

La liquidità non basta. Rigore e selezione sono funzionali alla crescita

Di Sofia Felici

Nell'ultimo ventennio due grandi crisi hanno colpito l'economia globale. Tredici anni fa la crisi finanziaria del 2007-2008 (GFC) e un anno fa quella sanitaria legata alla diffusione del Covid-19 (*The Great Lockdown*), sebbene in maniera diversa, hanno messo a dura prova le istituzioni economico-finanziarie, modificandone lo scenario sottostante e, conseguentemente, orientando le misure di *policy* lungo alcune direttrici. Le banche - come canale di trasmissione della politica monetaria e, quindi, della liquidità a famiglie e imprese, ma pur sempre aziende *profit oriented* nella struttura e nella finalità - hanno trovato sempre più difficile svolgere l'attività bancaria tradizionale di erogazione del credito mantenendo la necessaria coerenza con la logica del profitto che rimane alla base della loro natura imprenditoriale. Nonostante le ingenti masse di liquidità immesse nel sistema a partire dalla crisi dei debiti sovrani fino ad oggi, il sistema bancario non è stato quindi sostanzialmente capace di condurre ad un aumento significativo dei prestiti all'economia reale. Nel 2020, e in questa prima metà del 2021, la straordinarietà delle politiche adottate in risposta al Covid-19 ha invertito temporaneamente questo trend - garantendo, attraverso le diverse iniziative messe in campo dai singoli governi nazionali, un tempestivo incremento del credito, diversamente da quanto invece fatto in occasione della crisi finanziaria globale e della successiva crisi dei debiti sovrani, ma, al contempo, ha anche provocato una distorsione del sistema per effetto dell'ammontare di garanzie pubbliche su livelli senza precedenti. Le politiche monetarie perseguite dalle banche centrali negli ultimi dieci anni, accompagnate dal perpetuarsi di tassi di interesse strutturalmente bassi, hanno sostanzialmente portato ad una modifica strutturale nel bilancio del sistema bancario, contribuendo a cambiarne la composizione. Condizioni, queste, che impongono oggi di ripensare il modello stesso di business per far leva su punti di forza alternativi al modello tradizionale che non è più sostenibile da solo e così come fino ad ora conosciuto, tanto più di fronte ai numerosi strumenti oggi disponibili ed in grado di disintermediare i canali tradizionali. Il modello integrato banca/asset manager con l'una originator al servizio dell'altro è, in questo senso, una delle chiavi per rilanciare una funzione di trasmissione della politica monetaria che oggi sembra aver rallentato in modo preoccupante la sua operatività. Altrettanto essenziale, inoltre, è la necessità di progettare il ritorno alle condizioni pre-Covid, depurando il sistema dalle componenti transitorie che hanno di fatto reso il credito sfuggente al criterio di selettività. Le modalità con cui avverrà questo phase out potrebbero complicare molto la ripresa dell'economia e dovranno quindi essere attentamente affrontate

Sofia Felici si è laureata in Economics all'Università di Tor Vergata e attualmente lavora come Economist in Prometeia.

nel momento in cui si dovesse avviare qualsiasi misura di normalizzazione monetaria.

Eppure gli effetti della pandemia permarranno in questa fase, in termini soprattutto di maggiore rischiosità del portafoglio crediti delle banche unitamente – peraltro – alle incertezze legate all' effettiva capacità di ripartenza dei diversi settori economici. E questo, nonostante le politiche monetarie accomodanti, avverrà in una cornice di generale irrigidimento della normativa di vigilanza europea (*calendar provisioning*). Se da una parte tutto ciò potrà portare ad una maggiore selettività, non è però affatto detto che quest'ultima sia poi quella effettivamente necessaria al sistema ed orientata verso le imprese maggiormente competitive.

Pur dovendo mirare al rafforzamento generale del sistema, le politiche di vigilanza non possono non puntare a coniugare la necessaria stabilità ed il corretto funzionamento del mercato bancario con gli accresciuti fabbisogni di finanziamento delle imprese, tanto più nella fase attuale ed alla luce delle esigenze di ripresa del sistema economico. Vanno create, in sostanza, condizioni ottimali di sviluppo che non possono essere garantite solo dalla politica monetaria, ma vanno perseguite in coerenza con l'attività macroprudenziale.

TABELLA 1**Impieghi per settore di attività**

Consistenze in milioni, valori percentuali e var.% (1999-2020)

	1999	2009	2019	2020	% var. 2009-2000	% var. 2010-2019
IFM	133.287	568.167	493.911	510.148	326,3	-13,1
%Totale	14,6	24,3	21,6	22,3		
- di cui banche	124.690	542.228	398.206	326.333	334,9	-26,6
%Totale	13,6	23,2	17,4	14,3		
%IFM	93,6	95,4	80,6	64,0		
- di cui banche centrali	7.909	25.051	95.578	184.126	216,8	281,5
%Totale	0,9	1,1	4,2	8,1		
%IFM	5,9	4,4	19,4	36,1		
SNF	407.485	860.677	657.696	662.095	111,2	-23,6
%Totale	44,6	36,8	28,8	29,0		
Famiglie consumatrici	145.941	381.680	544.015	546.271	161,5	42,5
%Totale	16,0	16,3	23,8	23,9		
Famiglie produttrici	56.388	89.594	78.426	79.848	58,9	-12,5
%Totale	6,2	3,8	3,4	3,5		
Amm. centrali	36.121	164.504	201.081	196.040	355,4	22,2
%Totale	4,0	7,0	8,8	8,6		
Altro**	134.472	273.553	308.866	289.127	103,4	12,9
%Totale	14,7	11,7	13,5	12,7		
Totale	913.694	2.338.176	2.283.995	2.283.529	155,9	-2,3
	100,0	100,0	100,0	100,0		

*la voce "di cui banche centrali" corrisponde alla voce del passivo del bilancio di Banca d'Italia "Passività in euro verso controparti del settore finanziario dell'area dell'euro"

** la voce "Altro" include enti locali e enti di previdenza, assicurazioni e fondi pensioni, istituzioni senza fini di lucro e altre istituzioni finanziarie.

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia

I numeri in tabella 1 mostrano infatti l'evoluzione degli impieghi per settore di attività economica e mettono a fuoco due tendenze:

(1) dopo la crisi finanziaria il tasso di crescita (2010-2019) mostra un segno negativo per tutti i settori eccetto che per le banche centrali, le famiglie consumatrici e le amministrazioni centrali. In particolare, emerge come i prestiti erogati dal settore bancario siano complessivamente diminuiti tranne che, appunto, per le istituzioni governative e le famiglie, nella loro qualità di consumatori;

(2) guardando alla composizione percentuale degli impieghi sul totale nel 2020, notiamo quanto sia cresciuta in particolare la quota di impieghi della voce banche centrali, passata da 0,9% nel 1999 all'8,1% nel 2020, rispetto al totale, e dal 5,9% al 36,1% rispetto alle sole istituzioni finanziarie e monetarie. Al contrario, i prestiti destinati alle società non finanziarie e alle famiglie produttrici sono quelli che hanno visto maggiormente ridotto il contributo della propria quota percentuale all'interno del bilancio, rispettivamente passati dal 44,6% e 6,2% al 29% e 3,5%.

Risultano pertanto comprensibili le perplessità riguardanti i potenziali rischi che potrebbero scaturire da una dinamica che dovesse proseguire lungo questa direttrice e che potrebbero emergere nel caso in cui il bilancio del sistema bancario dovesse continuare ad esaltare una simile struttura/composizione per settore.

Le riflessioni indotte da tali numeri lasciano spazio a diverse considerazioni.

Se le prolungate politiche monetarie espansive, i bassi tassi di interesse e l'immissione di liquidità delle banche centrali attraverso strumenti non-convenzionali - amplificate ulteriormente a partire dallo scorso anno - non sono più in grado di **restituire dinamicità** all'economia reale, traducendosi in un aumento di credito al sistema delle imprese e creando opportunità e stimoli favorevoli alla crescita economica, è allora indubbio che la conquista di politiche meno austere rispetto al passato non si è tramutata nella grande occasione per uscire da "un'anemia della crescita economica che dura da due decenni"¹.

Se i bassi tassi d'interesse si sono rivelati indispensabili in momenti di crisi, essi implicano però anche una serie di costi, determinando un trasferimento finanziario dai risparmiatori ai mutuatari e comportando, di fatto, una redistribuzione della ricchezza. Una dinamica di questo tipo ha senza alcun dubbio creato un terreno fertile per le bolle finanziarie, ma ha anche incoraggiato le banche a fornire finanziamenti a breve termine ("*easy*" bit of Keynesianism borrowing"²) e, infine, ha semplicemente reso impossibile abbassarli ulteriormente per aiutare l'economia in difficoltà privando in questi momenti il sistema di una delle sue leve di azione di politica monetaria (*zero lower bound*)³. A ciò si aggiunge il ruolo svolto dalla caduta del moltiplicatore della base monetaria⁴ e dell'eccesso di regolamentazione come fattore di incertezza e ostacolo al credito, e la continua pressione sui margini di interesse come causa principale della bassa redditività del sistema bancario e, quindi, dello *sweet spot* per il cre-

1 Cfr. Visco I. (2021), *Considerazioni finali del Governatore della Banca d'Italia sul 2020*, Banca d'Italia, 31 maggio 2021.

2 Wolfgang S. (2021), "Europe's social peace requires a return to fiscal discipline", Financial Times, 3 giugno 2021.

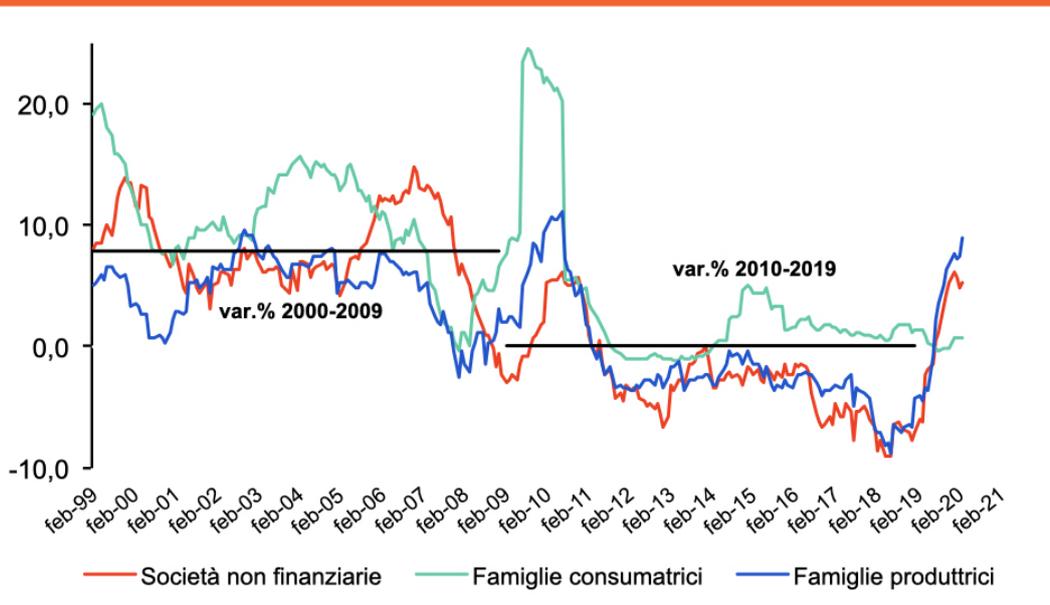
3 Pariès M. D., Kok C., Rottner M. (2021), *The reversal interest rate: A new motive for countercyclical macroprudential policy*, VoxEU.org, 2 May 2021.

4 Cfr. Cottarelli C., Galli G. e Tucci G. (2020), "Che fine ha fatto la liquidità immessa dalle banche centrali?", Osservatorio CPI, 14 luglio 2020.

dito⁵. Una lettura più ampia di queste dinamiche porta plausibilmente a chiederci se, forse, non stiamo chiedendo troppo alla politica monetaria, nonostante il contesto di bassi tassi di interesse. Il ruolo chiave di quest'ultima ha rappresentato in molti casi uno strumento salvifico e una leva d'azione strategica motivata anche da quelli che per il momento sono stati i suoi limitati e avversi effetti economici (ad esempio in termini inflazionistici). Tuttavia, la pervasività di bassi tassi d'interesse non è sufficiente ad accettare l'esclusività della stessa che, nonostante il suo ricorso abbia assicurato un sostegno a livello europeo di portata storica, rimane giustificabile a patto che non solo sia poi coerente con le connesse politiche di vigilanza, ma che si mantenga comunque in proporzioni ragionevoli e che si rivolga sempre alla politica fiscale per garantire il giusto coordinamento tra due diverse leve.

FIGURA 1

Evoluzione del credito



var. % su dati trimestrali (1999-2021)

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia

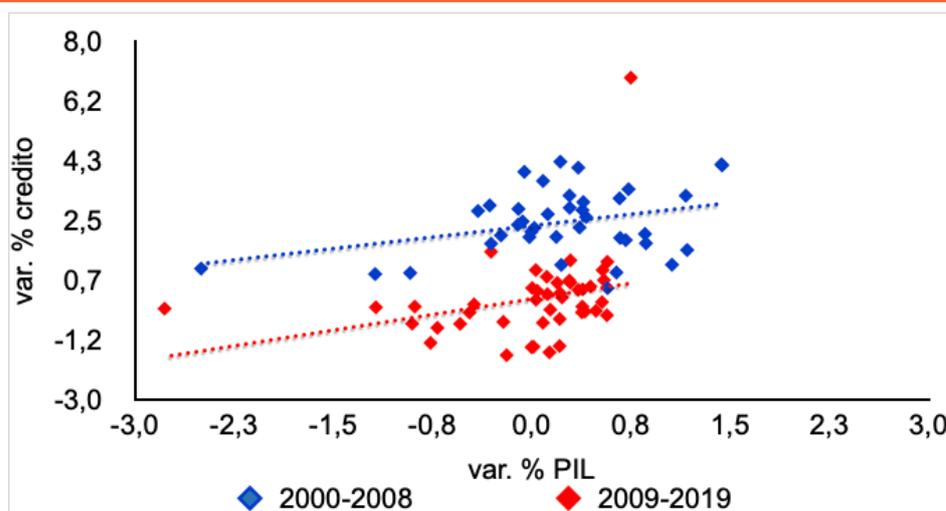
Se la combinazione di tali aspetti contribuisce a spiegare il perché della dinamica asfittica sul mercato italiano del credito bancario, che dura da un decennio (Fig. 1), l'impegno e la responsabilità primaria delle autorità pubbliche dovrebbe puntare a come privilegiarne la sua qualità, più che la quantità, oltre a rimuovere quelle barriere legali, fiscali e regolamentari all'interno dei nostri confini nazionali che puntualmente limitano la competitività delle categorie più vulnerabili, poiché più penalizzate dai vincoli di offerta di credito, ma che rappresentano il motore di sviluppo dell'economia italiana per la loro ampia presenza nel nostro Paese. Siamo invece portati a credere che - stando alla logica keynesiana di cui parlava Alan Coddington, dove il flusso in entrata di risorse alimenta automaticamente, attraverso condutture, l'intero circuito economico - tutti i movimenti creditizi indotti da **immissione di liquidità** e denaro a basso costo siano sufficienti a garantire la giusta medicina ad un'economia da lungo tempo incapace di scegliere, quando invece sarebbe

5 ESRB (2021), *Lower for longer – macroprudential policy issues arising from the low interest rate environment*, Joint Task Force of ESRB Advisory Technical Committee (ATC), ESRB Advisory Scientific Committee (ASC), and ESCB Financial Stability Committee (FSC).

opportuno enfatizzare che il fine ultimo della liquidità stessa non è quello di tenere in vita tutti, ma chi è davvero funzionale alla **crescita economica**. E questo vale per il credito come vale anche per le imponenti misure di sostegno messe in campo in questi mesi che richiedono oggi, dopo la prima fase emergenziale, criteri più selettivi di mercato nell'individuare le imprese, i settori e le aree da raggiungere, anche grazie ad un'azione incentrata sul partenariato pubblico-privato capace di mettere al centro la selettività degli interventi in funzione della loro massima efficacia attesa.

Così come infatti esiste un debito buono⁶, esiste anche un credito buono che si prefigge di **impegnare** i redditi di famiglie e imprese, attuali e futuri, fornendo sostegno alle imprese più dinamiche ed innovative del tessuto produttivo italiano.

Solamente se rifletterà la crescita del PIL, della produttività e dell'occupazione, la liquidità immessa oggi da banche e banche centrali per garantire capacità di ripresa, sarà infatti compensata dal miglioramento strutturale del tessuto economico e da un rapido assorbimento della stessa da parte dell'economia reale, consentendoci in tal modo di non ereditare lo stesso destino del decennio scorso (Fig. 2).

FIGURA 2**Credito e PIL (tassi di crescita)**

var. su dati trimestrali% (2000-2019)

Fonte: elaborazioni su dati ISTAT e Banca d'Italia

La vera eredità della precedente crisi è stata d'altra parte quella di favorire imprese che si sono procurate nel tempo necessità di rifinanziamento che non erano in grado di ottenere, ma che hanno ricevuto proprio grazie al basso livello dei tassi che ha livellato il grado di rischio tra gli attori economici⁷, senza però riflettere direttamente la produttività: questa

6 Cfr. intervento di Draghi M., "Incertezza e responsabilità", *Meeting 2020 Special Edition*, agosto 2020. Come ricorda Mario Draghi, il debito pubblico "sarà sostenibile se continuerà cioè a essere sottoscritto in futuro, se utilizzato a fini produttivi (...). Se cioè sarà considerato 'debito buono' (...). I bassi tassi di interesse non sono di per sé garanzia di sostenibilità: la percezione della qualità del debito contratto è altrettanto importante".

7 Banerjee R., Hofmann B. (2020), *Corporate zombies: Anatomy and life cycle*, BIS Working Papers No 882, September 2020.

dinamica alla quale abbiamo nel tempo assistito è la chiave per comprendere lo stallo di un sistema creditizio che oggi non consente, di fatto, alle banche di incrementare l'offerta di credito.

In tal senso, le Considerazioni finali di Visco contengono un messaggio importante, proprio lì dove il Governatore sostiene che “l'intervento pubblico dovrà divenire più selettivo, concentrandosi nei settori che sconteranno ancora difficoltà legate alla crisi sanitaria e cercando di evitare di sussidiare imprese chiaramente prive di prospettive, pur garantendo il sostegno a chi è in esse occupato”. Messaggio cui il sistema economico-finanziario non può sfuggire e che chiama tutti – politica compresa - ad aprire una nuova fase caratterizzata dall'adozione di strumenti che non siano basati esclusivamente su una liquidità pletrica, bensì su logiche davvero **concorrenziali** che lascino spazio alle **opportunità ed ai meriti suggeriti dal mercato**.

Perché se il Covid-19 ha posto tutti di fronte a scelte difficili, la necessità di indirizzare risorse verso le imprese potenzialmente più sane e competitive⁸ - valutandone le prospettive con più rigore e fornendo loro un sistema finanziario più articolato, in un contesto che riavalori il ruolo del merito e che sia orientato verso una maggiore **selettività** anche nell'intervento pubblico - è al tempo stesso un'azione di coraggio e una lezione di conoscenza.⁹

Le opinioni e i contenuti riportati dall'autore in questo scritto sono strettamente personali.

8 ECB (2021), *Financial stability review*, May 2021.

9 Cfr. intervento di Draghi M. (2019), “Policy making, responsabilità e incertezza”, in occasione del conferimento della Laura honoris causa in Economia dell'Università Cattolica del Sacro Cuore, settembre 2019. “In questo contesto è più facile per il policy maker rispecchiare semplicemente quelli che egli reputa essere gli umori della pubblica opinione, sminuendo il valore della conoscenza, assumendo prospettive di breve respiro e obbedendo più all'istinto che alla ragione. Ma solitamente ciò non serve l'interesse pubblico” e ancora “La conoscenza non è però tutto. Una volta stabilito nella misura del possibile come stanno i fatti arriva il momento della decisione. Anche nel caso della politica economica, le azioni hanno sempre effetti collaterali e conseguenze indesiderate. Vi sono situazioni in cui anche le migliori analisi non danno quella certezza che rende una decisione facile: la tentazione di non decidere è frequente. È in questo momento che il policy maker deve far leva sul coraggio”.

Chi Siamo

L'Istituto Bruno Leoni (IBL), intitolato al grande giurista e filosofo torinese, nasce con l'ambizione di stimolare il dibattito pubblico, in Italia, promuovendo in modo puntuale e rigoroso un punto di vista autenticamente liberale. L'IBL intende studiare, promuovere e diffondere gli ideali del mercato, della proprietà privata, e della libertà di scambio. Attraverso la pubblicazione di libri (sia di taglio accademico, sia divulgativi), l'organizzazione di convegni, la diffusione di articoli sulla stampa nazionale e internazionale, l'elaborazione di brevi studi e briefing papers, l'IBL mira ad orientare il processo decisionale, ad informare al meglio la pubblica opinione, a crescere una nuova generazione di intellettuali e studiosi sensibili alle ragioni della libertà.

Cosa Vogliamo

La nostra filosofia è conosciuta sotto molte etichette: "liberale", "liberista", "individualista", "libertaria". I nomi non contano. Ciò che importa è che a orientare la nostra azione è la fedeltà a quello che Lord Acton ha definito "il fine politico supremo": la libertà individuale. In un'epoca nella quale i nemici della libertà sembrano acquistare nuovo vigore, l'IBL vuole promuovere le ragioni della libertà attraverso studi e ricerche puntuali e rigorosi, ma al contempo scevri da ogni tecnicismo.