

Marcello Messori (LUISS)
Risk outlook CONSOB, 5:
commento

Roma, 23 gennaio 2013

Struttura commento

Analisi accurata e ricca di informazione → non commento generale ma esame di tre punti:

1. Origine della divaricazione cicli economici fra Stati membri dell'EMU;
 2. Processo di stabilizzazione Debito pubblico(PD) / PIL in Italia;
 3. Valutazione delle banche italiane.
- Un punto rilevante trascurato:
composizione passività finanziarie delle nostre imprese non finanziarie → urgenza di sviluppare mercato *corporate bond* in Italia.

1. Divaricazione cicli all'interno EMU

- A p. 14 del *Risk Outlook* (RO), si ricorda che:
 - (a₁) dal 2011, divaricazione cicli fra Paesi 'centrali' e Paesi 'periferici' dell'EMU;
 - (a₂) sottostima impatto recessivo ← da politiche consolidamento fiscale e da contrazione credito bancario nei Paesi 'periferici'.
- A p. 19m del RO, si sostiene che:
 - (b) attenuazione squilibri nelle partite correnti dei Paesi 'periferici' dell'EMU ← recessione e miglioramento competitività.
- Problema: manca analisi dei nessi fra (a) e (b).

1. Divaricazione cicli all'interno EMU

- 1999-2007: cicli meno divergenti fra i diversi Paesi EMU ma *European imbalances* ← da:
 - sostegno domanda totale in Paesi 'periferici' e crescita *export led* di Paesi 'centrali' (D, N, ...) + movimenti compensativi di capitale da parte di istituzioni finanziarie e detentori ricchezza di Paesi 'centrali' (D, F, ...);
 - crisi finanziaria internazionale (2007-'09) rompe tale equilibrio = movimenti di capitale aggravano squilibri all'interno EMU anziché compensarli.

1. Divaricazione cicli all'interno EMU

- Spiegazione ovvia: aumento dell'avversione al rischio e *flight to quality*
- Analizzando i mercati nel 2012, RO offre chiave di lettura interessante (pp. 22-3):
diminuzione avversione al rischio (da spiegare)
↔ riduzione delle *European imbalances*.
- Commento:
approfondire il possibile *trade off* fra: riduzione *European imbalances* v/s convergenza cicli fra Paesi 'centrali' e 'periferici' dell'EMU.

2. Stabilizzazione PD/PIL in Italia

- Assunti RO (cfr. pp. 11 e 16):
 - stabilizzazione degli *spread* sui 'fondamentali' (grazie a OMT + ESM),
 - tassi di crescita ('reale') del PIL italiano = 1%,
 - tassi italiani di inflazione intorno al 2,5%,
 - altre ipotesi minori.
- Tesi RO:
PD/PIL = 60% entro 20 anni in Italia richiede ulteriori aumenti medi degli avanzi primari intorno allo 0,6%.
- Si potrebbero discutere questi assunti, fondati su efficacia OMT + ESM fino a giugno 2014.
Qui discuto solo avanzi primari richiesti per soddisfare *Six Pack/Fiscal Compact* =
non livello medio eccedente l'attuale avanzo primario ma dinamica differenziata avanzi primari nel tempo.

2. Stabilizzazione PD/PIL in Italia

Six Pack e Fiscal compact → due vincoli:

- pareggio bilancio;
- riduzione annua $1/20$ di $(DP/PIL)_{ACTUAL} - 60\%$.

Previsioni CER → indifferenza fra i due vincoli se tasso di crescita annuo del Pil nominale = 3,5%.

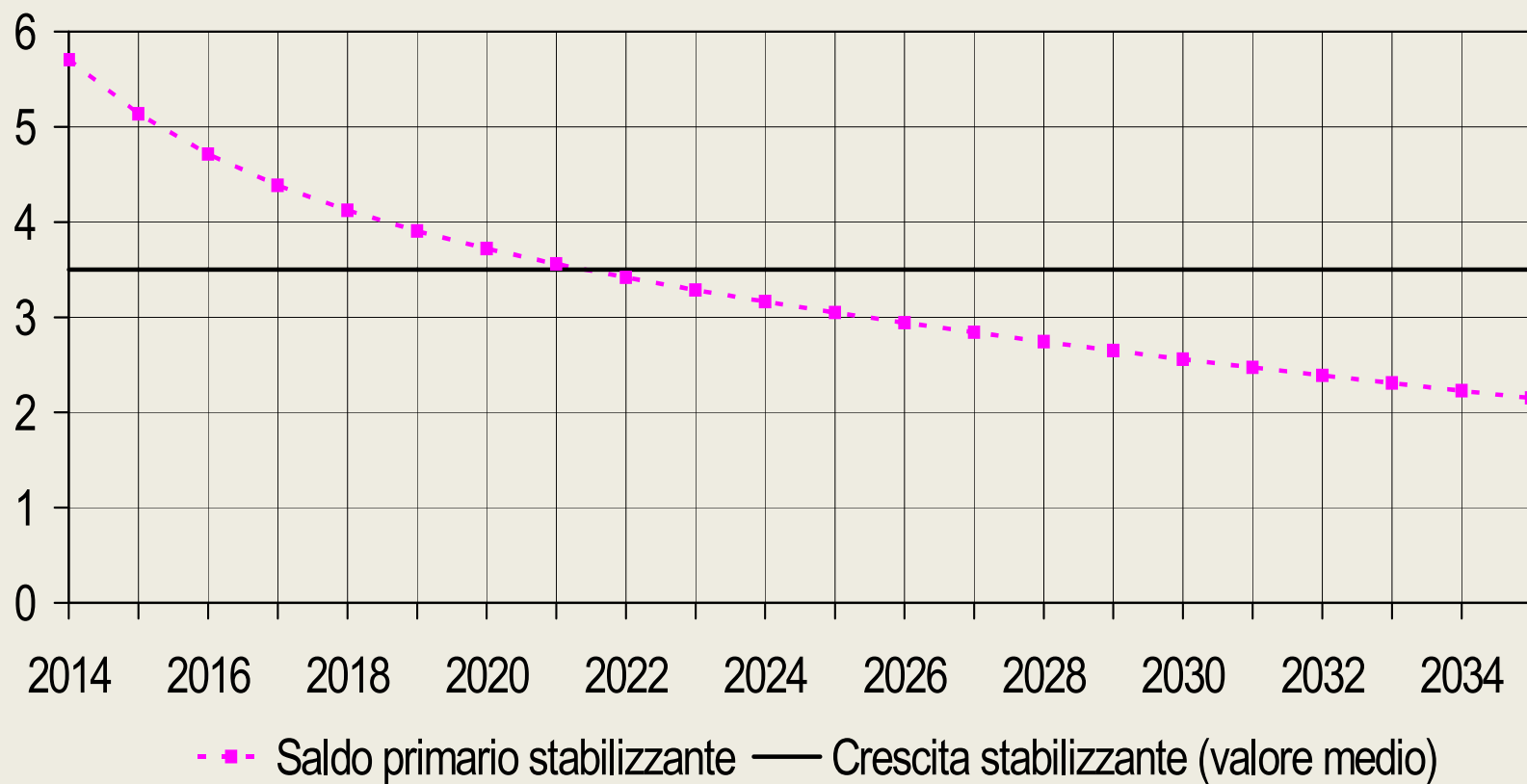
Date ipotesi ripristino *spread* a valori pre-luglio 2011, è richiesto saldo primario decrescente:

fino al 2020, > tasso nominale di crescita PIL;

fino al 2025, > 3%;

fine periodo (2033), prossimo al 2%.

2. Vincolo *Six Pack* - *Fiscal compact*



Fonte: elaborazioni CER

2. Stabilizzazione PD/PIL in Italia

- Questo andamento avanzo primario → DP/PIL = 60% nel 2033 (cfr. grafico successivo).

Negli ultimi 20 anni in Italia, il saldo primario è stato:

> tasso di crescita nominale PIL solo in 8 anni;

> 3% solo in 6 anni;

< 2% in 8 anni.

Dunque: vincolo molto stringente sul saldo primario.

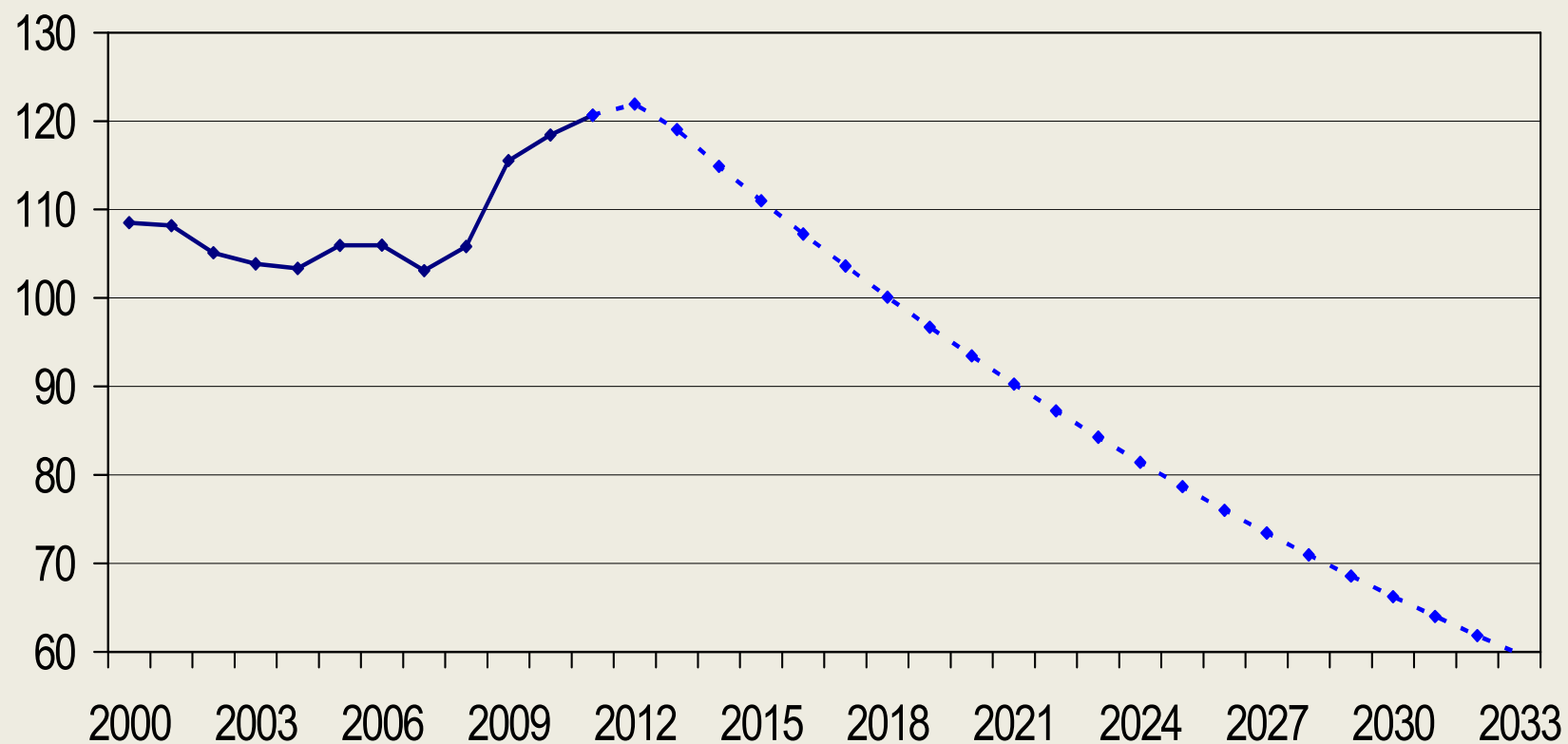
Tasso di crescita nominale del PIL > 3,5%:

in 6 anni dall'introduzione dell'euro; ultimo caso, 2008.

Vincolo stringente anche sul tasso di crescita.

Potenziale di crescita dell'economia italiana va portato dall'attuale 1% allo 1,5%.

2. Six Pack - Fiscal compact: rapporto debito pubblico/PIL



Fonte: fino al 2011 Istat, dal 2012 CER, Rapporto 4/2011

3. Andamento banche italiane

Valutazione RO delle principali banche italiane quotate in confronto a quelle dei cinque maggiori Paesi EU = molto positiva per il 2012 (settembre) specie se rapportata al 2011:

- Utile lordo/NWRA = il più elevato
Utile lordo/WRA = in media;
- Efficienza operativa = in miglioramento e fra le più elevate;
- Rapporto di *leverage* = il più basso;
- Tasso di copertura delle sofferenze = fra i più alti (60%; nonostante il max tasso di sofferenze).

3. Andamento banche italiane

- Principali banche italiane = due soli problemi nel 2012:
 - insieme a quelle spagnole, fanno registrare tassi negativi di crescita degli impieghi;
 - adottano più stringenti criteri di selezione e di prezzo nei confronti dei mutuatari.
- Inoltre, banche italiane mantengono la propria specializzazione, il connesso *funding gap*, la forte dipendenza da emissioni obbligazionarie (peraltro in diminuzione nel 2012).

3. Andamento banche italiane

- Prime evidenze empiriche elaborazioni CER = quadro molto meno ottimistico:
 - modesto recupero di redditività ← fattori congiunturali e irripetibili (*mark to market* sui titoli debito pubblico + operaz. straordinarie);
 - dinamica dei crediti deteriorati ancora più grave di quella (già pesante) delle sofferenze;
 - sottovalutazione necessità accantonamenti e rettifiche di valore.

3. Andamento banche italiane

- Conseguenza del mio commento:
necessario evitare che la bassa redditività e il peso dei crediti deteriorati delle banche italiane
→ nel lungo periodo *credit crunch* e conseguente vincolo stringente alla crescita macroeconomica del Paese.
- Due possibili vie di uscita in Italia:
 - riattivazione mercato delle cartolarizzazioni (ma regolamentato);
 - riduzione dipendenza imprese non finanziarie dai prestiti bancari mediante estensione mercato dei *corporate bond*.