

CASMEF Working Paper Series

LA TRASMISSIONE DELLA POLITICA MONETARIA UNICA E GLI EFFETTI SULLE
BANCHE LOCALI

Giorgio Di Giorgio, Guido Traficante

Working Paper No. 5
April 2013

Arcelli Centre for Monetary and Financial Studies
Department of Economics and Business
LUISS Guido Carli
Viale Romania 32, 00197, Rome -- Italy
<http://casmef.luiss.edu>

© Giorgio Di Giorgio, Guido Traficante. The aim of the series is to diffuse the research conducted by CASMEF Fellows. The series accepts external contributions whose topics are related to the research fields of the Center. The views expressed in the articles are those of the authors and cannot be attributed to CASMEF.

La trasmissione della politica monetaria unica e gli effetti sulle banche locali[^]

Giorgio Di Giorgio* e Guido Traficante**

[^] Versione preliminare, si prega di non citare senza consultare gli autori. La ricerca è stata elaborata nell'ambito di una collaborazione tra il CASMEF della LUISS Guido Carli e FEDERLUS, la Federazione delle banche di credito cooperativo di Lazio, Umbria e Sardegna

*Università LUISS Guido Carli e CASMEF: gdg@luiss.it

**Università Europea di Roma e CASMEF: guido.traficante@unier.it

Introduzione

La banca centrale europea (BCE), dal 1 gennaio 1999, gestisce la politica monetaria unica dei paesi che hanno aderito alla terza fase del progetto di integrazione monetaria in Europa disegnato dal rapporto Delors del 1989. La BCE costituisce il perno di un sistema federale (l'Eurosistema) cui partecipano le banche centrali nazionali, oggi, di 17 paesi dell'Unione Europea. Seppure preparato con attenzione, il passaggio da politiche monetarie individuali a una politica unica ed accentrata, ha ovviamente determinato un'evoluzione rilevante nel funzionamento dei mercati interbancari, dei settori del credito e dell'intero sistema finanziario europeo, potenzialmente significativa anche ai fini di modificare il meccanismo di trasmissione degli impulsi di politica monetaria alle principali variabili economiche, finanziarie e reali.

In questo lavoro, vogliamo appunto indagare gli effetti della politica monetaria unica sul settore bancario dell'area euro, distinguendo tra la dinamica dell'intero settore bancario e quella delle banche locali. Il cuore dell'analisi sarà quindi dedicato ad uno studio empirico sulle principali dinamiche macroeconomiche innescate da impulsi esogeni di politica monetaria, per verificare se l'introduzione dell'euro e il passaggio di responsabilità ad una nuova banca centrale hanno avuto effetti rilevanti sui diversi canali di trasmissione attivi nei paesi membri, anche in relazione ai paventati possibili effetti eterogenei ed asimmetrici della politica monetaria stessa.

L'organizzazione del lavoro è la seguente. Nel primo paragrafo, analizziamo i diversi possibili canali di trasmissione attivi in un sistema economico moderno, così come identificati nella più recente letteratura economica, e tentiamo anche di ipotizzarne la maggiore o minore rilevanza teorica in corrispondenza di diversi assetti regolatori, finanziari e strutturali. Dopo una breve disamina, nel paragrafo 2, sull'evidenza empirica disponibile in merito ai meccanismi di trasmissione della politica monetaria nell'area dell'Euro, si propone nel paragrafo 3 un modello aggregato, basato sulla metodologia di stima dei modelli vettoriali autoregressivi strutturali, uno strumento ampiamente utilizzato nella letteratura accademica per evidenziare le risposte dinamiche di un numero limitato di variabili a shock esogeni di politica monetaria. Nello stesso paragrafo, vengono esaminate le dinamiche indotte sul credito bancario nei maggiori paesi europei da un medesimo impulso di policy, cercando di identificare distinti canali di trasmissione della politica monetaria. Prima delle conclusioni, nel paragrafo 4 si analizza brevemente la performance di un campione di banche cooperative (appartenenti alla Federazione locale di Lazio, Umbria e Sardegna) durante la recente crisi finanziaria, confrontandola con i risultati del sistema bancario nazionale e provando a suggerire alcune possibili strategie per affrontare le prossime sfide competitive.

1. Il canale del credito bancario e la sua relazione con gli altri canali di trasmissione

Analizzare l'insieme di meccanismi attraverso i quali gli impulsi di politica monetaria seguenti la manovra di uno degli strumenti a disposizione della banca centrale si trasmettono all'economia reale, inducendo reazioni nei comportamenti dei singoli agenti, nei mercati finanziari fino e nella dinamica delle principali variabili macroeconomiche aggregate costituisce uno dei capitoli più affascinanti della disciplina dell'economia monetaria. Ovviamente, la trasmissione richiederà un determinato intervallo temporale per produrre degli effetti; sia questo intervallo di tempo che l'intensità degli effetti stessi dipendono criticamente da un insieme di fattori rilevanti, quali il funzionamento e la struttura del sistema produttivo e del mercato del lavoro, il grado di apertura agli scambi con l'estero e la struttura finanziaria del paese, in particolare l'importanza relativa dei mercati rispetto agli intermediari finanziari. A sua volta, la struttura finanziaria di

un paese è il risultato di un insieme di fattori storico-istituzionali, poiché riflette in buona parte la struttura giuridica adottata, la forma di governo ed i meccanismi procedurali di decisione politica, le tradizioni culturali. Esistono diverse teorie o “approcci” per spiegare il meccanismo di propagazione degli impulsi di politica monetaria all’economia reale. In origine, tali teorie riflettevano anche il ruolo considerato prevalente svolto dalla moneta nell’economia, quello di essere mezzo di pagamento e/o riserva di valore. Ognuno dei vari approcci enfatizza infatti in misura maggiore l’operare di uno o più dei diversi “canali” di trasmissione della politica monetaria che sono stati individuati. Ad esempio i primi keynesiani enfatizzano il canale dei tassi di interesse e, in economia aperta, del tasso di cambio; i monetaristi il canale associato alla variazione dei prezzi delle attività finanziarie ed ai possibili effetti ricchezza; i fautori delle asimmetrie informative, il canale creditizio. Nuovi canali di trasmissione sono stati individuati recentemente considerando gli effetti dell’innovazione finanziaria, della crisi e della risposta regolamentare. Attraverso lo studio del meccanismo di trasmissione della politica monetaria si cerca di razionalizzare i “fatti stilizzati”, in termini di risposte macroeconomiche dinamiche, che è possibile associare a impulsi “esogeni” di politica monetaria, almeno fino allo scoppio della crisi finanziaria, in numerosi paesi industrializzati. Tali fatti possono così sintetizzarsi: a seguito di un aumento improvviso esogeno del tasso a breve, lo stesso tende gradualmente a ridursi e tornare al livello precedente in media nell’arco di 9-12 mesi; l’output reagisce prima dei prezzi; tuttavia, l’effetto sull’output è anche esso transitorio, mentre quello sui prezzi più duraturo; inizialmente è la domanda aggregata a diminuire, prima dell’output, il che implica un aumento delle scorte nel breve periodo a seguito della restrizione monetaria; tra le componenti della domanda, le più reattive sia da un punto di vista temporale che quantitativo sono gli investimenti in abitazioni e i consumi di beni durevoli mentre la componente che reagisce di meno e con maggiore ritardo è quella degli investimenti fissi aziendali. Questa evidenza, infatti, richiede necessariamente di superare i semplici schemi interpretativi keynesiani basati esclusivamente sugli effetti indotti dalla variazione dei tassi di interesse, pur mantenendo un ruolo importante a questo meccanismo. In questo paragrafo, forniamo una breve ed intuitiva spiegazione del canale del credito bancario, che sarà poi oggetto della nostra analisi empirica, mettendolo in relazione con dei canali “concorrenti” di trasmissione che sono operanti a seconda della struttura macroeconomica, produttiva, finanziaria ed istituzionale del paese.

Per illustrare il funzionamento del canale del credito bancario, ipotizziamo che ci sia una politica monetaria restrittiva, tenendo conto che le conclusioni che si derivano nel caso di un’espansione monetaria sono simmetriche. La restrizione monetaria dovuta alla vendita di titoli sul mercato aperto contro moneta (riserve del settore bancario), attraverso l’incremento dei tassi di interesse riduce le passività delle banche (in particolare i depositi) e richiede necessariamente un aggiustamento anche dal lato delle attività, a meno che il settore bancario sia in grado di sterilizzare la restrizione espandendo la raccolta non soggetta ad obblighi di riserva. Se ciò non avviene, le banche devono contrarre i prestiti all’economia (a meno che non compensino la riduzione nelle passività esclusivamente vendendo titoli in portafoglio) e questo deprime gli investimenti, i consumi ed il reddito. Si noti che l’effetto è tanto più rilevante quanto più esistono nell’economia soggetti che sono “bank dependent” in relazione all’approvvigionamento dei finanziamenti necessari ad operare, ad esempio laddove il sistema produttivo è costituito in prevalenza da piccole e medie imprese cui è inibito il ricorso al mercato pubblico dei capitali. A tal proposito, canali di trasmissione *concorrenti* sono rispettivamente il canale creditizio finanziario ed il canale dei prezzi delle attività finanziarie.

Il canale creditizio finanziario spiega che l’aumento dei tassi indotto da una politica restrittiva può indurre due effetti rilevanti per il finanziamento delle imprese. Da una parte, riduce il valore delle azioni per le aziende quotate; si riduce quindi la garanzia per i finanziatori esterni associata alla partecipazione dei proprietari, con capitale di rischio, ai progetti imprenditoriali. Il costo del finanziamento esterno incorpora quindi un premio per il rischio maggiore, che richiede un ulteriore aumento del costo del finanziamento. D’altra parte, oneri finanziari maggiori peggiorano i cash flows aziendali per tutte le imprese, riducendo la disponibilità di finanza interna a più buon mercato e facendo aumentare la rischiosità degli investimenti per i finanziatori esterni: questi richiedono tassi ancora più elevati. I problemi di asimmetria informativa ed i

relativi costi di agenzia inducono quindi effetti depressivi addizionali sugli investimenti aziendali, e per questa via sulla domanda aggregata e il reddito.

Il canale dei prezzi delle attività finanziarie mostra che l'aumento dei tassi di interesse indotto dalla restrizione monetaria può indurre una modifica delle preferenze dei risparmiatori e incentivarne la migrazione dal mercato azionario a quello obbligazionario. In questo caso, il prezzo medio delle azioni scende. Gli aggiustamenti sul mercato azionario sono in grado di indurre due ulteriori effetti: da una parte, implicano una riduzione del valore totale della ricchezza (inizialmente non alterato da una semplice operazione pronti contro termine della banca centrale) che può influire negativamente sui consumi; dall'altra, riducono in media il valore della variabile "q" di Tobin, data dal rapporto tra capitalizzazione di mercato e costo di *replacement* del capitale, deprimendo gli investimenti.

La disponibilità dei prestiti bancari, e non solo il loro costo, gioca dunque un ruolo indipendente ed importante nella trasmissione degli impulsi di policy. La considerazione di questo canale ha inoltre consentito di acquisire una più solida consapevolezza dell'importanza di valutare con attenzione non solo gli effetti aggregati, ma anche quelli possibilmente eterogenei a livello settoriale, regionale o di dimensione aziendale di una manovra di politica monetaria. Proprio la possibilità di una distribuzione "asimmetrica" a livello geografico degli impulsi della politica monetaria unica della BCE è stata considerata una possibile fonte di tensione all'interno dell'UEM, date le plausibili differenze riscontrabili nella struttura legale, finanziaria, del mercato dei prodotti e del lavoro dei paesi membri, e le implicazioni di tali differenze sulla velocità e l'intensità del meccanismo di trasmissione.

Vale la pena di sottolineare il ruolo svolto dall'innovazione finanziaria, in particolare dal processo di cartolarizzazione, sul canale creditizio bancario. La possibilità di emettere titoli a reddito fisso a fronte di un insieme di prestiti bancari, e di usare tale fonte per espandere la raccolta, ha sicuramente ridotto l'incidenza dei depositi stessi come vincolo all'erogazione di prestiti. A ciò si aggiunga l'opportunità di trasferire il rischio attraverso derivati creditizi come i credit default swap, che aiutano a alleggerire i vincoli di patrimonio, e risulta evidente che l'innovazione finanziaria tende, in condizioni normali, a rendere meno efficace il canale del credito bancario. Il discorso vale ovviamente in maniera inversa nelle fasi di "financial repression".

Recentemente, la crisi finanziaria, nata originariamente come crisi del mercato immobiliare, ha messo in luce un altro meccanismo di trasmissione rilevante e in relazione con il canale creditizio bancario. La restrizione monetaria, infatti, comporta un aumento del tasso di *policy* che si riflette anche in un aumento del tasso applicato ai mutui immobiliari, immediato e contestuale in tutte le operazioni se ci si trova in un sistema con ampia diffusione della tipologia di mutui a tasso variabile, come era ad esempio quello americano nel periodo pre-crisi. Tale aumento del costo del finanziamento si traduce in un aumento del costo complessivo dell'investimento e comporta una riduzione della domanda di *housing*. Un calo della domanda si riflette in una riduzione dei prezzi delle case che si propaga in un duplice modo nell'economia: a) per l'effetto ricchezza e della "q" di Tobin, tali riduzioni inducono un calo dei consumi e degli investimenti da parte del settore privato e si riflettono in una riduzione dell'*output*; b) per l'effetto collegato all'acceleratore finanziario, esso implica una riduzione del valore dell'immobile come garanzia collaterale e quindi tende a ridurre l'offerta di credito e la domanda di investimenti residenziali (e non solo).

Prima di analizzare l'evidenza empirica disponibile sulla trasmissione della politica monetaria unica nell'area euro, accenniamo brevemente alle implicazioni, in tema di trasmissione della politica monetaria, derivanti dalla normativa sulla vigilanza bancaria e da due nuovi potenziali canali che sono stati identificati nella letteratura più recente. In primo luogo, è stato sottolineato come le risorse patrimoniali delle banche possano, soprattutto in fasi congiunturali sfavorevoli, influenzare in modo rilevante l'offerta di prestiti all'economia reale. L'argomento si basa sul fatto che banche con una dotazione maggiore di patrimonio hanno più facile accesso al mercato finanziario e possono quindi concedere credito alle imprese in misura maggiore. Viceversa, banche sottocapitalizzate devono finanziarsi a costi più elevati e questo può limitare la

loro azione sul mercato del credito. Poiché i requisiti patrimoniali sono direttamente influenzati dalle scelte in tema di regolamentazione e vigilanza bancaria, questo implica un collegamento con la trasmissione della politica monetaria. In secondo luogo, il canale creditizio di trasmissione, è integrato anche dal riconoscimento che la politica monetaria può influenzare gli incentivi delle banche ad assumere rischi nella concessione dei prestiti. Il cosiddetto *risk taking channel* evidenzia che bassi tassi di interesse aumentano il valore delle garanzie fornite alla banca a fronte del prestito erogato. Se si ritiene probabile un aumento nel tempo dei valori delle attività sottostanti, questo induce un aumento della propensione delle banche all'assunzione di rischi di credito. Inoltre, le banche saranno incentivate a spostarsi verso attività più rischiose in presenza di tassi di interesse bassi. Il combinato disposto potrebbe riflettersi in un allentamento dei criteri per l'erogazione dei prestiti e in una offerta anche eccessiva degli stessi. La valutazione complessiva dell'operare di tutti questi effetti non è banale. Alcune evidenze per l'area dell'euro suggeriscono tuttavia che nella prima decade del nuovo millennio, il possibile indebolirsi del canale creditizio di trasmissione degli impulsi di politica monetaria dovuto all'innovazione finanziaria e alla cartolarizzazione sia in realtà stato compensato da un suo rafforzamento indotto dall'inasprirsi progressivo dei requisiti di capitalizzazione bancaria connessi alla disciplina di Basilea 2.

2. L'Evidenza empirica sulla trasmissione della politica monetaria unica

Una delle principali preoccupazioni, prima dell'avvio dell'UEM, riguardava il possibile diverso operare dei meccanismi di trasmissione della politica monetaria nei diversi paesi dell'Unione Europea, e se ciò potesse generare effetti asimmetrici sulle economie reali a seguito dello stesso impulso monetario. I risultati di alcune indagini effettuate prima dell'introduzione dell'euro sembravano tuttavia evidenziare meccanismi di trasmissione simili, seppure non completamente omogenei, nei diversi paesi interessati all'adesione alla valuta unica. Per ciò che atteneva al funzionamento dei sistemi finanziari, si sottolineava il carattere banco-centrico della maggior parte dei sistemi europei. La distinzione tra sistemi finanziari in cui prevalgono gli intermediari, in particolar modo le banche, e sistemi in cui la concessione di credito avviene prevalentemente sui mercati finanziari (come nei paesi anglosassoni) è molto rilevante per lo studio dei meccanismi di trasmissione della politica monetaria, se si ammette l'ipotesi che per i prenditori di fondi non sia del tutto indifferente la fonte di finanziamento. Nei sistemi "banco-centrici" sembra, infatti, operante una maggiore ripartizione intertemporale dei rischi tra banche ed imprese, rispetto ai sistemi orientati al mercato. In sostanza, data l'esistenza di relazioni di lungo periodo tra banca ed impresa, soprattutto nei mercati "locali" del credito, gli intermediari sarebbero più inclini ad assorbire inizialmente, piuttosto che trasferire sulla clientela, parte dei costi di una manovra restrittiva di politica monetaria, perseguendo obiettivi di massimizzazione intertemporale del profitto. Ciò implica l'utilizzo di politiche di tassi sui crediti maggiori di quelli di equilibrio nei periodi in cui la politica monetaria è espansiva, ma minori nelle fasi restrittive. La volatilità degli oneri finanziari per le imprese che operano in sistemi economici la cui struttura finanziaria è orientata agli intermediari risulterebbe di conseguenza minore. Ciò risultava anche da studi che calcolavano l'intensità della trasmissione sui tassi attivi bancari di variazioni nei tassi di policy, più contenuta e lenta in Francia, Germania e Italia, rispetto ai paesi anglosassoni.

A prescindere da questa distinzione "sistemica", la trasmissione della politica monetaria dipende da numerosi altri fattori. Ad esempio, nei paesi in cui le famiglie detengono attività finanziarie i cui rendimenti reagiscono velocemente alla variazione dei tassi di policy, come in Italia, in Olanda ed in Belgio, una politica monetaria espansiva (restrittiva) produce effetti attenuati data la presenza di un effetto reddito negativo (positivo) sulle famiglie dovuto al minor reddito da interessi. Analogamente, anche la dimensione e la scadenza temporale dell'indebitamento delle imprese sono rilevanti. In paesi dove l'incidenza

dell'indebitamento a breve termine od a tasso variabile è notevole, una restrizione monetaria si trasmette più rapidamente sul consumo e sugli investimenti.

Una restrizione monetaria, se ritenuta credibile dagli operatori, potrebbe anche indurre, a fronte di un aumento del tasso a breve, una riduzione dei tassi a lunga per l'effetto positivo sulle aspettative di inflazione futura. In questo caso, la struttura delle passività finanziarie delle imprese è fondamentale: i paesi le cui imprese sono fortemente indebitate a breve sono i soli ad essere penalizzati dalla manovra restrittiva. Infine, occorre rilevare che i contratti di debito possono o meno includere garanzie a favore del creditore. Nei paesi in cui la quota di crediti accordati con garanzie accessorie è maggiore, una restrizione monetaria, riducendo il valore di mercato delle garanzie stesse (soprattutto nel caso di beni immobili), potrebbe indurre una maggiore contrazione della domanda aggregata. Anche sotto questo aspetto, era possibile evidenziare una composizione omogenea dei paesi dell'area dell'euro, rispetto ai paesi nordici ed al Regno Unito.

Differenze rilevanti sul meccanismo di trasmissione possono dipendere anche dalla struttura produttiva e dal funzionamento del mercato del lavoro. La grandezza media delle imprese, ad esempio, consente di trarre un'indicazione sul potere contrattuale e sulla visibilità di cui le imprese stesse godono sul mercato, e di intuirne la dimensione del volume d'affari, il grado di diversificazione delle attività operative in essere e l'autonomia finanziaria interna. Le piccole imprese sono considerate più rischiose delle grandi, a seguito di ciò devono sopportare tassi passivi più elevati e talvolta situazioni di vero e proprio contingentamento delle linee di fido; la concessione dei finanziamenti è inoltre sempre strettamente legata alla disponibilità di garanzie reali. Secondo i dati della Commissione Europea, in Italia ed in Spagna appare prevalente un modello di piccole e medie imprese, mentre la Germania ha una presenza più rilevante di entità produttive di dimensioni maggiori, ed in Francia (e in Olanda) spicca una relativa concentrazione a favore della dimensione media.

La rapidità degli aggiustamenti indotti dipende anche dalla tutela giuridica presente sul mercato del lavoro. Le norme che regolano le assunzioni ed i licenziamenti, così come i processi che stabiliscono i livelli retributivi, forniscono un indicatore della possibile diversità nella reattività dei prezzi (e dei salari) ad interventi monetari. Un confronto basato su una variabile sintetica di protezione dell'occupazione costruita dall'OECD mostrava (alla fine dello scorso millennio) una tutela dei lavoratori decisamente più incisiva nell'area continentale rispetto al Regno Unito, dove il mercato del lavoro ha una flessibilità più accentuata. I maggiori paesi aderenti all'Unione Monetaria sembravano invece tutti condividere un unico modello occupazionale, con una (parziale) eccezione rappresentata dall'Olanda.

Il meccanismo di trasmissione della politica monetaria è stato oggetto di studi empirici, relativi all'esperienza storica di diversi paesi, effettuati con metodologie sostanzialmente riconducibili a due classi di modelli econometrici: modelli quasi puramente statistici centrati sullo studio delle relazioni tra serie storiche di un numero limitato di variabili (modelli VAR) e modelli strutturali delle singole economie (tipicamente elaborati dalle banche centrali dei diversi paesi).

L'evidenza empirica ricavabile da semplici modelli VAR è caratterizzata da una risposta, abbastanza omogenea, di tipo "*hump shaped*" dell'output ad una contrazione di politica monetaria, che si manifesta a partire dai 2-4 trimestri successivi, ha un picco dopo 6-8 trimestri ed infine si smorza gradualmente. D'altra parte questi modelli, con poche eccezioni, non consentono di osservare l'andamento di una numerosa serie di variabili rilevanti per il meccanismo di trasmissione della politica monetaria (quali i consumi privati, gli investimenti, diverse variabili sia di prezzo che di quantità relative al funzionamento del settore bancario). Il motivo è che lo studio delle relazioni contemporanee e ritardate tra un numero elevato di variabili è fortemente vincolato dai dati a disposizione e dalla "stabilità strutturale" del periodo di tempo analizzato.

Tali lacune sono colmate dall'analisi dei risultati ottenuti stimando modelli strutturali relativi a singoli paesi, dove è possibile studiare la reazione di un gran numero di variabili ad uno shock di politica monetaria, pur mancando ovviamente una omogeneità modellistica tale da far emergere nitidamente che le

diverse risposte siano il frutto di un diverso meccanismo di trasmissione piuttosto che di una differente struttura analitico-modellistica. Tanto per fare un esempio, in alcuni paesi il tasso di cambio veniva inserito come variabile esogena, mentre in altri era ritenuto endogeno e la sua variazione poteva innescare canali aggiuntivi di trasmissione degli impulsi monetari. Con questi *caveat*, l'evidenza empirica disponibile relativa al periodo pre-UME sembrava sottolineare il ruolo principale svolto dal tasso di interesse e dal cambio nella trasmissione degli impulsi monetari nei paesi dell'area dell'euro¹.

Seppure alcune differenze nella trasmissione della politica monetaria a livello dei singoli paesi emergevano dalla stima dei modelli strutturali delle banche centrali, il messaggio generale che se ne poteva derivare era abbastanza rassicurante, non venendo evidenziate eccessive eterogeneità tra i paesi candidati ad entrare nell'UME.

Un recente studio della BCE, riportato sul Bollettino mensile di maggio 2010, esamina come l'introduzione dell'Euro, a distanza di dieci anni dalla partenza del progetto dell'UME, abbia modificato la trasmissione della politica monetaria nell'area euro².

Lo studio sottolinea, in primo luogo, come si sia ridotta la vischiosità dei salari reali nell'area, probabilmente a seguito di riforme del mercato del lavoro e del processo di globalizzazione, e come gli stessi mostrino ora una variazione positiva a seguito di politiche monetarie espansive (mentre rimangono relativamente rigidi verso il basso). Un minor grado di rigidità salariale rende la politica monetaria più efficace, in quanto una maggiore rapidità di trasmissione ai prezzi implica oscillazioni ridotte nell'attività economica.

Si osserva, in secondo luogo, che l'introduzione dell'euro ha trasformato strutturalmente l'area. Da un lato, l'eliminazione del rischio di cambio ha aumentato scambi commerciali e transazioni finanziarie cross-border, rendendo al contempo più omogeneo tra i diversi paesi il peso del canale del cambio nella trasmissione della politica monetaria (in relazione al commercio verso paesi esterni all'area). Dall'altro, la credibilità dell'impegno alla stabilizzazione dei prezzi da parte della BCE ha reso più piatta la curva di Phillips, indebolendo la relazione tra inflazione e output gap. Un ruolo determinante è stato svolto dall'ancoraggio delle aspettative di inflazione.

In aggregato, la risposta di output e inflazione ad uno shock restrittivo di politica monetaria, non sembra aver osservato, rispetto a prima dell'introduzione dell'euro, modifiche significative quando viene simulata per mezzo di modelli VAR. L'impatto continua ad essere di tipo hump – shaped sull'output, la cui riduzione dopo 4-5 trimestri sembra solo di poco inferiore rispetto alle simulazioni degli anni 90. La risposta dell'inflazione sembrerebbe più rapida, ma i risultati dei test statistici rilevano che queste differenze non sono particolarmente robuste. L'evidenza fornita dai modelli strutturali suggerisce differenze più rilevanti, ma è ottenuta con modelli diversi, e quindi difficili da confrontare. In conclusione, è probabilmente corretto riconoscere una evidenza ancora ambigua circa le variazioni indotte dall'introduzione dell'euro in merito alla trasmissione della politica monetaria.

Nel paragrafo seguente, utilizzeremo la metodologia VAR per valutare, in particolare, segnali di un diverso funzionamento del canale creditizio di trasmissione della politica monetaria nei maggiori paesi dell'area dell'euro, e, all'interno dello stesso, eventuali risposte eterogenee di diverse categorie di banche agli impulsi di policy.

¹ Si vedano i contributi di De Arcangelis e Di Giorgio (2001 e 2006).

² Un altro contributo relativo alla trasmissione della politica monetaria unica nell'area euro è quelli di Bonci (2010).

3. L'eterogeneità nella trasmissione degli effetti di politica monetaria attraverso il sistema bancario

Per analizzare gli effetti della politica monetaria, la metodologia più utilizzata è quella dei modelli VAR (*vector autoregressive*) strutturali, che consente di simulare la risposta dinamica di un numero limitato di variabili ad uno shock di politica monetaria sulla base dei parametri stimati di un modello il più possibile a-teorico, seppure esplicitamente limitato all'analisi di poche variabili macroeconomiche³. Per shock si intende un disturbo puramente statistico, indipendente dal set informativo sulla cui base vengono prese le decisioni di politica monetaria⁴.

Prima di analizzare gli effetti di politica monetaria sui prestiti concessi in Italia, Francia e Germania, presentiamo una stima di un modello VAR con 4 variabili endogene con dati trimestrali riferiti all'area euro nel periodo primo trimestre 1999 – terzo trimestre 2011. Indichiamo con $Y_t = (p_t, y_t, m_t, i_t)$ il vettore delle variabili endogene dove, rispettivamente, p_t è l'indice armonizzato dei prezzi al consumo, y_t il prodotto interno lordo, m_t l'aggregato monetario M3, che è utilizzato nell'analisi monetaria dalla BCE, i_t il tasso d'interesse Euribor a 3 mesi, scelto come tasso d'interesse di breve periodo. Tutte le variabili, eccetto il tasso di interesse, sono espresse in logaritmi e sono aggiustate stagionalmente.

Gli shocks di politica monetaria sono identificati attraverso una decomposizione di Cholesky, con le variabili messe in ordine dalla più esogena alla più endogena. Questo schema di identificazione implica che lo shock di politica monetaria può avere solo un impatto ritardato sulle altre variabili incluse nel modello. Per determinare l'ordine di ritardo del VAR abbiamo utilizzato test standard sul rapporto di verosimiglianza.

La figura 1 mostra le funzioni di risposta ad impulso a seguito di uno shock di politica monetaria (linee azzurre intere, le linee rosse tratteggiate si riferiscono all'intervallo di confidenza del 95%)⁵. Osserviamo che uno shock di politica monetaria determina un effetto di tipo hump – shaped sull'output, che subisce una riduzione persistente e che continua ad essere statisticamente significativa anche dopo che lo shock di politica monetaria tende ad esaurirsi. Così come per l'output, l'effetto sui prezzi è quello atteso dalla teoria, con una diminuzione non immediata ma persistente. La figura mostra anche che la risposta di M3 non è statisticamente significativa: ricordiamo che M3 costituisce l'aggregato monetario scelto dalla BCE nell'analisi monetaria come indicatore anticipatore della dinamica dei prezzi.

Dopo aver presentato i risultati di un VAR a 4 variabili, consideriamo cosa succede ai prestiti concessi dalle istituzioni finanziarie monetarie in Italia, Germania e Francia. Intendiamo analizzare qual è l'effetto della politica monetaria unica nell'area dell'euro sul mercato del credito nei tre paesi. Per far ciò, considereremo nuovamente dei modelli VAR ed analizzeremo la funzione di risposta ad impulso a seguito di uno shock monetario. I dati si riferiscono allo stesso periodo analizzato in precedenza⁶.

Il primo modello che analizziamo per l'Italia è un VAR composto dal PIL, i prestiti totali delle banche ed il tasso euribor, scelto nuovamente come tasso di policy. Quello che osserviamo nella Figura 2 a seguito di una stretta monetaria è che un aumento del tasso euribor porta ad una diminuzione del Pil (non immediata, ma dopo 4 trimestri), mentre i prestiti inizialmente aumentano in maniera statisticamente

³ Per una esposizione completa della metodologia VAR, si veda Di Giorgio (2013).

⁴ L'interpretazione degli shocks di politica monetaria segue la metodologia di Christiano, Eichenbaum e Evans (1998) e partono dalla funzione di reazione della banca centrale. Tale funzione è costruita sull'ipotesi che una parte significativa delle azioni della banca centrale riflette risposte sistematiche dei policy makers a variazioni nello stato dell'economia. Le scelte di politica monetaria che non possono essere interpretate in tal senso, costituiscono la nozione di "shock esogeno" di politica monetaria.

⁵ Tutte le impulse response functions sono state derivate ipotizzando uno shock di entità pari alla deviazione standard.

⁶ Brei et al. (2011) e Gambacorta e Marqués-Ibañez (2011) analizzano il canale creditizio bancario negli anni della crisi.

significativa per i primi 3 trimestri, per poi perdere di significatività anche quando, coerentemente con la teoria, i prestiti diminuiscono. Il Pil mostra l'andamento "a gobba" tipico di una contrazione della politica monetaria, mentre è più difficile interpretare l'andamento dei prestiti. L'aumento dei prestiti nei primi trimestri potrebbe essere spiegato da una dinamica economica positiva (in parte responsabile dell'aumento del tasso euribor, come effetto di una sorta di funzione di reazione della banca centrale). Ciò che è più interessante notare è la risposta non significativa dei prestiti concessi dopo il quarto trimestre, soprattutto se confrontiamo questo risultato con l'andamento dei prestiti in Germania e Francia (figura 3 e 4 rispettivamente). In questi paesi, a seguito di una restrizione monetaria, i prestiti inizialmente aumentano (ma in maniera non significativa dal punto di vista statistico), per poi diminuire (e con significatività statistica). Per quanto riguarda l'output, si registra anche qui una diminuzione significativa, come previsto dalla teoria, a seguito di una contrazione monetaria.

Anche con la metodologia VAR, tuttavia, non è immediato riconoscere nella variazione dei prestiti gli effetti indotti dalla domanda di credito piuttosto che dall'offerta, o se si preferisce, identificare il funzionamento di un canale del credito bancario addizionale rispetto al canale del tasso di interesse. Per tentare di determinare se effettivamente ci sia stata una restrizione dell'offerta di credito indotta da uno shock positivo del tasso euribor a tre mesi, utilizzeremo quindi, come proxy dell'offerta di prestiti, i dati della *Bank Lending Survey*, un'indagine condotta dalle banche centrali nazionali dei paesi che hanno adottato l'euro, effettuata in collaborazione con la Banca Centrale Europea. L'indagine consente di evidenziare in maniera distinta, da un lato, i fattori che influenzano l'offerta di credito e, dall'altro, l'andamento della domanda di credito con le relative determinanti. Per quanto riguarda i fattori relativi all'offerta di credito, considereremo la domanda 1 del questionario inviato alle banche, che misura, in percentuale netta, se le banche hanno reso più stringenti le condizioni per la concessione di prestiti e l'apertura di credito a favore delle imprese negli ultimi tre mesi. Inseriamo tali dati nei VAR con tre variabili stimati in precedenza, facendo partire l'analisi dal 2003, anno in cui abbiamo la prima osservazione⁷.

Le figure 5, 6 e 7 mostrano i risultati di uno shock sul tasso euribor a 3 mesi rispettivamente in Italia, Germania ed in Francia quando stimiamo un VAR a 4 variabili con Pil nazionale, prestiti totali concessi dalle banche, tasso euribor e i risultati della *Bank Lending Survey*. Le figure confermano l'evidenza precedente su una certa eterogeneità nella risposta delle variabili creditizie tra i 3 paesi considerati. In tutti e tre i paesi uno shock positivo del tasso euribor porta ad un irrigidimento nei credit standards, vale a dire le condizioni alle quali si approvano i prestiti, e quindi probabilmente ad una contrazione dell'offerta di credito. Tuttavia, mentre in Germania e Francia si osserva ancora una riduzione statisticamente significativa dei prestiti concessi, in Italia la variazione degli stessi è ancora statisticamente non diversa da zero. Questo suggerisce che, a fronte di un canale creditizio attivo in modo simile nei tre paesi, il canale tasso di interesse sia più forte in Germania e Francia e relativamente meno intenso nel nostro paese, forse a causa di una struttura produttiva più sbilanciata a favore delle piccole e medie imprese che non dispongono di fonti di finanziamento alternative al credito.

Poiché l'analisi delle risposte ad impulso è simmetrica, i nostri risultati indicano anche che a seguito di shocks negativi al tasso euribor, le condizioni praticate dalle banche nella concessione di credito saranno meno rigide, quindi l'offerta di credito maggiore. Tuttavia, nel caso dell'Italia, le performances negative dell'economia reale nell'ultimo ventennio, dovute agli ingenti aggiustamenti fiscali e alla mancata attuazione di serie riforme strutturali, limiterebbero una dinamica virtuosa dei prestiti totali, che dipenderebbero quindi in modo più evidente da fattori legati alla domanda.

A conferma che nel nostro paese siano fattori legati alla domanda quelli che condizionano la dinamica dei prestiti, abbiamo stimato, utilizzando singole equazioni, le principali relazioni esistenti sul mercato del credito in Italia, Germania e Francia. Una prima analisi consiste nel valutare la relazione tra i

⁷ De Bondt et al. (2010) e De Bonis et al. (2012) utilizzano i risultati della *Bank Lending Survey* per identificare gli shock di offerta di credito.

tassi d'interesse sui prestiti bancari (di durata compresa tra uno e cinque anni) ed il tasso euribor, controllando anche per il PIL. Le stime riportate nelle tabelle 2-4 in appendice suggeriscono una reattività più elevata in Italia dei tassi sui prestiti rispetto a variazioni dei tassi interbancari.

Successivamente, stimiamo la seguente relazione:

$$loans_t = c + \alpha y_t + \beta i_t + u_t$$

Nelle tabelle 5-7, in appendice, si riportano i risultati delle stime. Sia il coefficiente associato al pil che quello associato all'euribor sono significativi ed hanno il segno previsto, per tutti i paesi. Ancora una volta si nota una maggiore reattività dei prestiti delle banche italiane, sia alle componenti cicliche che alle variazioni del tasso euribor. In base all'evidenza precedente mostrata nei modelli VAR, possiamo quindi interpretare questa relazione negativa tra l'euribor ed i prestiti concessi in Italia in termini di un forte effetto negativo sulla domanda di prestiti, determinato dalla veloce reazione dei tassi attivi bancari.

Abbiamo ripetuto la stessa analisi VAR per le banche di credito cooperativo (bcc)⁸ (INSERIRE I GRAFICI??). Così come evidenziato nell'analisi precedente, anche in questo caso troviamo una risposta eterogenea tra i tre paesi. Per l'Italia nuovamente uno shock positivo dell'euribor determina un inasprimento nella concessione dei prestiti alle imprese, ma nessun effetto significativo sui prestiti totali delle bcc. Un'evidenza simile si osserva anche per la Germania, dove i prestiti delle bcc non reagiscono in maniera significativa. A fronte di un canale creditizio attivo, abbiamo quindi una minore rilevanza del canale tasso di interesse, probabilmente dovuta ad un matching con la clientela più simile a quello delle banche italiane per le bcc tedesche, vale a dire una clientela più rilevante di piccole e medie imprese. Per la Francia, invece, un aumento del tasso euribor è seguito da una riduzione significativa dei prestiti concessi dalle bcc⁹. Tale risultato mostra che il sistema delle bcc francesi si comporta in modo simile alle grandi banche, probabilmente per l'appartenenza di molte di esse a gruppi bancari.

Il risultato che otteniamo, quindi, mostra una diversa reazione dei prestiti bancari nel nostro paese rispetto alla Francia ed alla Germania a livello aggregato ma un comportamento più vicino dal punto di vista della concessione di prestiti delle bcc italiane a quelle tedesche. In conclusione, l'evidenza ottenuta sin qui suggerisce l'esistenza di una trasmissione qualitativamente simile della politica monetaria attraverso il canale del credito nei tre paesi, ma l'operare di un canale tasso di interesse eterogeneo e dal punto di vista quantitativo dominante.

Anche per le banche di credito cooperativo abbiamo ripetuto l'analisi a livello di equazioni singole (vedi tabelle 8-10 in appendice). I prestiti delle bcc italiane sono maggiormente reattivi a fronte di una variazione del tasso euribor. Inoltre, in ogni paese, la domanda di prestiti scende in modo relativamente più intenso per le bcc rispetto alla totalità delle banche, un fenomeno probabilmente dovuto al carattere "locale" delle relazioni banca-impresa.

⁸ I grafici sono disponibili su richiesta.

⁹ Nell'interpretazione dei risultati, tuttavia, occorre tenere presente che la misura utilizzata come proxy dell'offerta di credito probabilmente si adatta meglio alle grandi banche piuttosto che alle banche cooperative, poiché la *Bank Lending Survey* è effettuata tra un numero ridotto di banche. Per esempio, all'indagine sul credito bancario della Banca d'Italia partecipano le capogruppo di otto gruppi creditizi.

4. La performance del credito cooperativo locale e il sostegno all'economia territoriale

In questo paragrafo, analizziamo la recente performance delle bcc aderenti a Federlus, confrontandola con quella del complesso delle bcc a livello nazionale e con l'intero sistema bancario italiano, con l'obiettivo di individuare la capacità di tenuta del comparto dopo le crisi finanziarie dei subprime e del debito sovrano.

Un primo confronto è relativo all'andamento dei prestiti. Come evidenziato nella figura 8, il tasso di crescita degli impieghi durante la crisi, pur a livelli contenuti, è rimasto sempre in territorio positivo (fino al 2011), mostrando una dinamica lievemente migliore rispetto al sistema del credito cooperativo, e decisamente superiore rispetto all'andamento dell'intero sistema bancario italiano (i cui dati peraltro includono anche il credito cooperativo, da cui segue una performance relativa ben inferiore delle altre banche).

Nonostante la più sostenuta dinamica creditizia, inoltre, le sofferenze sono rimaste a livelli decisamente più bassi nel sistema Federlus, come evidenziato nella figura 9, da cui si evince anche una sostanziale omogeneità, al 2011, dell'intero sistema cooperativo rispetto al resto del sistema bancario italiano.

Dal punto di vista della redditività, purtroppo, le figure 10 e 11 mostrano il progressivo deterioramento dell'industria bancaria nel nostro paese, sia in termini di return on assets che di return on equity. In particolare, a fronte di una redditività negativa del totale delle banche italiane nel 2011, il sistema del credito cooperativo si mantiene leggermente positivo (figura 10). In termini di ritorno sul capitale, il sistema Federlus tiene relativamente meglio, se si considera che il dato del 2011 è viziato dalla disastrosa performance dei valori di mercato delle banche quotate, fortemente contagiate dagli effetti della crisi del debito sovrano e dall'incertezza causata dallo svolgimento dei primi stress test da parte della nuova autorità di regolamentazione bancaria in Europa (EBA).

Conclusioni

Questo studio ha analizzato la trasmissione della politica monetaria nei maggiori paesi dell'area dell'euro, focalizzando l'attenzione, in particolare, sul funzionamento dei mercati bancari e creditizi. L'evidenza empirica ottenuta dalla stima di semplici modelli autoregressivi vettoriali sembra sottolineare una risposta eterogenea del mercato del credito in Italia rispetto a quello tedesco e francese, a seguito di un medesimo impulso esogeno di politica monetaria. La considerazione di una variabile proxy dell'offerta di credito bancario, rilevata dalla *Bank Lending Survey* condotta dalla BCE insieme alle banche centrali nazionali, ha tuttavia evidenziato una risposta simile, in termini di offerta di prestiti, da parte delle banche dei tre paesi. Ne discende che la diversa performance in termini di volumi dei prestiti bancari riflette un diverso operare del canale di trasmissione via tasso di interesse, da un punto di vista quantitativo probabilmente più significativo. Questo canale risulterebbe più reattivo in Francia e Germania che nel nostro paese, forse anche in virtù di maggiori fonti di finanziamento alternative disponibili per le imprese. I risultati ottenuti per i sistemi bancari nazionali sono confermati anche per l'aggregato delle banche di credito

cooperativo in Italia e Francia, ma non in Germania¹⁰. In questo caso, la risposta dei prestiti erogati dalle bcc tedesche ad un impulso di politica monetaria è in linea con quella delle bcc italiane, e mostra una scarsa significatività statistica. È plausibile che ciò dipenda da un matching simile in relazione alla clientela di queste banche (piccole e medie imprese locali), mentre l'appartenenza a gruppi di dimensione nazionale delle banche di credito cooperativo francesi potrebbe spiegarne la risposta diversa e più in linea con quanto osservato per l'intero sistema bancario.

Anche stimando semplici equazioni lineari relative alla domanda di prestiti si ottiene evidenza di una certa eterogeneità nel funzionamento dei mercati del credito tra i 3 diversi paesi.

A distanza di oltre 10 anni dall'introduzione della valuta unica, il livello di integrazione economica nell'area dell'euro non è ancora sufficientemente elevato. Permangono notevoli differenze strutturali relative al funzionamento dei mercati dei beni e dei fattori produttivi, regolamentazioni e legislazioni (anche fiscali) non perfettamente armonizzate, nonché prassi di comportamento diverse che rendono difficile una trasmissione omogenea degli impulsi di politica monetaria. In questo contesto, non è improbabile che dovremo assistere di nuovo all'emergere di tensioni di intensità simile a quelle recentemente sperimentate durante la crisi dei debiti sovrani, e che hanno richiesto interventi straordinari di politica monetaria, quali le ingenti *Long Term Refinancing Operations* o l'annuncio delle *Outright Monetary Transactions*, i cui effetti è ancora presto per poter valutare compiutamente. Il proseguimento dell'esperienza della valuta unica richiede necessariamente nuovi sforzi di trasferimento di sovranità nazionale, dalla regolamentazione bancaria e finanziaria ad una maggiore integrazione fiscale, con spazi più ampi dedicati al bilancio comune (e riduzioni in quelli nazionali), fino a qualche forma, gradualmente accettabile, di unione politica.

Dal punto di vista delle banche, e in particolare delle banche di credito cooperativo, la difficile fase congiunturale in corso si inquadra in un contesto di strutturale difficoltà dell'economia italiana, ormai da due decenni in ritardo sulle altre economie dell'area euro e sulla media delle economie dei paesi industrializzati. I successi relativi ottenuti rispetto al resto del sistema bancario nazionale, non devono far dimenticare l'importanza della sfida in corso. Una redditività in forte riduzione, in presenza di tassi di interesse che rimarranno bassi ancora per diversi trimestri, richiede sforzi continui di riorganizzazione nell'offerta di prodotti e servizi e di ricomposizione della prima linea del conto economico, con una espansione dei redditi da servizi. In questa direzione, alcune possibili indicazioni strategiche da suggerire vanno da una maggiore attenzione allo sfruttamento di economie di scala, attraverso logiche di "gruppo", ad investimenti mirati su canali innovativi di relazione con la clientela (banca on line e mobile banking), alla consulenza professionale a tutto campo alla clientela business, attraverso centri dedicati per l'offerta di servizi di corporate finance agli imprenditori e alle piccole imprese locali, con l'obiettivo di aiutarle a sopravvivere e auspicabilmente a crescere con un patto esplicito di partnership a medio lungo termine.

Sono sfide difficili, ma da cui dipende la capacità di ripresa dell'intero sistema Italia, un paese che ancora si basa sui territori e sulla loro capacità (o meno) di sfruttare nel modo migliore le reti di rapporti e di competenze che vi si trovano.

¹⁰ Aquilani et al. (2012) effettuano un'analisi comparativa tra le bcc italiane e quelle francesi. Ory e Lemzeri (2012) mostrano come le bcc francesi hanno adattato la loro struttura organizzativa dopo la crisi.

Riferimenti bibliografici

Aquilani B., C. Gatti e P.G. Grignaschi (2012): “Struttura e governo della cooperazione di credito a supporto del territorio: i casi italiano e francese a confronto”, *XXIV Convegno Annuale di Sinergie*.

Banca Centrale Europea, *Bollettini mensili*, vari anni.

Bernanke B. e I. Mihov (1998): “Measuring Monetary Policy”, *Quarterly Journal of Economics*, n.113(3).

Bonci R. (2011): “Monetary Policy and the Flow of Funds in the Euro Area”, *ECB Working Paper* n.1402.

Brei M., L. Gambacorta e G. von Peter (2011): “Rescue Packages and Bank Lending”, *BIS Working Paper* n.357.

De Arcangelis G. e G. Di Giorgio (2001): “Measuring Monetary Policy Shocks in a Small Open Economy”, *Economic Notes*, n.1.

De Arcangelis G. e G. Di Giorgio (2006): “Monetary Policy Shocks and Transmission in Italy: a VAR analysis”, in “Monetary Policy and Institutions”, a cura di G. Di Giorgio e F. Neri, *Luiss University Press*, n.1.

De Bondt G., A. Maddaloni, J.L. Peydró e S. Scopel (2010): “The Euro Area Bank Lending Survey Matters – Empirical Evidence for Credit and Output Growth”, *ECB Working Paper* n.1160.

De Bonis R., L. Infante e F. Paternò (2012): “From bank capital to credit and effective demand: a tale of the US and Europe”, *mimeo*.

Di Giorgio G. (2013): “Economia e Politica Monetaria”, *CEDAM*.

Gambacorta L. e D. Marqués-Ibañez (2011): “The Bank Lending Channel: Lessons from the Crisis”, *BIS Working Paper* n.345.

Ory J.N. e Y. Lemzeri (2012): “Efficiency and Hybridization in Cooperative Banking: the French Case”, *Annals of Public and Cooperative Economics* n.83(2).

Appendice

Tabella 1: stima della relazione tra tassi d'interesse bancari, pil e tasso euribor in Italia

Dependent Variable: TASSI_IT

Sample (adjusted): 2003Q1 2012Q3

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.181545	0.391439	3.018463	0.0046
GDP_IT	-0.090628	0.030685	-2.953495	0.0055
EURIBOR	0.800501	0.055031	14.54639	0.0000
Adjusted R-squared	0.924158			

Tabella 2: stima della relazione tra tassi d'interesse bancari, pil e tasso euribor in Germania

Dependent Variable: TASSI_GE

Sample (adjusted): 2003Q1 2012Q3

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.165103	0.121116	1.363184	0.1813
GDP_GE	-0.009956	0.009125	-1.091060	0.2825
EURIBOR	0.437947	0.029487	14.85241	0.0000
Adjusted R-squared	0.852721			

Tabella 3: stima della relazione tra tassi d'interesse bancari, pil e tasso euribor in Francia

Dependent Variable: TASSI_FR

Sample (adjusted): 2003Q1 2012Q3

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.753753	0.148907	5.061921	0.0000
GDP_FR	-0.055603	0.011470	-4.847488	0.0000
EURIBOR	0.508041	0.026612	19.09041	0.0000
Adjusted R-squared	0.906192			

Tabella 5: stima della relazione tra prestiti totali, pil e tasso euribor in Italia

Dependent Variable: LOGLOANS_IT_SA

Method: Least Squares

Sample: 1999Q1 2012Q3

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-78.61350	9.882479	-7.954836	0.0000
GDP_IT	7.306208	0.774136	9.437887	0.0000
EURIBOR	-14.09315	1.842098	-7.650598	0.0000
Adjusted R-squared	0.697973			

Tabella 6: stima della relazione tra prestiti totali, pil e tasso euribor in Germania

Dependent Variable: LOGLOANS_GE_SA

Method: Least Squares

Sample: 1999Q1 2012Q3

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.004573	1.048249	0.004363	0.9965
GDP_GE	1.154973	0.078933	14.63227	0.0000
EURIBOR	-1.309878	0.295851	-4.427487	0.0000
Adjusted R-squared	0.845191			

Tabella 7: stima della relazione tra prestiti totali, pil e tasso euribor in Francia

Dependent Variable: LOGLOANS_FR_SA

Method: Least Squares

Sample: 1999Q1 2012Q3

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-39.15293	3.289953	-11.90075	0.0000
GDP_FR	4.180757	0.253196	16.51194	0.0000
EURIBOR	-4.758075	0.994865	-4.782632	0.0000
Adjusted R-squared	0.875307			

Tabella 8: stima della relazione tra prestiti totali delle bcc, pil e tasso euribor in Italia

Dependent Variable: LOGLOANSBC_IT_SA

Method: Least Squares

Sample: 1999Q1 2012Q3

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-121.5284	11.64542	-10.43573	0.0000
GDP_IT	10.43894	0.912235	11.44326	0.0000
EURIBOR	-22.16898	2.170711	-10.21277	0.0000
Adjusted R-squared	0.786943			

Tabella 9: stima della relazione tra prestiti totali delle bcc, pil e tasso euribor in Germania

Dependent Variable: LOGLOANSBC_GE_SA

Method: Least Squares

Sample: 1999Q1 2012Q3

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.924591	1.552286	1.239843	0.2206
GDP_GE	0.764497	0.116887	6.540464	0.0000
EURIBOR	-2.496183	0.438107	-5.697651	0.0000
Adjusted R-squared	0.658294			

Tabella 10: stima della relazione tra prestiti totali delle bcc, pil e tasso euribor in Francia

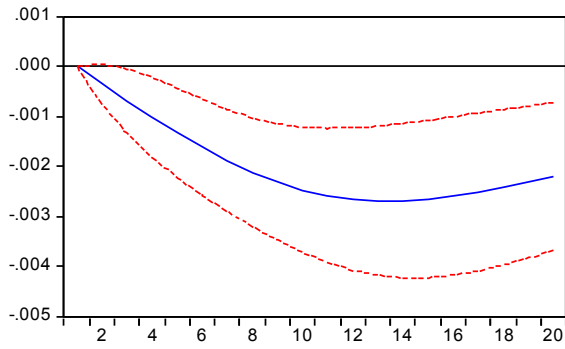
Dependent Variable: LOGLOANSBC_FR_SA

Method: Least Squares

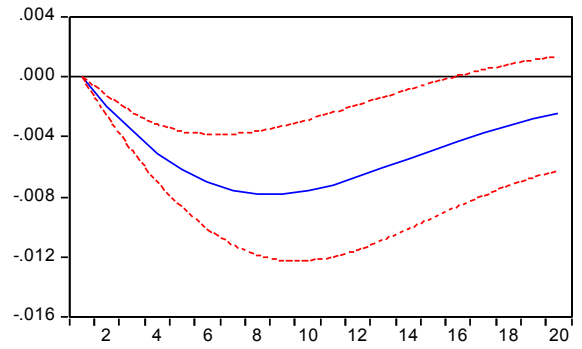
Sample: 1999Q1 2012Q3

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-53.62477	2.744476	-19.53917	0.0000
GDP_FR	5.169522	0.211216	24.47507	0.0000
EURIBOR	-5.929911	0.829916	-7.145197	0.0000
Adjusted R-squared	0.939398			

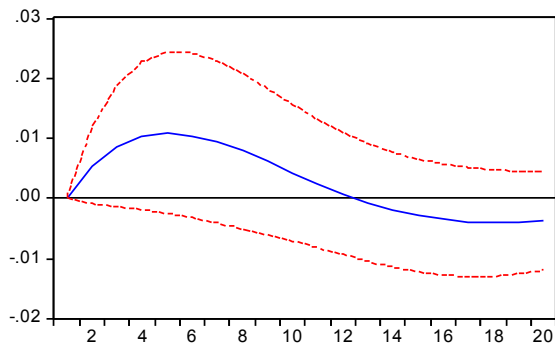
Figura 1: Risultati del VAR relativo all'area euro
Response of PRICES to EURIBOR



Response of GDP to EURIBOR



Response of M3 to EURIBOR



Response of EURIBOR to EURIBOR

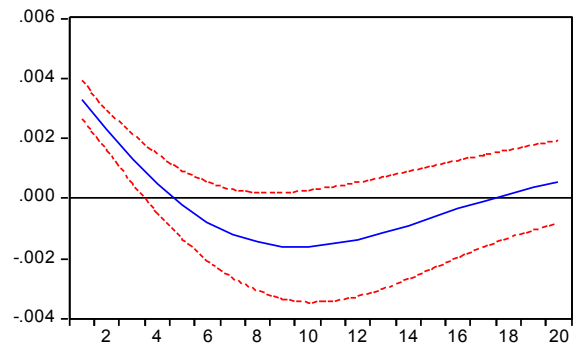


Figura 2: Funzione di risposta ad impulso in un VAR-3 per l'Italia con il PIL, i prestiti delle IFM italiane e il tasso euribor a tre mesi.

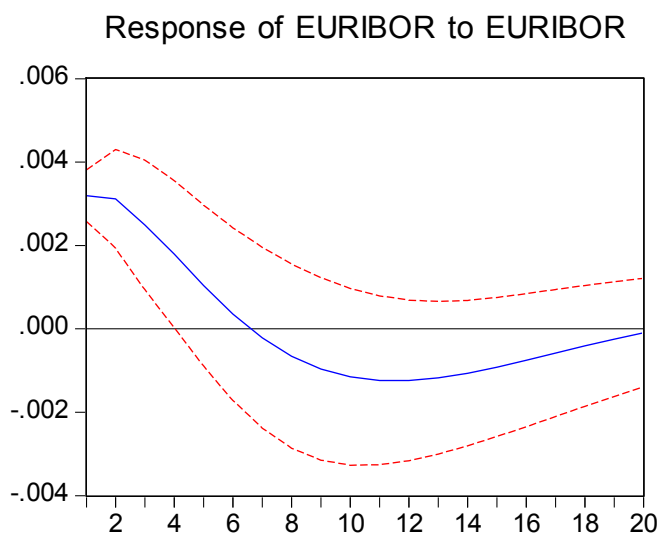
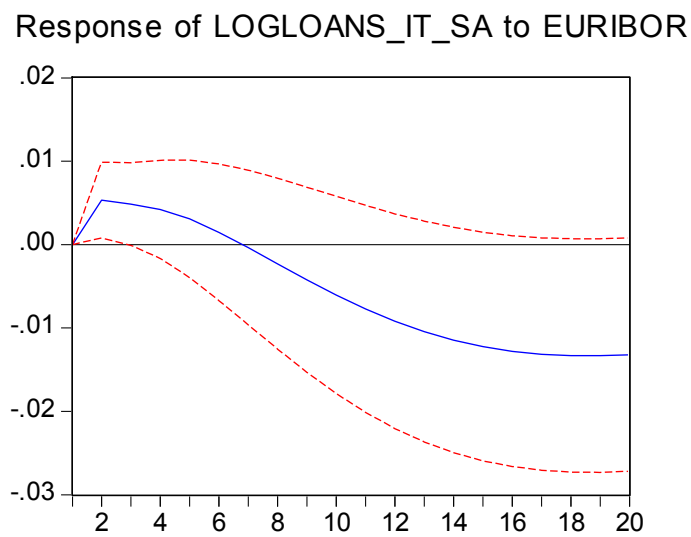
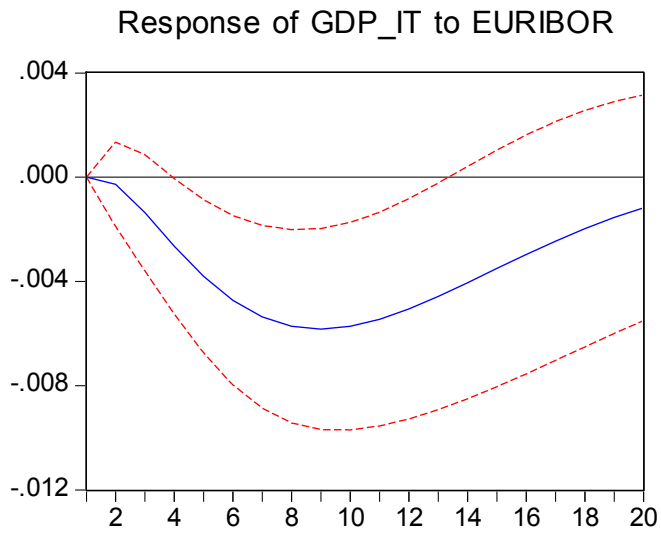


Figura 3: Funzione di risposta ad impulso in un VAR-3 per la Germania con il PIL, i prestiti delle IFM tedesche e il tasso euribor a tre mesi.

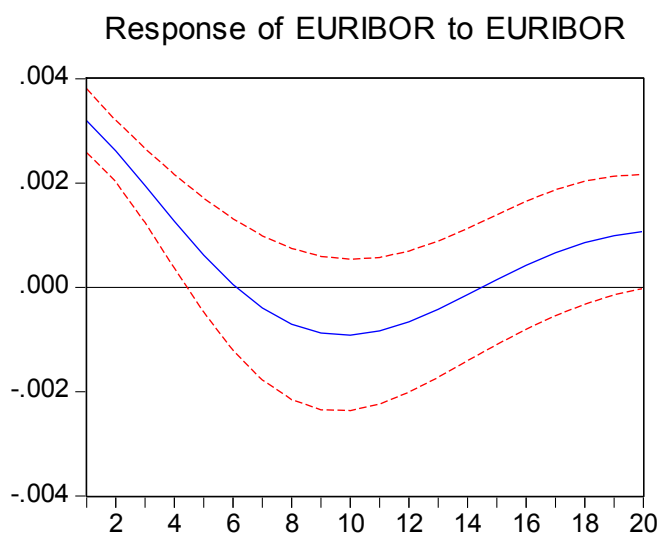
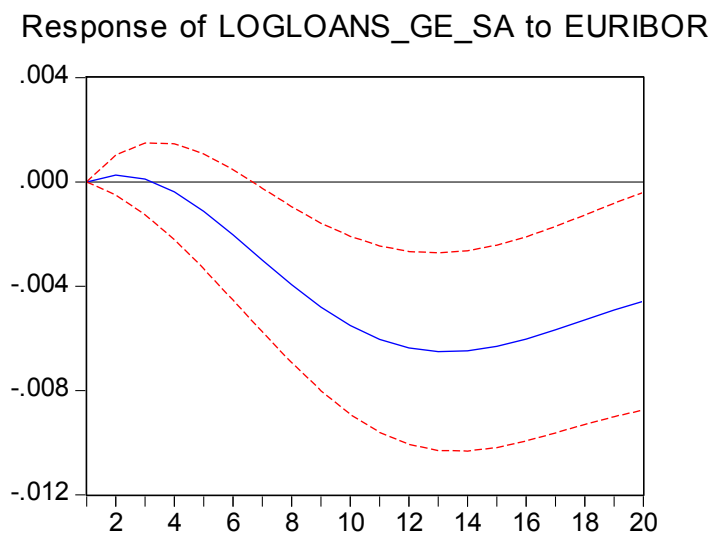
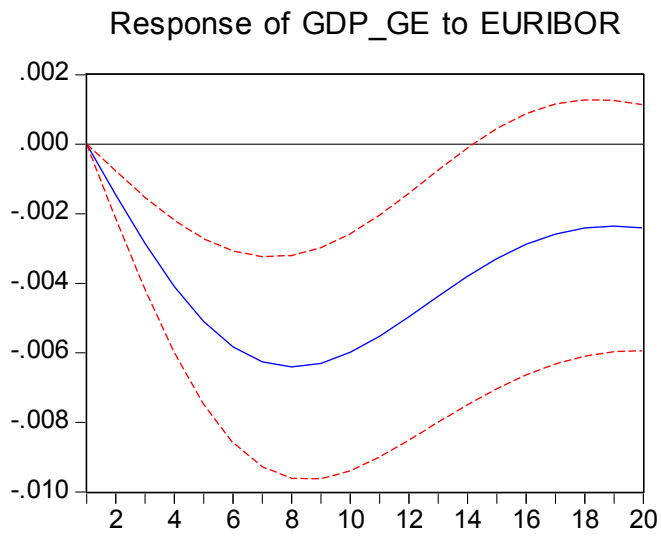


Figura 4: Funzione di risposta ad impulso in un VAR-3 per la Francia con il PIL, i prestiti delle IFM francesi e il tasso euribor a tre mesi.

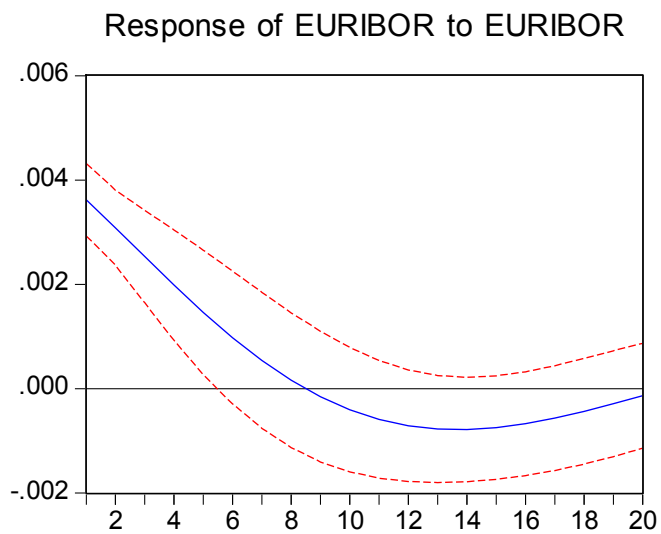
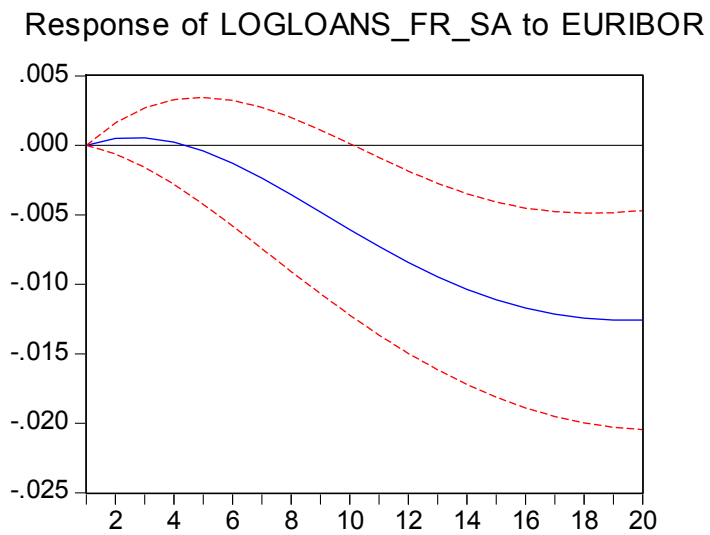
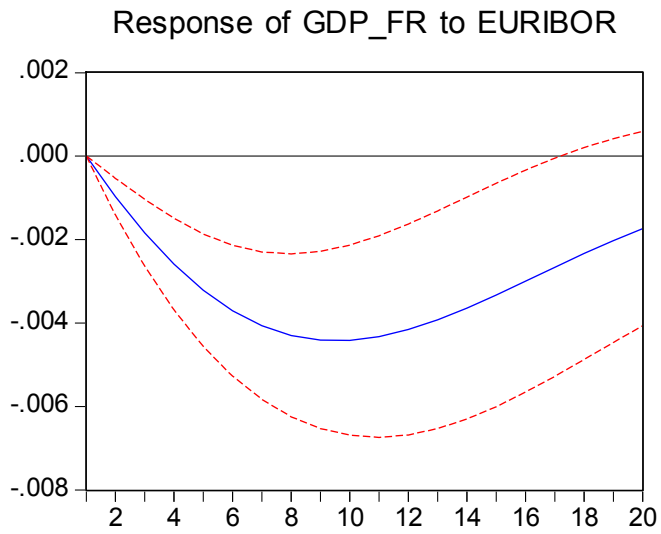


Figura 5: VAR 4 (1 lag) per l'Italia con credit standards, pil, prestiti ed euribor

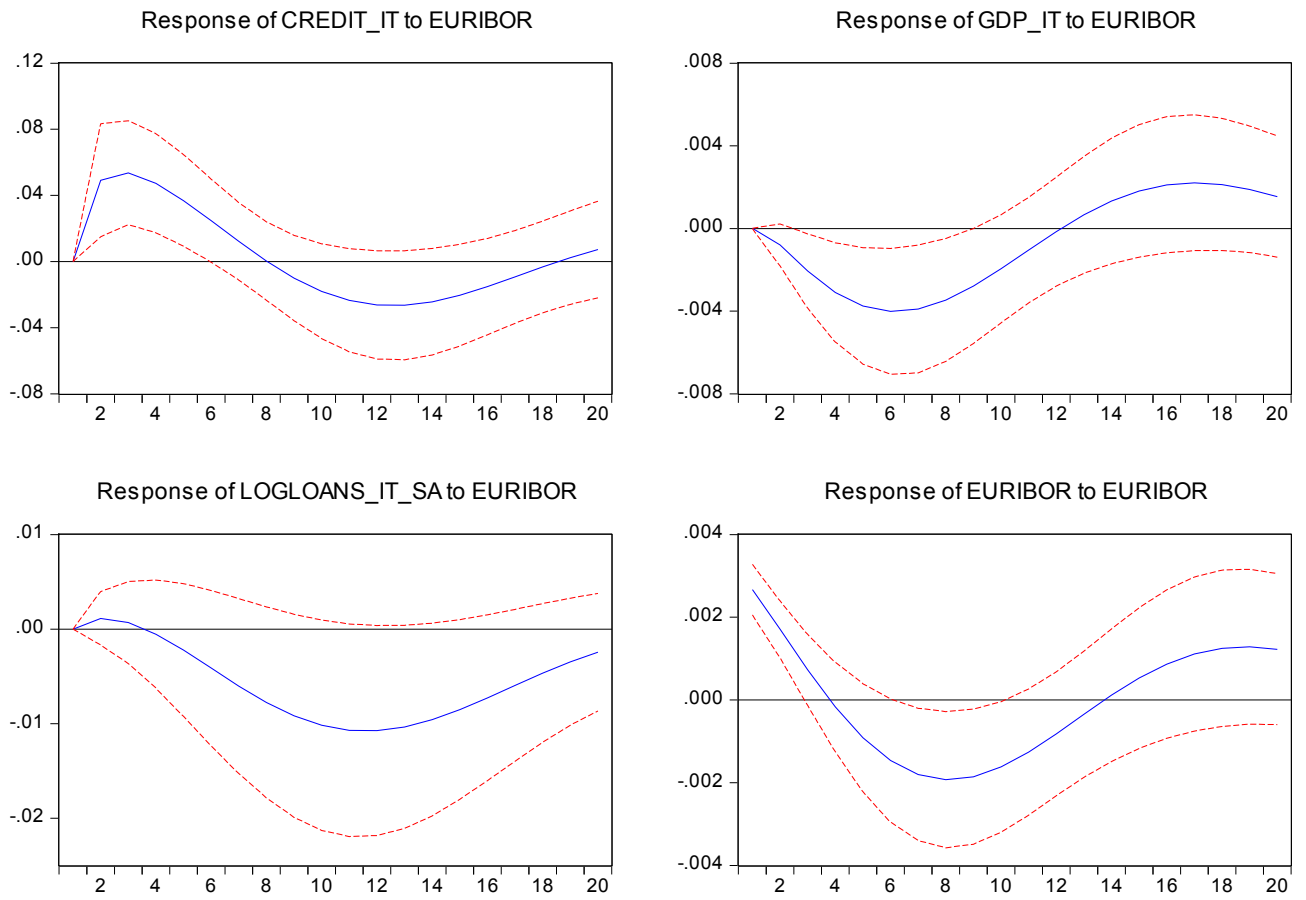


Figura 6: VAR 4 (1 lag) Germania con credit standards, pil, prestiti ed euribor

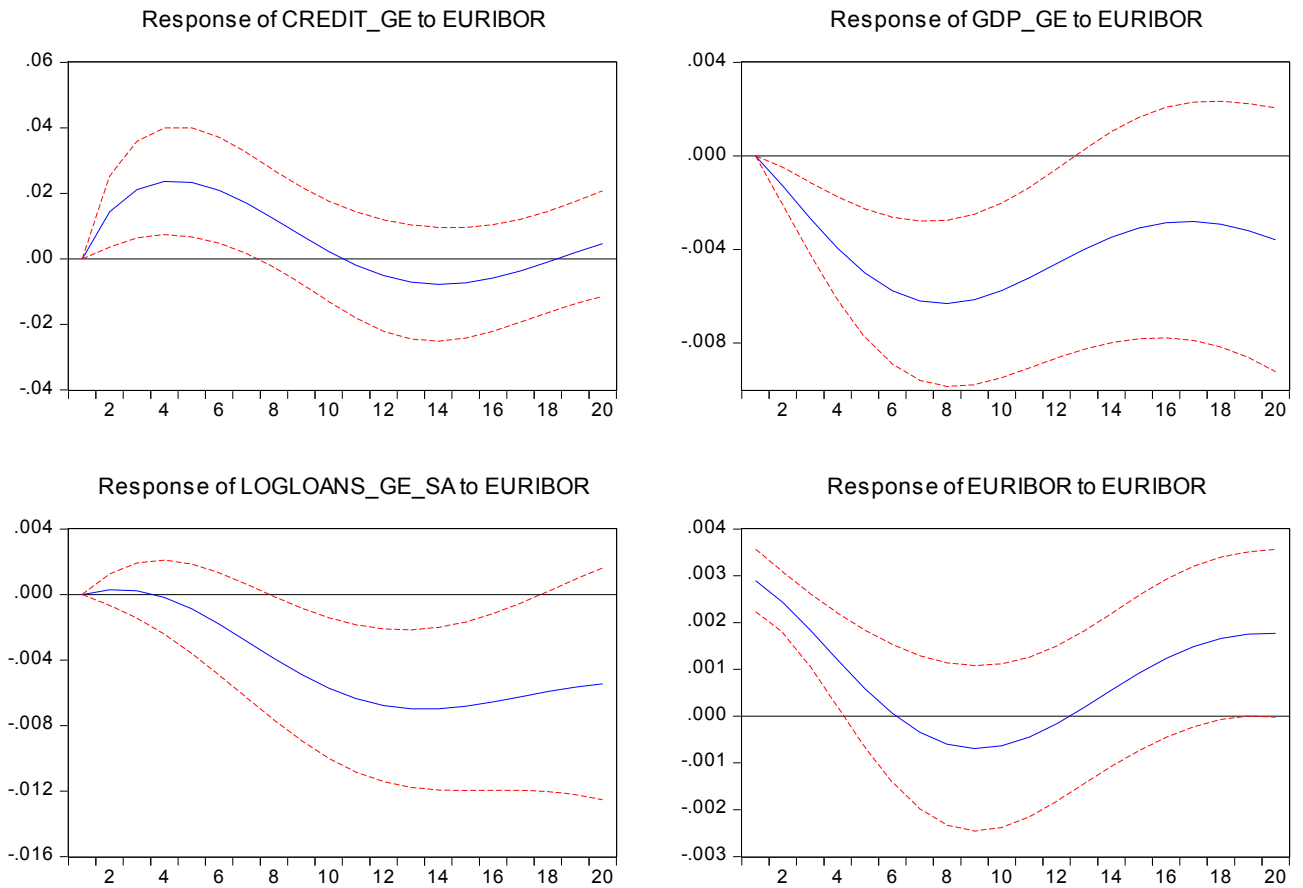


Figura 7: VAR 4 (1 lag) Francia con credit standards, pil, prestiti ed euribor

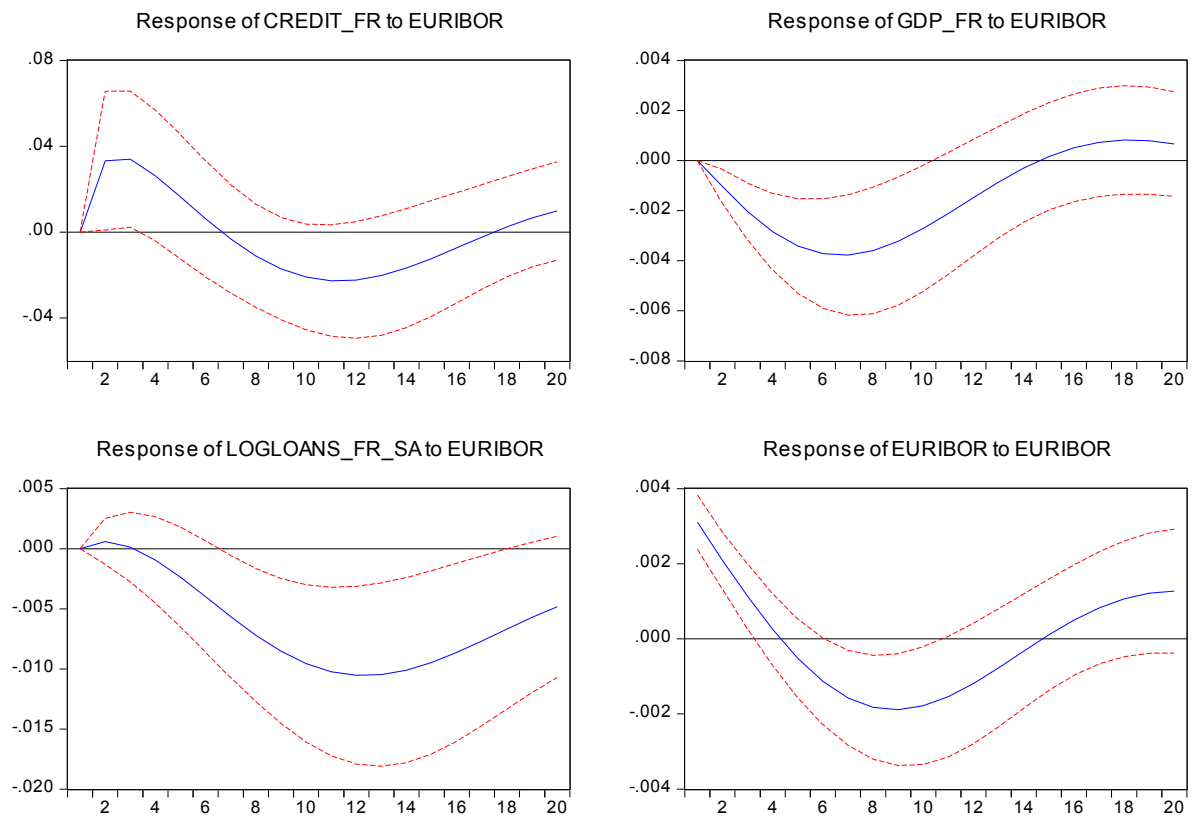


Figura 8: variazione percentuale dei prestiti concessi durante il periodo 2009 – 2011 da tutte le banche (linea verde), da tutte le banche di credito cooperativo (linea rossa) e dalle banche Federlus (linea azzurra)

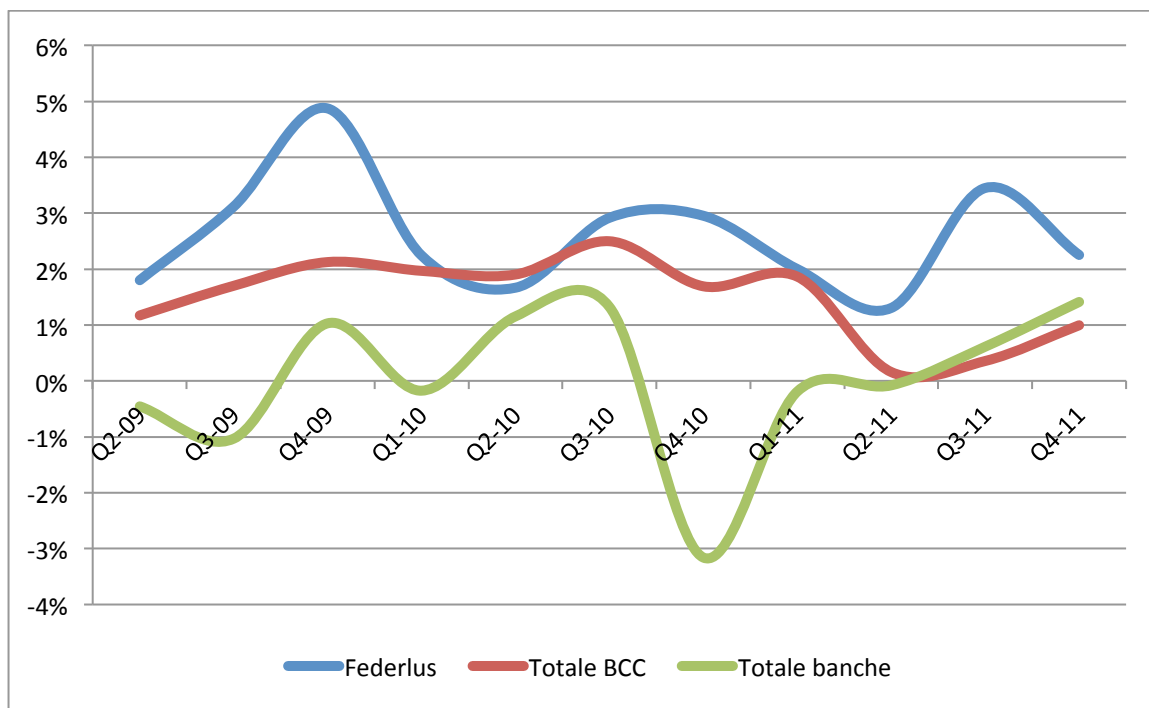


Figura 9: sofferenze di tutte le banche italiane (istogramma verde), di tutte le banche di credito cooperativo (istogramma rosso) e delle banche Federlus (istogramma azzurro). Per Federlus: sofferenze/impieghi. Per totale BCC e totale banche italiane: sofferenze /impieghi sino al 2007 e dal 2008 al 2011 sofferenze/prestiti.

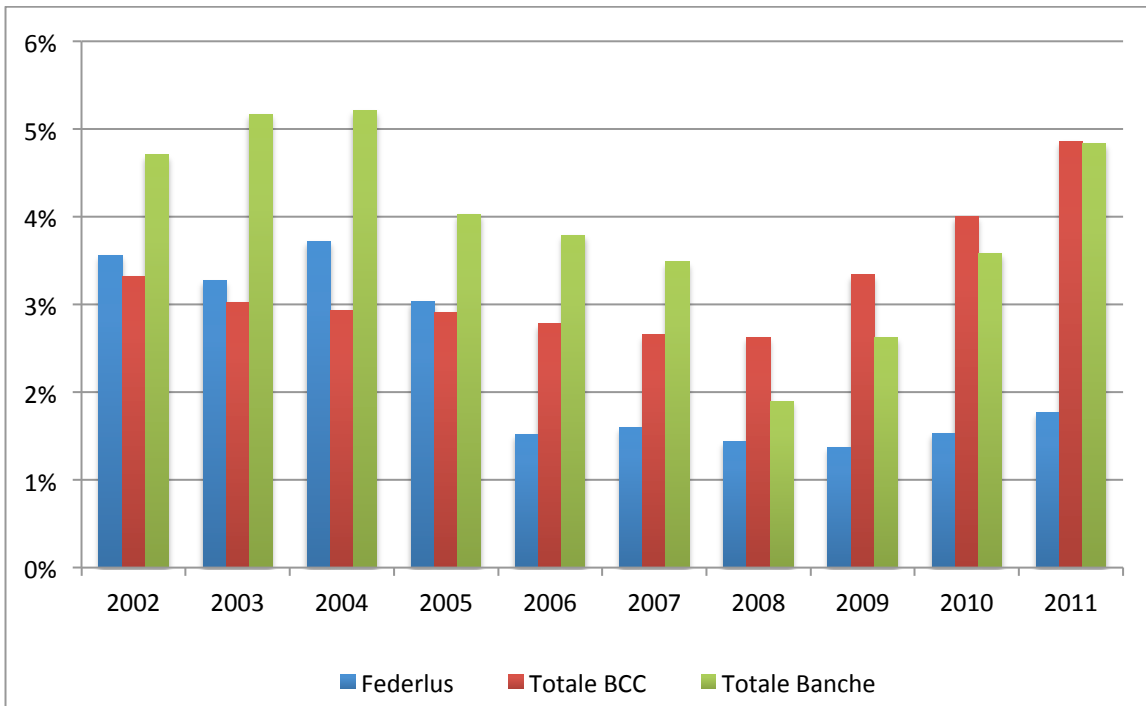


Figura 10: ROA di tutte le banche italiane (istogramma verde), di tutte le banche di credito cooperativo (istogramma rosso) e delle banche Federlus (istogramma azzurro).

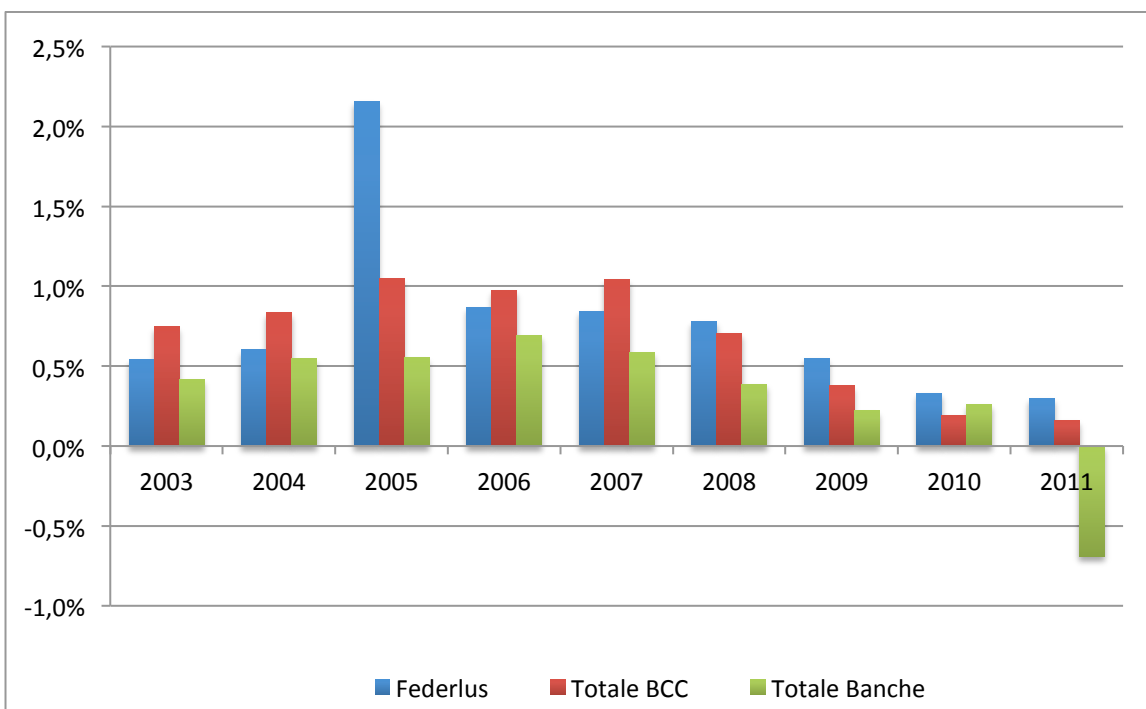


Figura 11: ROE di tutte le banche italiane (istogramma verde), di tutte le banche di credito cooperativo (istogramma rosso) e delle banche Federlus (istogramma azzurro).

