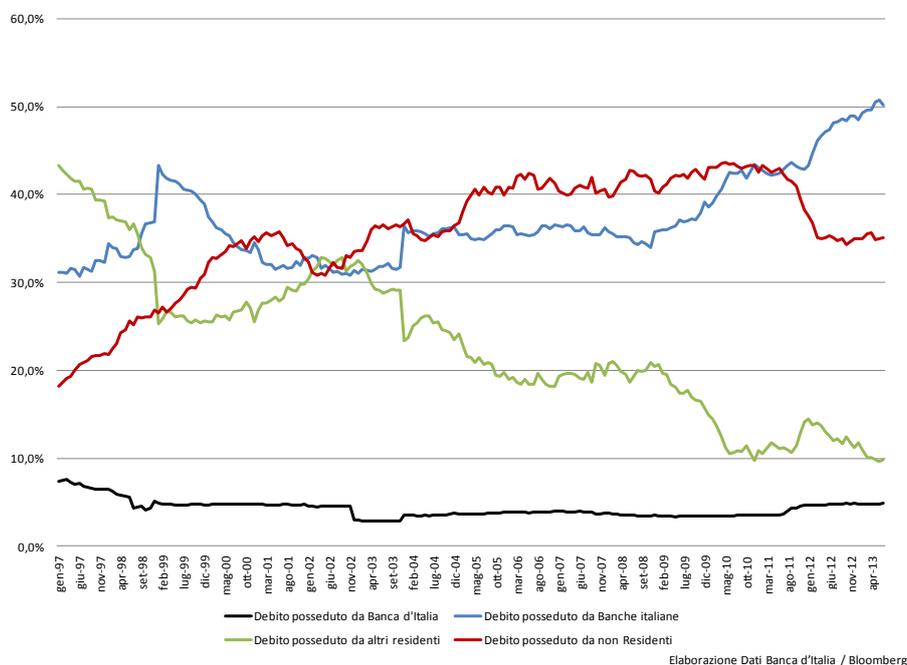
Il processo di nazionalizzazione del debito non è solo la spia di un malfunzionamento del sistema finanziario comunitario, ma a sua volta ha degli effetti negativi particolarmente pronunciati sull’economia italiana. Ad una prima analisi infatti verrebbe da commentare che la ripartizione del debito pubblico italiano si stia semplicemente riportando ad un equilibrio “pre-euro”; in realtà non è affatto così. Allargando lo spettro di analisi ad altre categorie di soggetti detentori il quadro si fa più completo (cfr. Figura 2).

Le differenze tra il periodo pre-euro e quello corrente sono eclatanti. La quota di debito nelle mani degli investitori privati è infatti crollata da oltre il 40% a poco più del 10%; quest’ammontare pari ad oltre il 30% del debito governativo italiano è detenuta ora in maggioranza dal settore bancario nazionale visto che il differenziale della quota detenuta dal sistema bancario estero è passata solo dal 20% al 35%. Complice di questo *trend* è stato anche il fenomeno dell’intermediazione da *spread*; le banche hanno

² Marcello Minenna, “La Moneta Incompiuta” (2013), Edizioni Ediesse.

infatti trovato dei guadagni privi di rischio proprio sostituendosi agli investitori privati nell'acquisto di titoli di stato e collocando loro finanza strutturata di bassa qualità, cioè con probabilità risibile di fornire rendimenti coerenti con i rischi trasferiti. Le banche italiane sono dunque sempre più coinvolte a doppio filo nel rifinanziamento del debito governativo: infatti i rendimenti elevati rendono l'investimento in titoli di stato appetibile in un momento di recessione in cui i profitti derivanti da investimenti nell'economia reale calano naturalmente³. Tuttavia quest'esposizione massiccia al rischio sovrano rende i bilanci delle banche estremamente dipendenti dalla valutazione del merito di credito della Repubblica italiana effettuata dal mercato, ed in un'ottica macro-economica, tende a spiazzare gli investimenti del sistema bancario nell'economia reale. In altri termini: poiché le risorse finanziarie a disposizione delle banche sono finite, se vengono dirottate sul canale governativo, verranno a scarseggiare al fine del finanziamento di imprese e famiglie⁴. Queste ultime anzi divengono clientela di riferimento per il collocamento di finanza strutturata inadeguata alle loro esigenze.

Figura 2 – Disaggregazione per settori del Debito Pubblico Italiano (1997-2013)



Nel presente lavoro portiamo questa tesi alla verifica dei dati.

La Figura 3 visualizza contemporaneamente l'ammontare totale dei prestiti erogati dal sistema bancario nazionale ad imprese e famiglie (linea rossa) e il controvalore del debito pubblico governativo detenuto dalle banche italiane (linea blu).

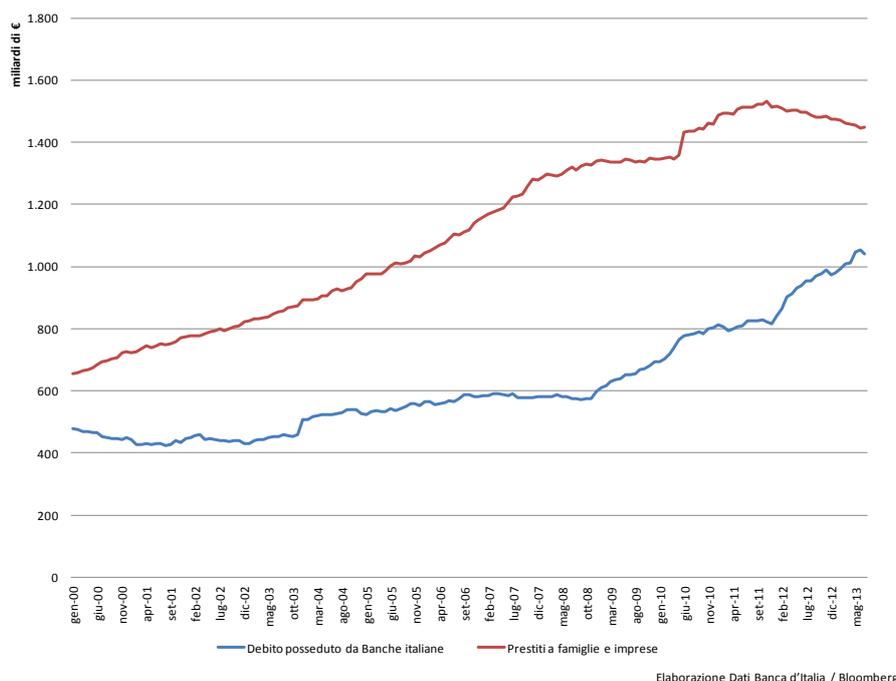
Ad una prima lettura emerge immediatamente una relazione inversa a partire proprio dall'ottobre 2008; mentre prima i prestiti sono cresciuti per oltre 10 anni a tassi significativi, a dimostrazione della

³ Si consideri inoltre che, allo stato attuale, il meccanismo c.d. *antispread* varato dal Presidente BCE Draghi nel settembre 2012 (*Outright Monetary Transactions*, OMT), abbatte il rischio percepito sui titoli governativi, rendendoli paradossalmente ancora più appetibili da parte delle banche.

⁴ In un sistema finanziario come quello italiano che è estremamente banco-centrico, dove cioè le banche intermediano in prevalenza i bisogni finanziari del sistema economico, questo "effetto spiazzamento" ha degli effetti maggiormente pronunciati rispetto ad esempio ai sistemi anglosassoni dove è più diffuso il ricorso al finanziamento tramite capitale di rischio.

crescente intermediazione dell'economia italiana da parte del sistema bancario, a partire dall'ultimo trimestre 2008 i prestiti all'economia reale si fermano, mentre decollano gli acquisiti di titoli governativi. Con il deflagrare della crisi del debito italiano nell'estate 2011 il tasso di incremento del debito detenuto dal sistema bancario subisce un'ulteriore accelerazione, mentre i prestiti alle famiglie ed alle imprese iniziano addirittura a decrescere in valore assoluto, dando l'avvio al temuto *credit crunch* che sta tutt'ora aggravando l'infinita recessione dell'economia italiana.

Figura 3 – Debito Pubblico Italiano detenuto dal sistema bancario nazionale ed ammontare totale dei prestiti erogati a famiglie ed imprese (1997-2013)

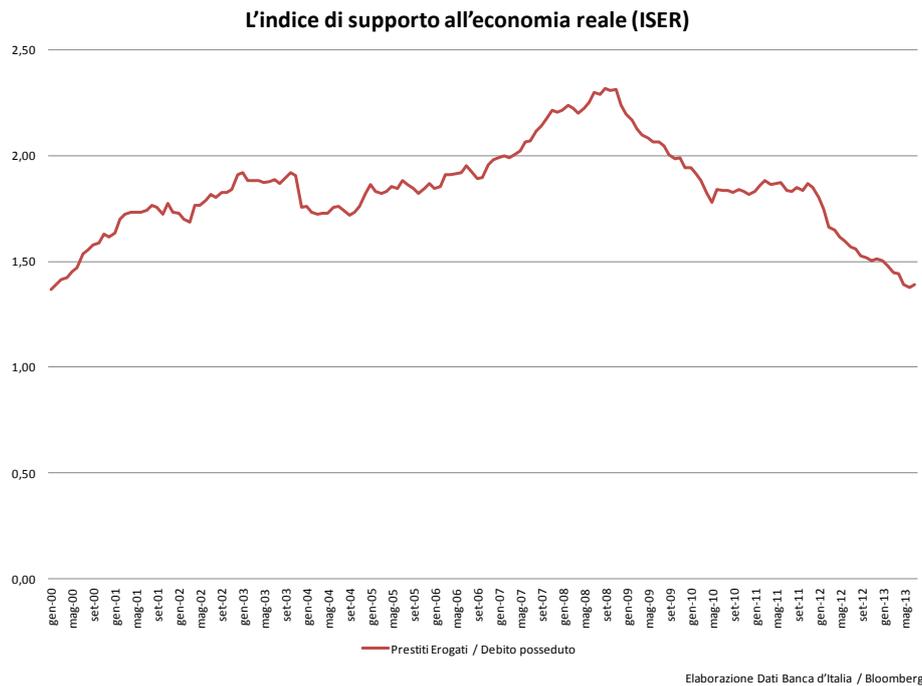


È possibile dare una lettura integrata dei due fenomeni in atto che riguardano il sistema bancario italiano costruendo un indice appropriato, rappresentato dal rapporto tra i prestiti erogati a famiglie ed imprese ed il debito detenuto. Definiamo tale indice ISER (Indice di supporto all'economia reale)⁵. Evidentemente se i prestiti crescono più del debito governativo nelle mani delle banche, allora il sistema bancario sta supportando correttamente l'economia reale e l'indice ISER cresce. Se al contrario i prestiti crescono meno del debito acquistato dal sistema bancario o addirittura diminuiscono, l'indice ISER riflette tale anomalia riducendosi (cfr. Figura 4).

La dinamica dell'indice ISER magnifica le relazioni già evidenziate in precedenza con la Figura 3: fino all'ottobre 2008 il sistema bancario nazionale supporta in maniera crescente l'economia reale, intermediandone in netta prevalenza i flussi. A partire dallo *shock Lehman Brothers* il supporto si riduce progressivamente per via dell'impegno crescente nel rifinanziamento del debito governativo; una stasi si verifica nel corso della breve ripresa economica del 2010 – 2011, ma nell'estate 2011 con il deflagrare della crisi l'indice punta di nuovo verso il basso. Nel luglio 2013 è ai minimi dal gennaio 2000 e verosimilmente continuerà a ridursi, testimonianza del permanere di condizioni di stretta creditizia per le imprese e le famiglie italiane.

⁵ In termini formali: $ISER = \text{Prestiti Erogati} / \text{Debito posseduto}$

Figura 4 – Andamento dell'indice ISER (1997-2013)



2. La politica monetaria BCE ed il processo di nazionalizzazione del debito pubblico

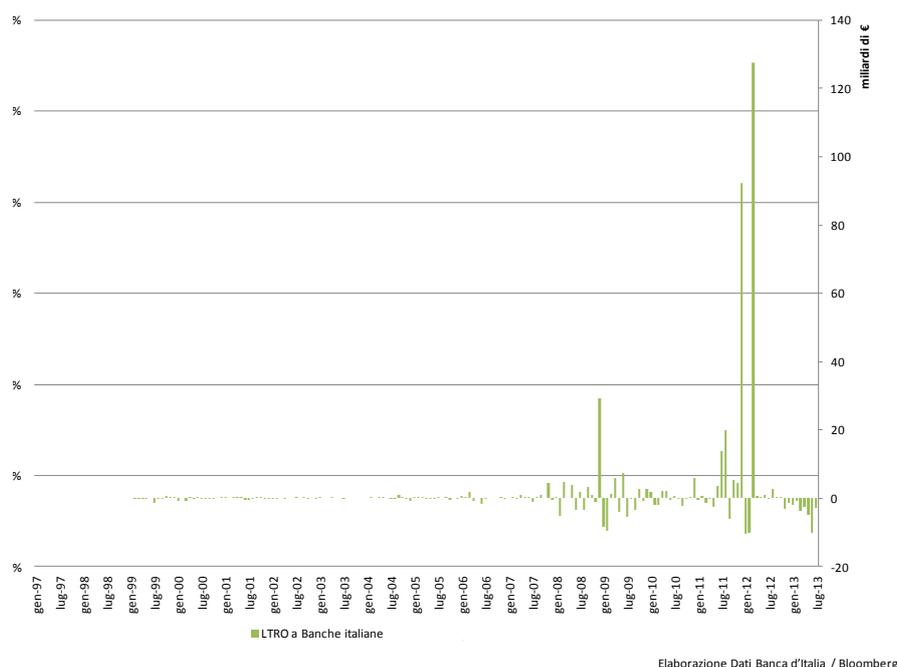
2.1 I prestiti LTRO come proxy dell'attività di supporto al sistema bancario dell'Eurozona

A partire dal gennaio 1999, data d'avvio dell'attività della Banca Centrale Europea, la politica monetaria dell'Unione ha svolto un ruolo tutt'altro che marginale nella gestione del sistema finanziario comunitario. Ad un primo periodo (1999-2007) improntato ad un controllo rigidamente monetarista del tasso di inflazione, è seguito un quinquennio di intensa attività di contrasto alla crisi finanziaria, attraverso la riduzione dei tassi di interesse e ripetute iniezioni di liquidità nel sistema finanziario europeo. I prestiti a medio-lungo termine (*Long Term Financing Operations* i.e. LTRO) rappresentano la quasi totalità dei finanziamenti concessi dalla BCE e possono essere considerati una buona *proxy* dell'attività della banca centrale nei confronti del sistema finanziario. Analizzando l'evoluzione dell'uso di questo strumento da parte delle banche italiane, il cambio di regime nell'attività della BCE è apprezzabile – con un discreto colpo d'occhio – attraverso la Figura 5.

Anche nell'andamento di questa grandezza finanziaria⁶ è possibile individuare nell'ottobre 2008 uno spartiacque piuttosto chiaro tra due regimi di funzionamento profondamente diversi. Proprio in quel mese infatti la BCE, di concerto con le principali banche centrali del mondo, vara il primo grande prestito di durata semestrale e per un importo massimo di 50 miliardi di € destinato al rifinanziamento delle banche dell'Eurosistema in difficoltà. Da allora l'entità degli importi finanziati e la durata dei prestiti è andata via via crescendo, fino ai due grandi prestiti a scadenza triennale per un importo complessivo di oltre 1 trilione di € di dicembre 2011 e febbraio 2012.

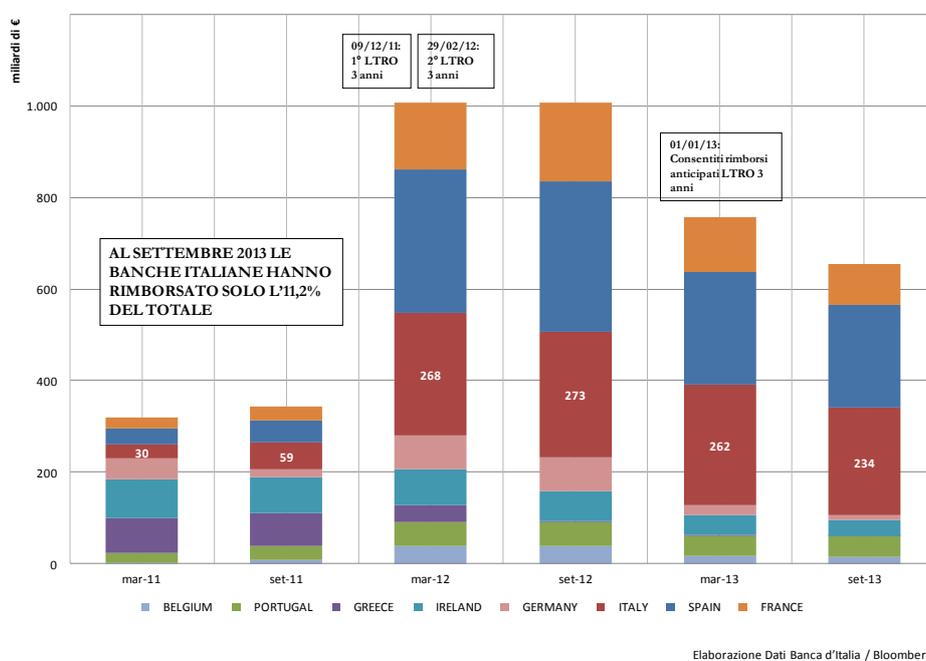
⁶ Le variazioni in negativo rappresentano i rimborsi dei prestiti effettuati nel tempo dagli istituti di credito italiani.

Figura 5 – Andamento dei prestiti LTRO al sistema bancario italiano (1999-2013)



Per avere un quadro più chiaro relativamente all'utilizzo di questi supporti di liquidità - da parte non solo delle banche italiane ma di tutti gli istituti di credito comunitari - si consideri la seguente decomposizione dei prestiti per Paese (Figura 5), che si concentra sul periodo di crisi acuta del debito governativo europeo (2011-2013).

Figura 6 – Decomposizione per Paese dei prestiti LTRO al sistema bancario europeo (2011-2013)



Dall'analisi dell'evoluzione dei prestiti LTRO si può distinguere agevolmente una prima fase (2011) in cui dominano i prestiti di limitata entità alle piccole economie periferiche in difficoltà (Grecia Irlanda,

Portogallo), mentre del tutto trascurabile appare il ricorso delle banche italiane al supporto di liquidità BCE. Dal dicembre 2011, le due grandi LTRO a 3 anni vengono assorbite soprattutto dai sistemi bancari italiano e spagnolo che insieme contano per oltre il 50% dei prestiti erogati; non indifferente è anche il supporto fornito a Francia e Germania, che però subisce un drastico contenimento nel corso del 2013. Scompare inoltre la quota assorbita dal sistema bancario greco, che finisce sotto integrale tutela dei Fondi EFSF ed ESM.

Al settembre 2013, l'Italia è il Paese con le banche più indebitate nei confronti della BCE, mentre persino le banche spagnole mostrano segni di stabilizzazione attraverso un incremento dei rimborsi dei prestiti LTRO. Il ritardo nella restituzione dei prestiti da parte delle banche nazionali è sicuramente associabile al raggiungimento di un livello di sofferenze record che a luglio 2013 viene quantificato dalla Banca d'Italia pari a 140 miliardi di €. Considerando che ad agosto 2013 la BCE vara un provvedimento che estende l'eligibilità a collaterale di prestiti cartolarizzati che potrebbe fornire liquidità per circa 20 miliardi di € alle banche nazionali, non è inesatto affermare che allo stato attuale l'Italia è il Paese più supportato dell'Unione monetaria in termini di liquidità erogata.

Da un punto di vista strettamente macro-economico è dunque lecito chiedersi quanta di questa liquidità a basso costo iniettata nel sistema bancario sia stata trasferita ai sistemi economici in recessione. In altri termini: la politica monetaria BCE è stata efficace in termini anticiclici?

2.2 L'inefficacia della politica monetaria BCE nel supporto all'economia italiana

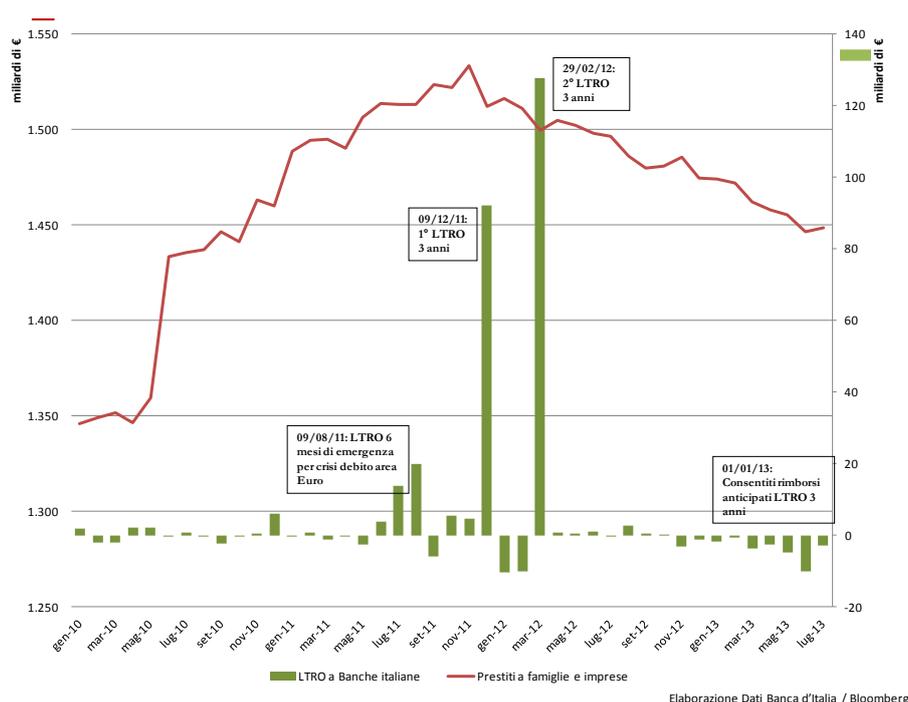
È possibile fornire un primo riscontro empirico dell'efficacia degli interventi BCE di supporto alla liquidità intersecando le analisi già svolte sul sistema bancario italiano (cfr. Figure 1, 2, 3, 4) con l'evoluzione dei prestiti LTRO all'Italia, riportata nella Figura 5.

Si consideri in questa prospettiva la Figura 7, che sovrappone l'ammontare dei prestiti erogati all'economia reale già rappresentato in Figura 3 con la grandezza finanziaria (i.e. i prestiti LTRO) di cui alla Figura 5, concentrandosi sul periodo 2010-2013.

Non sorprende che il momento di attività massima della BCE a supporto del nostro sistema bancario coincida esattamente con l'avvio del declino dei prestiti all'economia reale, cioè l'avvio della presente recessione nell'autunno 2011. Non sembra però dall'andamento del grafico che gli interventi siano serviti a fermare o quantomeno rallentare il trend decrescente dei prestiti ad imprese e famiglie.

Dove sono finiti oltre 200 mld di nuova liquidità? Approfondiamo, sovrapponendo ora con la Figura 8 l'andamento dei titoli di stato italiani nei bilanci delle banche nazionali (cfr. Figura 1) all'evoluzione dei prestiti LTRO alle banche italiane. Il grafico si concentra sul periodo di massima attività della BCE (2007-2013) nel supporto alle banche.

Figura 7 – L'impatto dei provvedimenti di supporto alla liquidità BCE sull'economia reale italiana (2010-2013)



L'analisi della Figura 8 concede pochi margini ad interpretazioni alternative: gli interventi di erogazione di nuova liquidità al sistema bancario italiano sono stati utilizzati per incrementare la quota di debito governativo posseduto. Addirittura, ad ogni movimento significativo dei prestiti (barra verde) corrisponde uno scatto incrementale dei titoli governativi in portafoglio (linea azzurra).

Figura 8 – L'impatto dei provvedimenti di supporto alla liquidità BCE sui bilanci delle banche italiane (2007-2013)

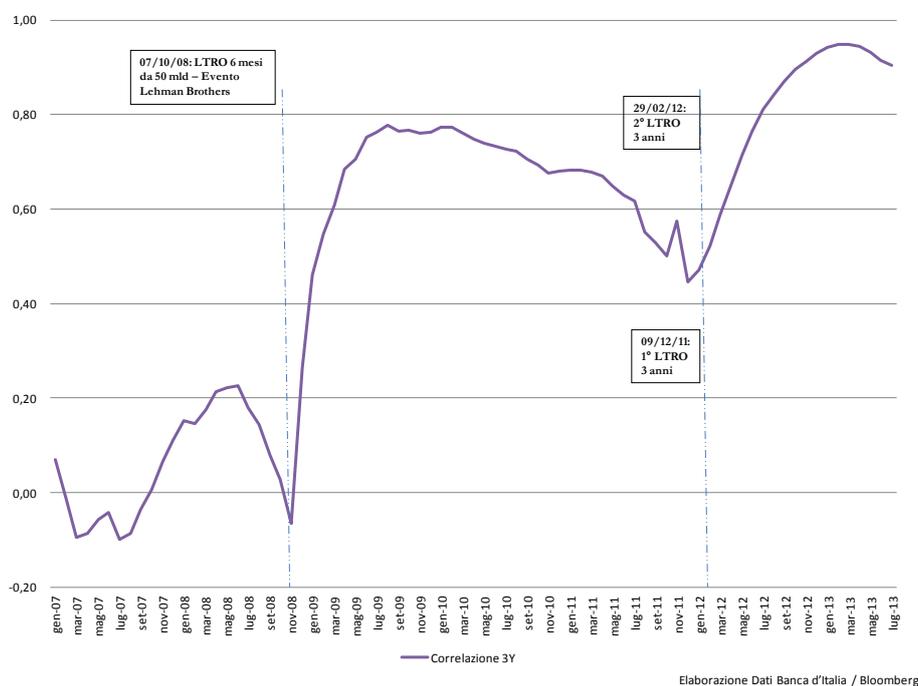


In Figura 9 viene utilizzata una metodologia più raffinata di elaborazione dei dati che offre conferma a questa interpretazione. In particolare, viene calcolata la correlazione *rolling* a 3 anni tra l'ammontare del debito governativo nei bilanci delle banche italiane ed il volume dei prestiti LTRO erogato alle stesse.

Un valore positivo implica una relazione diretta tra le due grandezze: più prestiti LTRO erogati, più debito acquistato; l'utilità aggiuntiva dell'indicatore consiste nell'evidenziare le variazioni dell'intensità di tale relazione.

Come è possibile apprezzare dall'andamento della correlazione *rolling*, la relazione tra acquisti di debito governativo e prestiti LTRO è assai debole⁷ prima dell'evento *Lehman Brothers* del settembre 2008, mentre diventa molto significativa⁸ subito dopo il varo del primo importante prestito BCE di supporto ai sistemi bancari dell'Eurozona. A seguito delle due grandi LTRO di dicembre 2011 e febbraio 2012, la correlazione cresce ulteriormente fino a diventare praticamente unitaria: i prestiti LTRO alle banche nazionali vengono utilizzati unicamente per acquistare titoli governativi italiani.

Figura 9 – Correlazione (rolling su 3 anni) tra debito governativo nel portafoglio delle banche italiane e prestiti LTRO della BCE (2007-2013)



Una visione unitaria dei fenomeni oggetto di studio è possibile sovrapponendo l'andamento dell'indicatore ISER⁹ all'evoluzione dei prestiti LTRO alle banche italiane (cfr. Figura 10). In questa maniera si riesce ad evidenziare l'impatto indiretto sull'economia reale delle politiche BCE di supporto alle banche, attraverso la distorsione delle politiche di impiego dei fondi attuata dalle stesse.

La relazione causale indiretta che emerge è netta: esattamente dall'avvio della prima importante operazione LTRO destinata al finanziamento dei sistemi bancari in difficoltà¹⁰ (di cui l'Italia si aggiudicò il 40% dei fondi a disposizione), il supporto delle banche all'economia reale è andato scemando. Se ciò non bastasse, il declino dell'ISER, che pare arrestarsi nel corso del 2010-2011, riprende chiaramente

⁷ < 20%.

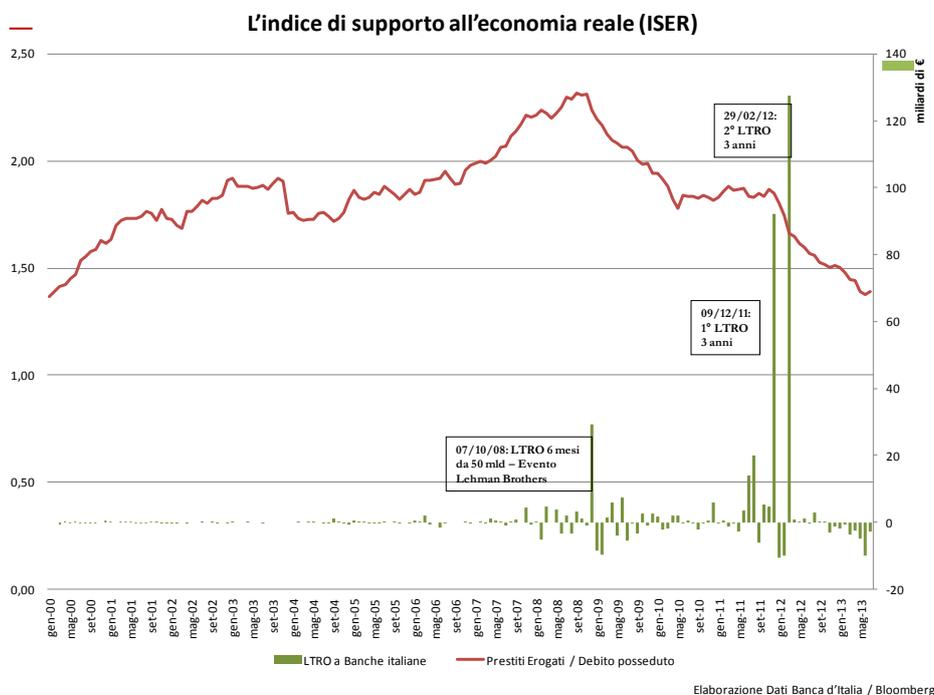
⁸ > 80%.

⁹ Cfr. nota 3.

¹⁰ LTRO a 6 mesi da 50 miliardi di € del 9 ottobre 2008.

appena dopo le due maggiori iniezioni di liquidità mai ricevute dal sistema bancario italiano. In sostanza i dati sembrano avvalorare la tesi secondo cui le misure BCE abbiano paradossalmente distorto i comportamenti delle banche nazionali, incentivando l'acquisto di titoli governativi e disincentivando i prestiti alle imprese e alle famiglie.

Figura 10 – L'impatto dei provvedimenti di supporto alla liquidità BCE sull'indice ISER (2010-2013)



Elaborazione Dati Banca d'Italia / Bloomberg

2.3 Conclusioni

Nel mese di settembre 2013, il presidente BCE Draghi ha lasciato trasparire l'intenzione di varare un ulteriore prestito LTRO a lungo termine per il sostegno dei sistemi bancari in *stress* di liquidità. Dai dati analizzati, ci sono pochi dubbi che le principali beneficiarie di tale intervento sarebbero le banche italiane, afflitte da livelli record di crediti in sofferenza e dal peso preponderante dei titoli governativi in portafoglio. Nel frattempo il *credit crunch* sta cancellando interi comparti del settore manifatturiero del Paese, altrimenti sani ed in grado di produrre reddito ed occupazione.

Ulteriori iniezioni di liquidità a basso costo potrebbero teoricamente far ripartire il supporto del sistema bancario all'economia reale. Si ritiene tuttavia che, senza una decisa sterzata verso politiche di supporto alla crescita che sterilizzino gli incentivi all'acquisto di titoli governativi, tali provvedimenti rischiano di avviare solo un altro *round* del processo di nazionalizzazione del debito pubblico italiano, in spirale verso il 140% del PIL. Gli indicatori quantitativi con cui è possibile monitorare gli scenari probabilistici di rottura dell'Euro mostrano al momento una stima di contenuta entità. Ma questa tregua potrebbe non durare a lungo. Completato infatti tale processo gli incentivi alla tenuta dell'Eurosistema saranno scarsamente rilevanti.

*Frank Menichelli è lo pseudonimo di un importante esperto di finanza che preferisce mantenere l'anonimato