

IL RISPARMIO

3

Anno LXI - n. 3 luglio - settembre 2013

Rivista trimestrale dell'ACRI - Associazione di Fondazioni e di Casse di Risparmio Spa

Poste Italiane Spa Sped. in abb. post. 70% DCB Roma - com. 20 lett. c - Art. 2 legge 662 del 23/12/96 - Filiale di Roma - Romanina



**REGOLAMENTO PER LA SOTTOMISSIONE DEI MANOSCRITTI PER LA
PUBBLICAZIONE NELLA RIVISTA
*IL RISPARMIO***

1. PREMESSA

L'invio dei manoscritti alla Rivista per una valutazione ai fini della pubblicazione, presuppone l'accettazione da parte degli autori delle regole di pubblicazione di seguito esposte.

In particolare, gli autori devono:

- ∞ dichiarare che il proprio manoscritto, o parti significative di esso, non sia stato pubblicato altrove;
- ∞ dichiarare che il proprio manoscritto non sia sotto *review* per altra pubblicazione;
- ∞ dichiarare che il proprio manoscritto non sarà inviato per altra pubblicazione prima della risposta finale del Comitato Scientifico sull'esito del processo di referaggio.

2. SOTTOMISSIONE MANOSCRITTI

Gli articoli vanno inviati al Comitato Scientifico via mail all'indirizzo elisabetta.boccia@acri.it in formato testo che includa il testo, le note e la bibliografia da pubblicare, corredati da un *Abstract* in italiano e in inglese di non più di 300 parole, indicando il codice JEL, disponibile su <http://www.aeaweb.org/journal/elclasjn.html>.

L'autore può proporre il suo lavoro per la pubblicazione in lingua inglese. Rimarrà a cura dell'autore la revisione del lavoro in lingua inglese qualora esso non venga considerato adeguato agli standard linguistici.

Sulla prima pagina del manoscritto va specificata l'Università o Ente di appartenenza, un numero telefonico e un indirizzo di posta elettronica dell'autore (o di almeno un autore nel caso di saggi a firma congiunta).

Il manoscritto deve essere formattato secondo quanto stabilito nella sezione "note per gli autori", pubblicata sul sito della rivista www.ilrisparmioeview.it.

3. PROCESSO DI REFERAGGIO

Il Comitato Scientifico esamina il manoscritto e, qualora lo giudichi potenzialmente idoneo per la pubblicazione nella Rivista, lo invia a tre *referee* per un triplo referaggio anonimo.

- ∞ La decisione iniziale del Comitato Scientifico richiede circa due settimane.
- ∞ La stesura dei rapporti dei *referee* richiede circa 1 mese.

Sulla base delle indicazioni dei *referee*, il Comitato Scientifico accetta l'articolo, richiede una revisione, oppure rifiuta l'articolo; in ogni caso verrà fornito agli autori un feedback.

In caso di accettazione da parte del Comitato Scientifico, si autorizzerà la pubblicazione e la stampa del lavoro assegnando, inoltre, il numero della rivista e l'anno in cui sarà pubblicato.

La fase di correzione delle bozze e di stampa del lavoro richiede circa 1 mese.

4. VARIE

Il Comitato Scientifico si aspetta che gli autori che inviano i propri manoscritti alla Rivista siano disponibili ad accettare di collaborare come *referee* nel caso in cui venga presentata loro tale richiesta.

Gli articoli pubblicati sul Risparmio saranno segnalati nelle bibliografie ECONLIT e EJEL.

IL RISPARMIO

Editor

Nicola Mattoscio (University of Chieti-Pescara)

Administrative Editor

Giorgio Righetti (ACRI, Rome)

Editorial Board

Adriano Giannola (University of Naples "Federico II")

Giuseppe Guzzetti (ACRI, Rome)

Valentino Larcinese (London School of Economics)

Mario Nuzzo (LUISS, Rome)

Antonio Patuelli (ABI, Rome)

Dominick Salvatore (Fordham University of New York)

Pasquale Lucio Scandizzo (University of Rome "Tor Vergata")

*«Il Risparmio Review» is included in JEL on CD, e-JEL and Econlit,
the electronic indexing and abstracting service
of the American Economic Association*

3

Anno LXI - n. 3 luglio - settembre 2013

Rivista trimestrale dell'ACRI - Associazione di Fondazioni e di Casse di Risparmio Spa



Redazione:
Via del Corso, 262-267 - 00186 Roma
Tel. 06.68.18.43.87 - Fax 06.68.18.42.69
elisabetta.boccia@acri.it
www.ilrisparmioereview.it
www.acri.it

Codice ISSN 0035-5615 (print)
Codice ISSN 1971-9515 (online)

Le opinioni espresse negli articoli firmati o siglati
impegnano unicamente la responsabilità dei rispettivi Autori.
La riproduzione dei testi è consentita, purché ne venga citata la fonte.

SOMMARIO

ENRICO GERETTO

La valutazione della rischiosità delle controparti commerciali delle imprese: una integrazione necessaria dei rating bancari
*The risk evaluation of firms' commercial counterparts:
a necessary integration of the ratings used by banks*

5

ALESSANDRO CROCIATA E NICOLA MATTOSCIÒ

Un'analisi dell'efficienza nella raccolta differenziata delle regioni italiane
An efficient analysis of recycling in Italy at regional level

27

EDOARDO CATELANI

La crisi del debito sovrano greco: storia, ruolo della BCE
e impatto sul sistema finanziario europeo
*The crisis of the sovereign greek debt: history, role of the ECB
and impact on the european financial system*

45

GIOVANNI MANGHETTI

The impact of the crisis on saving banks in Italy
L'impatto della crisi sulle casse di risparmio in Italia

67

SCHEDE BIBLIOGRAFICHE

BOOK REVIEWS

a cura di Elisabetta Boccia

79

**LA VALUTAZIONE DELLA RISCHIOSITÀ
DELLE CONTROPARTI COMMERCIALI DELLE
IMPRESE: UNA INTEGRAZIONE NECESSARIA
DEI RATING BANCARI***

*THE RISK EVALUATION OF FIRMS' COMMERCIAL COUNTERPARTS:
A NECESSARY INTEGRATION OF THE RATINGS USED BY BANKS*

Enrico Geretto

*Dipartimento di Scienze Economiche e Statistiche
Università di Udine*

geretto.enrico@gmail.com

Guido Romano

*Responsabile Comunicazione Istituzionale
Cerved Group*

* Enrico Geretto è ricercatore confermato di Economia degli Intermediari Finanziari presso il Dipartimento di Scienze Economiche e Statistiche presso l'Università di Udine; Guido Romano è responsabile della Comunicazione Istituzionale di Cerved Group. Sebbene il lavoro sia frutto di riflessioni comuni svoltesi tra gli autori, specie per le sezioni introduttive e finali, possono essere distintamente attribuiti a Enrico Geretto i paragrafi 2.1, 2.2, 3 e a Guido Romano il paragrafo 2.3.

Il corrente uso da parte delle banche di rating, al fine di apprezzare la solvibilità prospettica della clientela richiedente affidamenti, deriva principalmente da disposizioni regolamentari succedutesi nel tempo. Un aspetto che non risulta adeguatamente considerato in merito è rappresentato dalla valutazione dei crediti commerciali vantati dalle imprese e del rischio associato ai differenti portafogli di clienti. Il presente studio propone alcune metodiche attraverso le quali colmare questo gap conoscitivo rispetto a un fondamentale asset aziendale.

PAROLE CHIAVE: RATING BANCARI • CREDITI COMMERCIALI • RISCHIO DI CONTROPARTE

The current use by Italian banks of ratings aimed at evaluating the solvency of companies seeking credit, is strongly influenced by regulations that have accumulated over time. An issue that has not been adequately considered in the rating methodologies is a correct evaluation of commercial credit receivables and a correct evaluation of the risk associated to different portfolios of clients. In order to fill such a gap, the article suggests procedures to rate portfolios of clients and to take into account this fundamental asset of the Italian companies.

KEYWORDS: BANKING RATINGS • COMMERCIAL CREDIT RECEIVABLES • COUNTERPARTY RISK

1. Premessa

Il tema della valutazione della solvibilità prospettica delle imprese, ovvero del rischio creditizio dalle stesse manifestato, attraverso l'uso di *rating* ha trovato diffusa applicazione, presso il sistema bancario domestico, in conseguenza dell'introduzione del corpo regolamentare denominato Basilea 2¹.

Come noto, ai fini della misurazione del rischio di credito e del relativo assorbimento patrimoniale, le banche possono avvalersi di due distinti approcci (*standard* e *internal rating based*): entrambi i criteri prevedono la possibilità di utilizzare *rating*, rilasciati da agenzia ester-

1) Recepito con la circolare di Banca d'Italia n. 263 del 27 dicembre 2006.

ne (c.d. E.C.A.I. – *External Credit Assessment Institution*), nel primo caso, piuttosto che calcolati internamente, nel secondo. L'entrata in vigore di tali norme ha spinto progressivamente gli istituti di credito a elaborare *rating* anche per fini commerciali, ovvero a utilizzare tale tecnica nella valutazione del merito della clientela richiedente affidamenti. I dati impiegati per la definizione del grado di rischio della particolare impresa, considerano, in genere, elementi di natura esogena (es.: situazione congiunturale, posizionamento competitivo sui mercati di riferimento, ecc.) e fattori di tipo interno (es.: aggregati di bilancio, storia dell'impresa, ecc.): tali profili vengono analizzati ricorrendo a tecniche qualitative (es.: esame delle caratteristiche del *management*) e metodi quantitativi (es.: valutazione delle *performance* economico – finanziarie – patrimoniali).

Si ritiene che un aspetto di particolare importanza nella valutazione del merito creditizio sia rappresentato dalla 'qualità' media delle controparti commerciali dell'impresa, a prescindere dall'esecuzione di operazioni di anticipazione a vario titolo sui crediti nutriti nei confronti delle stesse. Infatti, sebbene il controllo dei debitori trovi tipicamente effettuazione solo a fronte di tali fattispecie (anticipi salvo buon fine e altro genere di smobilizzi), è invero presumibile come dalle caratteristiche, in senso lato, di tale *asset* aziendale possano ritrarsi indicazioni probanti ai fini dell'attribuzione di *rating* appropriati²: ciò non ostante, si tratta di un elemento che, in genere, non viene inglobato negli stessi, se non per le componenti legate alla movimentazione del rapporto, alla durata media dei crediti e al volume degli effetti resi insoluti nel periodo.

Tali ragioni rappresentano la motivazione della presente indagine che dopo una breve rassegna sulle caratteristiche dei meccanismi di elaborazione dei *rating*, con particolare riferimento al caso di Cerved

2) È evidente come dal regolare adempimento, o meno, delle obbligazioni a scadenza assunte dalle controparti commerciali dell'impresa derivino effetti non secondari sia sulla redditività aziendale, sia sui flussi di cassa.

Group³, propone una metodologia di analisi del portafoglio clienti, utile ai fini di cogliere il grado di relativa solvibilità dei medesimi ovvero di apprezzare una componente fondamentale del complessivo rischio aziendale, a oggi non ancora compiutamente considerata nelle valutazioni degli analisti. Seguono, infine, alcune riflessioni di sintesi sulle opportunità che potrebbero dischiudersi per le banche e le stesse imprese ipotizzando un utilizzo più ampio delle informazioni ottenibili sul portafoglio di clienti delle imprese affidate.

2. I rating bancari

2.1 I rating regolamentari

Come noto, l'approccio *I.R.B.* si distingue in un metodo di base, in cui le banche debbono stimare la sola probabilità di *default* (P.D.) e in uno avanzato, per il quale è necessario valutare internamente anche altro genere di parametri, quali la perdita in caso di *default* (c.d. *Loss Given Default* – L.G.D.), l'esposizione al momento del *default* (c.d. *Exposure At Default* – E.A.D.)⁴ e, nei casi in cui sia previsto, la scadenza (c.d. *Maturity* – M.). Queste quattro componenti concorrono a determinare la rischiosità di una esposizione assunta nei confronti di una certa controparte: attraverso il sistema di *rating* la banca attribuisce a ogni debitore il merito creditizio corrispondente, mediante una stima dei suddetti fattori. In particolare, questi ultimi, quantificati secondo differenti tecniche, nel rispetto di specifiche disposizioni di vigilanza⁵, confluiscono in funzioni di ponderazione previste per le diverse classi di allocazione

3) Cerved Group ha aderito nel 2006 alle procedure delineate dal C.E.B.S. (Committee of European Banking Supervisors) per ottenere il riconoscimento dello status di E.C.A.I. nell'ambito dell'Unione Europea; le procedure in oggetto impongono di fornire alle autorità di vigilanza nazionali, ai fini del riconoscimento, informazioni relative alle caratteristiche del processo di valutazione del merito di credito e al funzionamento dei modelli e delle procedure utilizzati per l'elaborazione del rating. Dal 17 marzo 2008 Cerved Group opera come soggetto riconosciuto per l'attribuzione di rating utilizzabili a fini regolamentari, in ottemperanza alle normative comunitarie (Delibera di Banca d'Italia n. 170 del 17 marzo 2008).

4) Si ricorda come, per le esposizioni fuori bilancio, l'E.A.D. venga determinato tramite un fattore di conversione creditizia (c.d. Credit Conversion Factor – C.C.F.).

5) Ad esempio, per il calcolo della P.D. possono essere impiegate una o più delle seguenti tecniche: 1) esperienza interna di default; 2) mapping con dati esterni; 3) modelli statistici.

dei prestiti⁶, al fine di calcolare il relativo requisito patrimoniale. La scala di *rating* adottata deve possedere un minimo di 7 classi per debitori non in stato di *default* e 1 classe per quelli in situazione di *default*. L'utilizzo di un sistema *I.R.B.* è subordinato all'autorizzazione della Banca d'Italia, previo il rispetto di requisiti minimi a natura organizzativa (es.: composizione del governo societario; processi di attribuzione dei *rating*; ecc.) e di carattere quantitativo (es.: struttura dei sistemi di *rating*; utilizzo di modelli di fornitori esterni; ecc.). La procedura di convalida prevede che a fronte della presentazione della domanda, corredata da un'ampia serie di documenti di dettaglio, l'organo di vigilanza formalizzi una istruttoria, il cui esito debba essere trasmesso all'intermediario entro 6 mesi dall'avvio del processo⁷.

2.2 *I rating commerciali*

La previsione di utilizzare meccanismi di *rating* al fine di quantificare il rischio di credito, per effetto di disposizioni regolamentari, ha indotto le banche italiane a un più diffuso uso di tali metriche nei processi di affidamento della clientela, precedentemente limitate a pochi e limitati casi⁸. Sebbene non sussistano fonti pubbliche da cui trarre specifiche indicazioni in ordine alle technicalità assunte per la determinazione dei *rating*⁹, la modalità tipicamente seguita dal-

-
- 6) Attualmente sono previste sette classi: a) esposizioni creditizie verso amministrazioni centrali e banche centrali; b) esposizioni creditizie verso intermediari vigilati; c) esposizioni creditizie verso imprese; d) esposizioni creditizie al dettaglio; e) esposizioni in strumenti di capitale; f) posizioni verso cartolarizzazioni; g) altre attività.
 - 7) Per approfondimenti sul tema si veda, F. Cannata, Le disposizioni di vigilanza della Banca d'Italia e la procedura di convalida, in F. Cannata (a cura di), Il metodo dei rating interni, Bancaria Editrice, Roma, 2009, pp. 165 – 187.
 - 8) Si ricorda come, per le banche che intendano adottare i metodi *I.R.B.*, il ricorso a questi sia consentito da Banca d'Italia, solo nell'ipotesi in cui il sistema dei rating per tali banche rivesta una funzione essenziale nella concessione dei crediti, nella gestione del rischio, nell'allocazione del capitale e nelle funzioni di governo della banca. Ciò non di meno trovano ampia diffusione i rating aventi finalità commerciale anche presso gli istituti che per la misurazione del rischio di credito a fini regolamentari utilizzano il metodo standard.
 - 9) L'unico lavoro da cui sia possibile trarre una rassegna delle esperienze condotte in merito da parte dei principali gruppi bancari italiani è il seguente: G. De Laurentis, F. Saita, A. Sironi, Rating interni e controllo del rischio di credito. Esperienze, problemi, soluzioni, Bancaria Editrice, Roma, 2004. Prodromico a tale pubblicazione risulta essere il seguente lavoro: Banca d'Italia, Modelli per la gestione del rischio di credito. I rating interni, Tematiche Istituzionali, Roma, Aprile, 2000.

la maggior parte delle banche domestiche consiste nella stima della probabilità di *default* attraverso meccanismi di *scoring*. Quest'ultimi sulla base di dati relativi a campioni di aziende, manifestatesi come solvibili o meno (e in genere segmentate secondo diversi profili), individuano il *set* di indicatori maggiormente predittivi ai fini di tale discriminazione e in relazione a ciò ottimizzano i pesi da attribuire alle variabili quali – quantitative considerate. Esse in genere consistono nei dati relativi al rapporto creditizio eventualmente in essere (es.: Centrale dei Rischi, valori andamentali del rapporto, ecc.) e in aspetti più intimamente connessi alla particolare impresa (es.: dati di bilancio, prospettive del settore di appartenenza, ecc.). La definizione della P.D. consente infine di allocare la particolare impresa presso una corrispondente classe di *rating*.

Il processo sinteticamente descritto nella sostanza si basa su una valutazione degli aspetti di rischio operativo e finanziario d'impresa in relazione alle condizioni correnti e prospettiche delle stesse, ovvero prefigura l'uso di una metodologia *point in time*¹⁰; in talune esperienze si rileva come oltre alla rilevazione della probabilità di *default*, nella attribuzione del *rating* si tenga anche conto del tasso di recupero in caso di insolvenza, principalmente in ragione dei *collateral* assunti a presidio delle facilitazioni concesse (c.d. metodi *two dimensional*). L'uso di sistemi di *rating* interni ovviamente impone alle banche la verifica periodica della qualità dei giudizi espressi, in termini di coerenza tra valutazioni *ex ante* e risultati rilevati *ex post*. Gli strumenti utilizzati in proposito si individuano nella curva *Receiver Operating Characteristic* e nella curva di Gini (anche detta *Cumulative Accuracy Profile*)¹¹. La prima mira a identificare gli errori di discriminazione compiuti dal modello (imprese insolventi considerate come sane e viceversa), in corrispondenza del valore di *cut off* che separa i debitori in grado di adempiere alle proprie obbligazioni da quelli incapaci al riguardo; la seconda misura la coerenza tra le previsioni effettuate circa la classifica della probabilità di insolvenza di una controparte e il

10) Alternativo a quello in uso presso le agenzie di rating esterne che, come noto, seguono un processo di tipo *through the cycle*, secondo il quale il merito creditizio si ricava in base a ipotesi pessimistiche di scenario congiunturale e di andamento del settore.

11) Per un dettaglio in proposito si veda: A. Sironi, *Rischio e valore nelle banche*, Egea, Milano, 2005, pp. 368 – 374.

posizionamento effettivo delle insolvenze manifestatesi a posteriori.

2.3 *I rating di Cerved Group*

Cerved Group emette *rating unsolicited*¹², ovvero valutazioni dell'affidabilità creditizia che non sono state espressamente richieste dal soggetto analizzato; quest'ultimo, di conseguenza, non interviene in alcun modo nel processo di elaborazione del *rating*. L'assegnazione dello stesso prevede sistematicamente l'intervento di un analista che verifica, integra ed eventualmente modifica il giudizio sintetico espresso dal modello statistico adottato¹³: ai fini del rilascio, la proposta di *rating* predisposta viene validata da un apposito comitato. La scala in uso è una sequenza di giudizi di affidabilità espressi da codici alfanumerici: a una maggiore granularità della scala, corrisponde la possibilità di valutare il debitore sulla base di combinazioni di informazioni progressivamente più articolate, in grado di produrre una stima più accurata della sua probabilità di insolvenza. La scala di *rating* Cerved Group si compone di 19 classi identificabili con simboli alfanumerici compresi tra Aa.1 (eccellente – probabilità di insolvenza quasi nulla) a C.19 (minimo – probabilità di insolvenza molto elevata)¹⁴. Secondo la descrizione in uso, le classi da Aa.1 a B13 possono essere considerate come *pass*, vale a dire classi che ricomprendono debitori ritenuti affidabili, mentre da B14 a C19 si individua una probabilità di *default* progressivamente più elevata. Nella classificazione Cerved Group non è prevista una specifica classe di *rating* per i debitori in *default* (correntemente denominato *rating* D); nella sostanza, tuttavia, il modello classifica anche queste situazioni poiché il rilascio del *rating* per soggetti in *default* è inibito dalla procedura di calcolo.

12) Da gennaio 2013, Cerved Group può emettere anche *rating solicited*, essendo stata riconosciuta dall'Esma (European and Securities and Markets Authority) come Credit Rating Agency.

13) Ciò in conformità ai disposti del Regolamento CE nr. 1060/2009.

14) Come si nota dalla Tabella 1, il *rating* viene assegnato in ragione dell'intervallo in cui ricade la PDI del soggetto valutato. Tale scala di valori è al momento oggetto di revisione.

Tabella I - Classe di rating e ponderazione

Rating	PDI minima (%)	PDI massima (%)	Classe di merito di credito	Coefficienti di ponderazione delle esposizioni
			0	20%
Aa1	0,000	0,138	1	50%
Aa2	0,139	0,245		
Aa3	0,246	0,337		
A4	0,338	0,419		
A5	0,420	0,502		
A6	0,503	0,592	2	
Baa7	0,593	0,720		
Baa8	0,721	0,838	3	
Baa9	0,839	0,968		
Ba10	0,969	1,120		
Ba11	1,121	1,274	4	100%
Ba12	1,275	1,436		
B13	1,437	1,625		
B14	1,626	1,791	5	
B15	1,792	2,000		
B16	2,001	2,292		
C17	2,293	3,549	6	150%
C18	3,550	6,776		
C19	6,777	13,798		

Analiticamente, Cerved Group utilizza un modello di *scoring* basato su una metodologia di analisi multivariata in cui le variabili rilevanti ai fini della valutazione del merito di credito sono selezionate tramite l'analisi delle componenti principali (A.C.P.)¹⁵: tale tecnica statistica permette di analizzare i dati tenendo conto del loro carattere multidimensionale. L'obiettivo dell'A.C.P. consiste nell'individuare i fattori latenti che costituiscono la struttura di fondo delle relazioni osservate, ipotizzando che gli stessi siano legati linearmente con le variabili di partenza e che, in numero minore rispetto a queste, consentano una più agevole descrizione del fenomeno studiato. La riduzione del numero di variabili considerate si ottiene eliminando la ridondanza d'informazioni che deriva dall'osservazione di un certo numero di variabili fra loro correlate.

15) Per approfondimenti sul tema si vedano: G. Brunoro, *Analisi delle componenti principali*, FrancoAngeli, Milano, 1988; G. Di Franco, A. Marroda, *Analisi fattoriale e analisi in componenti principali*, Bonanno Editore, Catania, 2003.

Il *set* informativo utilizzato per l'elaborazione del *rating* Cerved Group è riconducibile a differenti aree, ascrivibili ai seguenti gruppi di variabili:

- Variabili economico – finanziarie. Si tratta di circa 800 indicatori ricavati dai bilanci ufficiali, che consentono di valutare il livello e la sostenibilità dell'indebitamento, ovvero la capacità dell'azienda di generare flussi di cassa sufficienti a ripagare il debito;
- Variabili sistemiche. Sono inerenti ad aspetti macroeconomici, territoriali e settoriali, valutati in termini previsionali, in grado di influenzare la solvibilità a medio termine della particolare impresa;
- Variabili anagrafiche e di *governance*. Sono rappresentate da elementi quali la dimensione e gli anni di vita dell'impresa, la composizione e le caratteristiche del *management*, il posizionamento sul mercato di riferimento, ecc.;
- Variabili pregiudizievoli. In questo caso vengono considerati un insieme di eventi negativi, quali la presenza di protesti, l'esistenza di ipoteche e pignoramenti, l'attivazione di procedure concorsuali, ecc., non solo sull'azienda considerata, ma anche sui propri esponenti e altre imprese eventualmente ad essa collegate.

A queste informazioni se ne aggiungono di ulteriori, riconducibili a *date base* proprietari, quali i tempi e le abitudini di pagamento, ovvero a notizie pubbliche desunte dalla stampa locale e nazionale (es.: attivazione di procedure di cassa integrazione).

I giudizi di *rating*, una volta emessi, sono sottoposti a monitoraggio continuativo. Tali attività, nel concreto, vengono svolte con le seguenti modalità:

- Attivazione di *trigger* automatici a seguito dell'aggiornamento del *set* informativo. La presenza di dati aggiornati, sia ufficiali, sia residenti, innesca l'avvio di un processo di revisione dei *rating* rilasciati;
- Attivazione autonoma da parte dell'analista. Quest'ultimo, a proprio giudizio o su segnalazione di strutture interne dedicate, in presenza di informazioni o eventi che possono influenzare il *rating* attiva in autonomia il processo di revisione.

Conformemente alle previsioni normative in merito, i *rating* vengono inoltre sottoposti a revisione e verifica almeno una volta all'anno: ciò consente di valutare la bontà delle valutazioni espresse ovvero la loro *performance* in termini di capacità predittiva.

3. L'analisi del portafoglio commerciale

Il tema della gestione del credito commerciale e delle sue implicazioni sui risultati complessivi d'impresa è da tempo oggetto di studi da parte del mondo scientifico, nonché di indagini a carattere più strettamente operativo¹⁶. Si ricorda, inoltre, come lo sviluppo della letteratura connessa alla valorizzazione del 'capitale intellettuale' abbiano evidenziato l'importanza della componente 'relazionale', in sintesi rappresentata dalla clientela attuale e prospettica, quale fondamentale *driver* di generazione di valore¹⁷. Una recente analisi svolta da McKinsey rileva come lo *stock* di crediti commerciali del sistema delle imprese italiane, relativamente all'anno 2010, ammonti a circa 500 miliardi di euro¹⁸: ipotizzando un livello di perdite attese su tale aggregato pari all'1,5 – 2% si deriva un controvalore di 7,5 – 10 mi-

-
- 16) Al riguardo, per i lavori della prima specie, si vedano: G. Brugger (a cura di), *La gestione del capitale circolante*, Egea, Milano, 1991; M. Dallochio, *Capitale circolante e politiche del credito commerciale*, in M. Dallochio, A. Salvi, *Finanza d'azienda*, Egea, Milano, 2004, pp. 657 – 690; L.A. Preve, V. Sarria-Allende, *Working Capital Management*, Oxford University Press, Oxford, 2010. Oltre a questi si ricorda una interessante sequenza di interventi da parte di Banca d'Italia sul tema ovvero: M. Omiccioli, *Il credito commerciale: problemi e teorie*, Temi di Discussione, nr. 494, giugno 2004; L. Cannari, S. Schiri, M. Omiccioli, *Condizioni di credito commerciale e differenziazione della clientela*, Temi di Discussione, nr. 495, giugno 2004; P. Finaldi Russo, L. Leva, *Il debito commerciale in Italia: quanto contano le motivazioni finanziarie*, Temi di Discussione, nr. 496, giugno 2004; A. Carmignani, *Funzionamento della giustizia civile e struttura finanziaria delle imprese: il ruolo del credito commerciale*, Temi di Discussione, nr. 497, giugno 2004. Per gli aspetti di natura operativa si consultino, invece, i seguenti lavori: L. Lombardi, *Determinazione del fido e gestione del credito commerciale*, FrancoAngeli, Milano, 1999; M.G.R. Pagliacci, *La politica del credito commerciale nella gestione aziendale*, FrancoAngeli, Milano 2007; F. Silvestri, R.G. Daverio, *Il Credit Manager Strategico*, Ipsoa, Milano, 2010.
- 17) Sul tema si vedano, T.A. Stewart, *Il capitale intellettuale*, Ponte alle Grazie, Milano, 1999; A. Cravera, M. Maglione, R. Ruggeri, *La valutazione del capitale intellettuale*, *Il Sole 24 Ore*, Milano, 2001; M. Costabile, *Il capitale relazionale*, McGraw-Hill, Milano, 2001.
- 18) Cfr. McKinsey&Company, *Business information: supporto decisionale strategico e fonte di vantaggio competitivo*, Dicembre 2011.

liardi di euro. Se si considera una rotazione media dei crediti di circa 90 giorni, il dato delle perdite per inesigibilità raggiunge un valore annuo di 30 – 40 miliardi di euro. Gli impatti, a livello sistemico, sulla redditività aziendale e sui relativi flussi di cassa delle imprese sono potenzialmente dirompenti: ne dovrebbe coerentemente conseguire, in fase di attribuzione dei *rating* da parte degli istituti bancari affidanti, un'attenta valutazione della qualità dei portafogli posseduti, rispetto alla diversa rischiosità delle controparti commerciali.

Quest'ultimo aspetto, come evidenziato in premessa, non sembra tuttavia essere oggetto di specifica analisi: le esperienze di più approfondita indagine al riguardo evidenziano come le banche chiedano al più indicazioni della principale clientela per volume di fatturato, ma non sviluppino misurazioni specifiche sulla solvibilità prospettica del portafoglio commerciale nel suo complesso. Le informazioni da acquisire in merito, per procedere alle elaborazioni che si intendono proporre, si limitano a una serie di dati anagrafici (es.: codice fiscale) e al volume delle esposizioni assunte nei confronti della particolare impresa in corso d'anno: a ciò si aggiungono ulteriori elementi generalmente rinvenibili attraverso fonti pubbliche (es.: bilanci, pregiudizievoli, ecc.). In relazione al nominativo oggetto di indagine e alla sua presenza in talune banche dati gestite da Cerved Group vengono infine utilizzati dati connessi alle abitudini di pagamento (es.: ritardi, dilazioni, richiami, ecc.), nonché informazioni sull'andamento atteso del settore e sulla composizione degli organi amministrativi. In questo modo è possibile pervenire a misurazioni di dettaglio in grado di orientare al meglio sia l'impresa, circa la gestione e il controllo del capitale circolante e delle politiche commerciali, sia la banca in termini di valutazione degli impatti sui propri affidati della probabilità di inadempienza che insiste sui portafogli attivi da questi detenuti. La misurazione della condizione corrente e prospettica dei margini economici e della liquidità aziendale e, in ultima analisi, della solvibilità sul medio – lungo termine delle imprese affidate si ritiene non possa prescindere da una verifica della 'bontà' delle singole controparti: ciò è quanto si propone attraverso il successivo esempio.

Al riguardo viene esaminato il portafoglio clienti di una impresa di piccole dimensioni che opera nel commercio all'ingrosso, i cui dati principali sono i seguenti (anno 2011):

LA VALUTAZIONE DELLA RISCHIOSITÀ DELLE CONTROPARTI COMMERCIALI DELLE IMPRESE:
UNA INTEGRAZIONE NECESSARIA DEI RATING BANCARI

Ricavi dalle vendite e prestazioni: 8.623.204 euro;
 MOL: 675.497 euro;
 Utile (Perdita): 38.783 euro;
 Patrimonio netto: 1.927.055;
 Aziende clienti: 2.776;
 Classe statistica di rischio Cerved Group: 5 (rischio moderato)¹⁹.

Applicando i *rating* elaborati da Cerved Group per singola controparte²⁰, si ottiene la seguente tabella:

Tabella II - Analisi del portafoglio

classe rating	totale aziende	% aziende	PDI media	default stimati	esposizioni	% esposizioni	perdita attesa in base ai default
Aa.1	0	0,0%	0,0%	-	0	0,0%	-
Aa.2	0	0,0%	0,0%	-	0	0,0%	-
Aa.3	11	0,4%	0,3%	0,04	926	0,0%	3
A.4	34	1,2%	0,4%	0,13	2.508	0,0%	9
A.5	11	0,4%	0,5%	0,05	50.071	0,6%	236
A.6	22	0,8%	0,5%	0,12	10.442	0,1%	56
Baa.7	11	0,4%	0,7%	0,08	121.224	1,5%	819
Baa.8	45	1,6%	0,8%	0,36	519.516	6,5%	4.171
Baa.9	11	0,4%	0,9%	0,10	21.733	0,3%	200
Ba.10	101	3,6%	1,0%	1,04	76.551	1,0%	791
Ba.11	56	2,0%	1,2%	0,68	75.312	0,9%	905
Ba.12	67	2,4%	1,4%	0,92	35.354	0,4%	483
B.13	146	5,3%	1,5%	2,25	324.346	4,1%	4.993
B.14	214	7,7%	1,7%	3,71	366.451	4,6%	6.367
B.15	742	26,7%	1,9%	14,22	2.771.473	34,7%	53.127
B.16	292	10,5%	2,2%	6,51	725.036	9,1%	16.157
C.17	584	21,1%	3,1%	17,85	2.112.861	26,5%	64.528
C.18	348	12,6%	4,8%	16,61	715.944	9,0%	34.140
C.19	79	2,8%	8,1%	6,39	57.232	0,7%	4.652
TOTALE	2.776	100,0%	2,6%	71,06	7.986.980	100,0%	191.639

19) La classe statistica di rischio è calcolata da Cerved Group attraverso una procedura automatica che misura la vicinanza del bilancio dell'impresa a quello tipico di società normali o di società in stato di difficoltà su una scala da 1 (solidità) a 7 (rischio elevato).

20) Nel caso di specie, le controparti considerate coprono il 92% del fatturato di bilancio: Cerved Group assegna un rating a tutte le imprese italiane, con modelli distinti per forma giuridica. Non sempre è invece possibile attribuire un rating a imprese estere o a soggetti non registrati presso le Camere di Commercio (enti pubblici, ecc.).

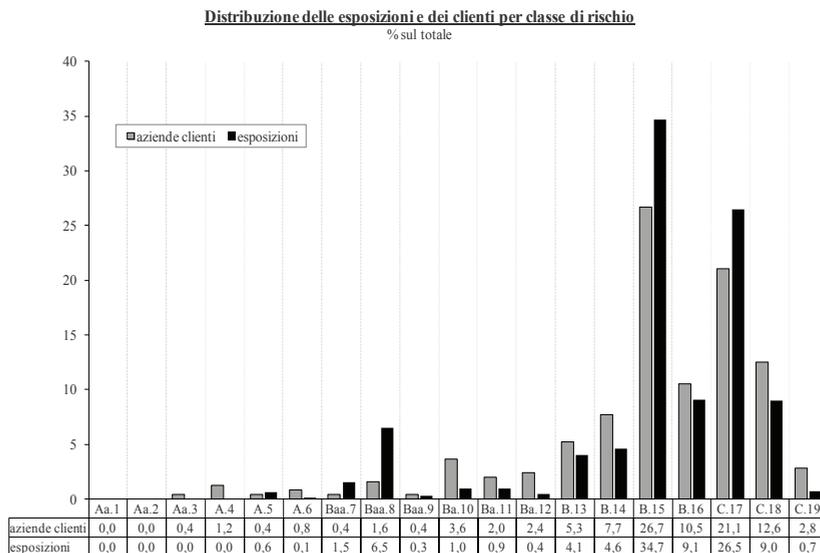
La stratificazione del totale aziende clienti per *rating* evidenzia una concentrazione di oltre un terzo del portafoglio nelle classi di valore C: considerando anche quelle rientranti nella classe B14 e successive (che prevedrebbero per le banche una ponderazione ai fini di Basilea2 del 150%) si giunge a un valore di oltre l'80%. Nella tabella è espresso un valore di sintesi per ogni classe di *rating* (PDI media), che corrisponde alla media semplice delle PDI puntuali delle imprese che rientrano in quel particolare raggruppamento. La probabilità di *default* media ponderata del portafoglio è pari al 2,6% (dato dalla somma dei prodotti tra il numero di aziende distinte per *rating* per la PDI relativa e successivamente divisa per il totale delle aziende): da ciò si ricava un numero atteso di posizioni in decozione di 71 clienti (ottenuti dal prodotto del numero di aziende per singola classe di *rating* per la relativa PDI media) e una perdita attesa totale, che risulta pari a 191.639 euro (somma del prodotto tra l'esposizione e la PDI per singola classe di *rating*), corrispondente al 2,40% del fatturato oggetto di analisi. Supponendo l'invarianza della leva operativa e in ragione di un rapporto corrente MOL/Fatturato del 7,83% è possibile stimare in circa 2,4 milioni di euro il volume di fatturato che l'azienda dovrebbe generare se volesse recuperare l'eventuale manifestazione della totale perdita attesa stimata²¹.

Un'elaborazione grafica della precedente tabella è espressa di seguito:

21) Nell'ipotesi che tutto il nuovo fatturato non sortisca ulteriori insolvenze: si noti che si tratta di un incremento di circa il 28%.

LA VALUTAZIONE DELLA RISCHIOSITÀ DELLE CONTROPARTI COMMERCIALI DELLE IMPRESE:
UNA INTEGRAZIONE NECESSARIA DEI RATING BANCARI

Figura I – Distribuzione delle esposizioni e dei clienti per classe di rischio

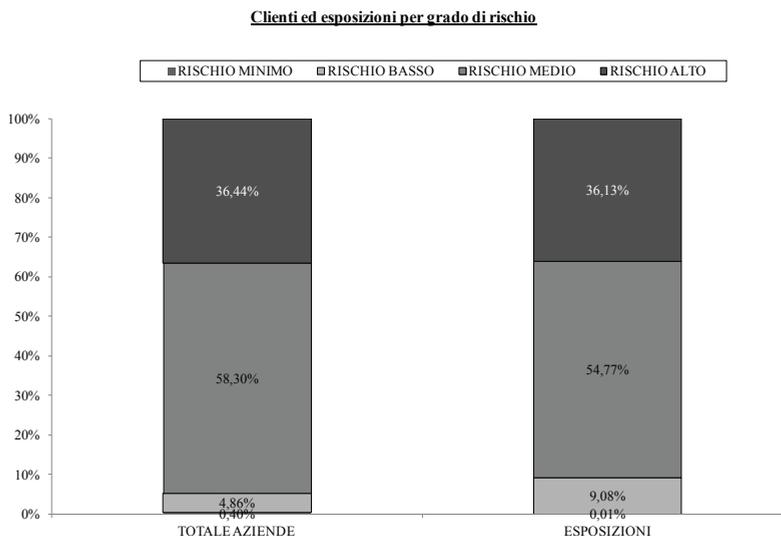


L'istogramma riporta nella colonna di destra la percentuale di fatturato verso clientela appartenente a una determinata classe di *rating* e in quella di sinistra la percentuale di aziende che la compongono. È facile notare come la classe modale per entrambe le variabili considerate sia la B15 e comunque il portafoglio presenti un addensamento significativo sia per esposizione, sia per numero di clienti, su livelli di *rating* prossimi al *default*. La relazione tra i due elementi riportati nel grafico permette di comprendere la granularità del fatturato rispetto alle controparti caratterizzate da un medesimo grado di rischio. Ad esempio, relativamente alla classe Baa8, 44 imprese generano un fatturato di circa 519 mila euro ovvero un volume di transazioni *pro capite* di circa 11.800 euro cadauna. Viceversa, per la classe Ba10, si nota come 82 clienti sviluppino un fatturato di 76 mila euro circa, con un dato *pro capite* di circa 900 euro.

Una ulteriore espressione del grado di rischio del portafoglio che considera congiuntamente il numero delle controparti e l'esposizione verso le stesse, attraverso un accorpamento in 4 gruppi delle classi di

*rating*²², si rileva dal seguente grafico:

Figura II – Clienti ed esposizioni per grado di rischio



Come si nota, si rilevano valori quasi corrispondenti tra il numero di aziende e il valore dell’esposizione nei confronti delle stesse, in ragione della macro segmentazione operata per livello di rischio: tale situazione di bilanciamento indica come l’eventuale riduzione del numero di controparti per una data categoria produca una quasi equivalente diminuzione di fatturato.

Un’opportuna valutazione del rischio del portafoglio commerciale richiede infine una segmentazione della clientela verso la quale è esposta l’azienda per entità del credito concesso. Sotto questo profilo, la scelta di opportune soglie per distinguere tale profilo dipende da caratteristiche specifiche dell’impresa (dimensioni del fatturato, settore di riferimento, ecc.). Per le finalità del presente lavoro sono

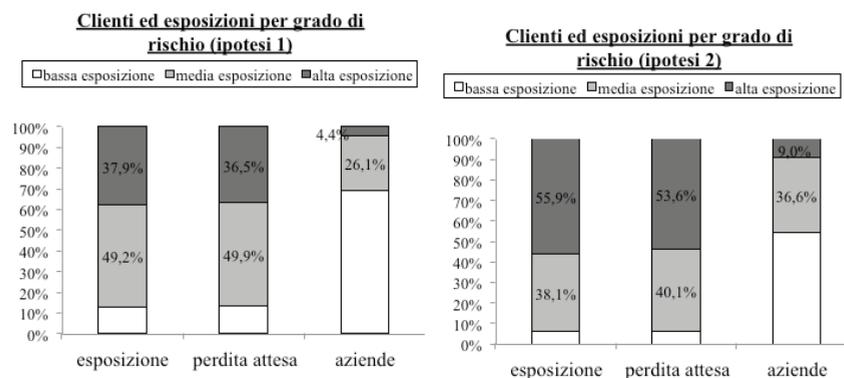
22) Il raggruppamento proposto è il seguente: Aa1 – Aa3; A4 – Baa9; Ba10 – B16; C17 – C19.

stati testati due *set* di ipotesi per individuare un *range* di riferimento ritenuto di interesse²³. Nel caso dell'impresa in questione, i parametri individuati sono i seguenti:

Tabella III – Parametri individuati

	Ipotesi 1		Ipotesi 2	
Alta esposizione	Imprese per cui il credito concesso pesa oltre lo 0,3% del fatturato	Crediti > 23.961 euro	Imprese per cui il credito concesso pesa oltre lo 0,1% del fatturato	Crediti > 7.987 euro
Media esposizione	Imprese per cui il credito pesa tra lo 0,05% e lo 0,3% del fatturato	Crediti compresi tra 3.992 e 23.961 euro	Imprese per cui il credito pesa tra lo 0,016% e lo 0,1% del fatturato	Crediti compresi tra 1.287 e 7.987 euro
Bassa esposizione	Imprese per cui il credito concesso pesa meno dello 0,05% del fatturato	Crediti < 3.993 euro	Imprese per cui il credito concesso pesa meno dello 0,016% del fatturato	Crediti < 1.287 euro

Figura III – Clienti ed esposizioni per grado di rischio



23) Si specifica che il credito di importo minimo – massimo verso una medesima controparte è, rispettivamente, pari a 2 euro circa e 85 mila euro circa.

Secondo l'ipotesi 1, si evidenzia come poco più del 4% delle imprese assommi le esposizioni di maggiore dimensione (37,9%) cui corrispondono perdite attese per circa 70 mila euro (ovvero il 36,5% del totale delle stesse); viceversa circa il 70% delle controparti è titolare di circa il 13% del fatturato e genera una quasi pari percentuale di perdite (13,6%). La situazione cambia se si adotta una segmentazione differente nel calcolo della categoria di esposizioni: in particolare, riducendo i valori utilizzati per la ripartizione, come evidenziato nell'ipotesi 2, si rileva come poco più del 45% delle aziende clienti esprima un livello di perdite attese pari a circa il 94% rispetto a un equivalente valore sul totale delle esposizioni. La distribuzione delle tre variabili considerate attesta come, in entrambi i casi, il portafoglio veda oltre la metà delle aziende clienti titolari di un volume di crediti particolarmente modesto quanto a singolo controvalore, che riflette una altrettanto ridotta entità di perdite attese.

Le diverse elaborazioni svolte consentono di valutare in dettaglio il livello di rischio incorporato dal portafoglio clienti. Se si procede al semplice rapporto tra il livello delle perdite attese e la somma delle esposizioni considerate si deriva una percentuale del 2,40%, che riportata su una scala di *rating* su sette livelli, (AAA; AA; A; BBB; BB; B; C) ognuno dei quali riconducibili a un *range* di valori, definisce sulla base dell'esperienza di Cerved Group, la classe B come espressiva della 'qualità' media del portafoglio. Tale risultato, significativamente modesto, se considerato nell'ambito della valutazione complessiva della specifica impresa, potrebbe legittimamente determinare un *notch down* nel *rating* da attribuirsi.

4. Conclusioni

La valutazione del rischio di credito nella concessione di finanziamenti bancari poggia principalmente sulla elaborazione di informazioni rivenienti da quattro ambiti ovvero i bilanci aziendali, le segnalazioni della Centrale dei Rischi, i dati di lavoro ritratti dai rapporti in essere e le eventuali garanzie prestate. Dalla combinazione delle stesse con elementi di carattere qualitativo, gli istituti di credito derivano delle probabilità di *default* che consentono di ricondurre la particolare impresa a una determinata classe di *rating*: in ragione del merito rilevato, si procede o meno con la concessione e il prezzamen-

to dell'operazione. Limitando le analisi agli aspetti indicati e in considerazione del fatto che la principale modalità di affidamento a breve termine è rappresentata dalle operazioni di smobilizzo dei crediti vantati dall'impresa nei confronti della propria clientela, si suppone che potrebbero manifestarsi distorsioni significative nei processi valutativi interni e più in generale nella corretta allocazione del credito. In specie, si potrebbero rilevare dei casi in cui a fronte di un buon *rating* aziendale, foriero di una percezione del rischio modesta, la qualità media del portafoglio clienti risulti estremamente bassa, esponendo la banca a recuperi difficoltosi delle anticipazioni concesse; viceversa, l'assegnazione di *rating* non particolarmente brillanti, in grado di condizionare negativamente le richieste di credito avanzate, potrebbe essere temperata in ragione di un limitato rischio in capo alle controparti commerciali dell'impresa in analisi. Più in dettaglio, la valutazione puntuale della clientela in portafoglio agli affidati, dovrebbe consentire alle banche di perfezionare i propri interventi nel finanziamento dei fabbisogni di circolante, dosando e restringendo le anticipazioni solo nei confronti di controparti caratterizzate da probabilità di *default* ritenute accettabili in relazione alle *policy* aziendali. L'utilità delle verifiche rassegnate si presenta anche per le singole imprese, in termini di indirizzo e gestione delle politiche commerciali, nonché di impatti sui fabbisogni generati dal capitale circolante. In particolare, la distribuzione delle controparti per aggregazioni di rischio, piuttosto che per livello di esposizione consente di operare una selezione ragionata sui *target* di clientela, presenti o prospettici, cui rivolgere le vendite. La stima delle perdite attese condotta per famiglie di *rating*, direttamente riconducibili ai singoli nominativi che le popolano, può inoltre orientare con maggiore efficacia le politiche di prezzo e di scontistica adottabili *pro tempore*, come pure il loro dato complessivo (o dei valori parziali dello stesso) permette di calcolare i punti di pareggio dei margini economici tramite lo sviluppo di nuovo fatturato; il numero di *default* consente inoltre di prevedere la complessità delle attività da svolgere con riferimento alla gestione dei contenziosi. In ottica prospettica, infine, si ritiene che a fronte di possibili significative acquisizioni di nuova clientela risulti opportuno procedere alla misurazione preventiva delle modifiche che le stesse potrebbero apportare alla qualità media complessiva del portafoglio,

al fine di ritrarre adeguate considerazioni sugli impatti che ne potrebbero derivare.

Le diverse considerazioni espresse fanno ritenere come l'integrazione degli aspetti connessi alla rischiosità delle controparti commerciali delle imprese affidate, nella formulazione di *rating* commerciali da parte delle banche, rappresenti un affinamento imprescindibile degli stessi e soprattutto consenta di qualificare i rapporti creditizi secondo una logica di relazione sistemica, in luogo di *view* puntuali sui singoli clienti.

Riferimenti bibliografici

Banca d'Italia, *Nuove disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche*, Circolare n. 263, 27 dicembre 2006;

Banca d'Italia, *Modelli per la gestione del rischio di credito. I rating interni*, Tematiche Istituzionali, Roma, Aprile, 2000;

Brugger G. (a cura di), *La gestione del capitale circolante*, Egea, Milano, 1991;

Brunoro G., *Analisi delle componenti principali*, FrancoAngeli, Milano, 1988;

Cannari L., Schiri S., Omiccioli M., *Condizioni di credito commerciale e differenziazione della clientela*, Temi di Discussione, nr. 495, giugno 2004;

Cannata F., *Le disposizioni di vigilanza della Banca d'Italia e la procedura di convalida*, in Cannata F. (a cura di), *Il metodo dei rating interni*, Bancaria Editrice, Roma, 2009;

Carmignani A., *Funzionamento della giustizia civile e struttura finanziaria delle imprese: il ruolo del credito commerciale*, Temi di Discussione, nr. 497, giugno 2004;

Costabile M., *Il capitale relazionale*, McGraw-Hill, Milano, 2001;

Cravera A., Maglione M., Ruggeri R., *La valutazione del capitale intellettuale*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2001;

Dalocchio M., *Capitale circolante e politiche del credito commerciale*, in Dalocchio M., Salvi A., *Finanza d'azienda*, Egea, Milano, 2004;

De Laurentis G., Saita F., Sironi A., *Rating interni e controllo del rischio di credito. Esperienze, problemi, soluzioni*, Bancaria Editrice, Roma, 2004;

- Di Franco G., Marroda A., *Analisi fattoriale e analisi in componenti principali*, Bonanno Editore, Catania, 2003;
- Finaldi Russo P., Leva L., *Il debito commerciale in Italia: quanto contano le motivazioni finanziarie*, Temi di Discussione, nr. 496, giugno 2004;
- Lombardi L., *Determinazione del fido e gestione del credito commerciale*, FrancoAngeli, Milano, 1999;
- McKinsey&Company, *Business information: supporto decisionale strategico e fonte di vantaggio competitivo*, Dicembre 2011;
- Omiccioli M., *Il credito commerciale: problemi e teorie*, Temi di Discussione, nr. 494, giugno 2004;
- Preve L.A., Sarria-Allende V., *Working Capital Management*, Oxford University Press, Oxford, 2010;
- Pagliacci M.G.R., *La politica del credito commerciale nella gestione aziendale*, FrancoAngeli, Milano 2007;
- Silvestri F., Daverio R.G., *Il Credit Manager Strategico*, Ipsoa, Milano, 2010;
- Sironi A., *Rischio e valore nelle banche*, Egea, Milano, 2005;
- Stewart T.A., *Il capitale intellettuale*, Ponte alle Grazie, Milano, 1999.

**UN'ANALISI DELL'EFFICIENZA NELLA RACCOLTA
DIFFERENZIATA DELLE REGIONI ITALIANE**

AN EFFICIENT ANALYSIS OF RECYCLING IN ITALY AT REGIONAL LEVEL

Alessandro Crociata e Nicola Mattoscio

*Dipartimento di Scienze Filosofiche, Pedagogiche
ed Economico-Quantitative
Università di Chieti-Pescara "G. D'Annunzio"*

*Department of Philosophical, Pedagogical
and Economic-Quantitative Sciences
University of Chieti-Pescara "G. D'Annunzio"*

crociata@gmail.com

mattoscio@unich.it

I comportamenti pro-ambientali ed il tasso di raccolta sono un'emergenza di ordine pubblico. La letteratura esistente sulla gestione dei rifiuti raramente considera i fattori culturali le determinanti della raccolta differenziata. L'obiettivo principale di questo lavoro è di verificare quali regioni italiane sono classificate come efficienti nell'attività di raccolta muovendo da un punto culturale. A questo scopo viene condotta un'analisi dell'efficienza applicando il metodo Data Envelopment Analysis (DEA) durante gli anni 2003-2007. I risultati delle analisi empiriche hanno evidenziato una classifica delle regioni efficienti e non efficienti in termini di relazione tra le questioni ambientali e la partecipazione culturale. I risultati, inoltre, mostrano per ogni regione inefficiente un punto di riferimento.

PAROLE CHIAVE: RACCOLTA DIFFERENZIATA • CONSUMI CULTURALI • COMPORTAMENTO PRO-AMBIENTALE • EFFICIENZA TECNICA • DATA ENVELOPMENT ANALYSIS

Pro-environmental behavior and recycling are a public policy concern. The existing literature on waste management rarely considers the cultural factors among predictors of recycling. The main objective of this paper is to verify which Italian regions are ranked among the most efficient ones in recycling by moving from a cultural point. To this purpose, we carry out the efficiency analysis applying the Data Envelopment Analysis (DEA) method to Italian Regions during 2003-2007. The results of empirical analysis have highlighted a ranking of efficient and non-efficient Regions in terms of connection between environmental issues and cultural participation. Meanwhile the results show for each inefficient region a benchmark.

KEYWORDS: RECYCLING • CULTURAL CONSUMPTIONS • PRO-ENVIRONMENTAL BEHAVIOR • TECHNICAL EFFICIENCY • DATA ENVELOPMENT ANALYSIS

1. Introduzione

Nel quadro generale delle linee di *policy* per la sostenibilità ambientale, la gestione dei rifiuti è diventata una delle maggiori sfide per le autorità locali e nazionali. In tal senso, l'agenda politica di numerosi paesi si è concentrata nel raggiungere obiettivi sostenibili nella gestione dei

rifiuti, affrontando il problema della raccolta differenziata (UNCED, 1992). Nonostante la rilevanza che la questione ha assunto nel discorso pubblico, c'è ancora un dibattito aperto sulle determinanti della raccolta differenziata. Una vasta attività di ricerca interdisciplinare sui comportamenti pro-ambientali alimenta un marcato divario interpretativo sul tema. Il punto di vista economico, per esempio, è intento a capire gli effetti degli incentivi monetari (si veda Curlee, 1986). Gli psicologi ambientali si concentrano sulle motivazioni altruistiche (si veda De Young, 1986). I sociologi pongono attenzione alle pressioni sociali sui vincoli ambientali (si veda Burn e Oskamp, 1986). I giuristi considerano gli effetti delle leggi sulla gestione dei rifiuti (si veda Lanza, 1983). Gli ingegneri, infine, studiano gli effetti relativi alle tecnologie e ai sistemi di raccolta (si veda Noll, 1985). All'interno di questa vasta letteratura le determinanti culturali della raccolta vengono solamente accennate e il rapporto tra accesso culturale e comportamenti pro-ambientali è raramente esplorato in profondità. Quest'articolo parte dall'ipotesi principale che il capitale culturale favorisce la consapevolezza su una moltitudine di questioni sociali importanti, e quindi motiva gli individui ad assumere maggiori responsabilità della dimensione pro-sociale dei loro atti quotidiani (si veda in tal senso l'analisi esplorativa di Crociata et al. 2012). Muovendo da tali assunzioni lo scopo di questo lavoro è quello di effettuare un'analisi dell'efficienza regionale adottando la Data Envelopment Analysis (DEA). Tale metodologia è in grado di misurare l'efficienza considerando come input i consumi culturali e il livello di raccolta come output. I nostri risultati mostrano una graduatoria specifica e, come previsto, mostrano un chiaro livello di eterogeneità tra regioni. L'articolo è organizzato come segue. Il paragrafo 2 delinea l'ancoraggio teorico del lavoro, il paragrafo 3 introduce e commenta la metodologia DEA, il paragrafo 4 presenta i dati utilizzati, il paragrafo 5 descrive i risultati ottenuti e il paragrafo 6 dà delle conclusioni.

2. Il framework teorico

La cultura come concetto mostra un alto tasso di difficoltà semantica, nel nostro lavoro per approcciare quello che potrebbe diventare un para-

metro di riferimento evanescente, facciamo affidamento ad un corpus di studi noto con il nome di *cultural economics*. L'economia della cultura è una branca di studi che è cresciuta all'interno della teoria economica come una disciplina dedicata allo studio delle caratteristiche economiche connesse alla creazione, produzione, distribuzione e consumo di beni culturali. La nascita dell'economia della cultura risale, convenzionalmente, alla pubblicazione della ricerca di Baumol e Bowen (1966), in cui viene sviluppata una teoria sulla debolezza del settore finanziario, in particolare per il settore delle *performing arts*. Nonostante le difficoltà di ordine semantico e analitico, la letteratura prodotta in questo ambito di ricerca, ha sviluppato, negli anni, un eclettismo tematico e metodologico, caratterizzato dall'interesse di domini scientifici differenti (Crociata, 2010). Alimenta questa letteratura una serie di studi, che mostrano come l'interesse per l'arte e la cultura non sia mai stato assente dalla riflessione degli economisti. Nella storia del pensiero economico, dunque, sono presenti numerose riflessioni sulla peculiarità del settore, a volte a carattere prevalentemente intuitivo e distaccato, a volte a titolo di interesse personale e *divertissement* extraprofessionale (Mattoscio, 2006), a volte con speculazioni che collocano la ricerca economica nel campo delle scienze morali. Per una review della letteratura si veda Throsby (1994), Towse (1997, 2003), Santagata, Segre e Trimarchi (2007). Un nutrito filone di ricerca all'interno della *cultural economics* si focalizza sulle determinanti della domanda di beni culturali. Per quanto riguarda la peculiarità di consumi culturali, Trimarchi (1993) evidenzia una sorta di "informazione impossibile" (come lui la definisce) che impedisce ai consumatori di un corretto meccanismo di valutazione preventiva. In questo modo i beni culturali sono accostati ai beni fiducia o *trust goods* (Scandizzo, 1999). Nella letteratura scientifica sul consumo culturale sono numerosi gli approcci ortodossi, secondo cui la funzione di domanda si basa su ipotesi neoclassica. In questo modo la teoria economica convenzionale postula la domanda in funzione dei prezzi relativi e il livello di reddito, con preferenze esogene, dunque date. La famosa opera fornita da Stigler e Becker (1977) segue questo tipo di approccio, che fornisce il modello di "dipendenza razionale", secondo cui la funzione di utilità non cambia nel tempo. Molti autori ritengono che il processo di consumo dipenda dalla quantità delle informazioni raccolte dai singoli. L'accumulo di dati percettivi e cognitivi suscita, formalmen-

te, una sorta di apprendimento progressivo che permette di apprezzare sempre di più la natura dei beni culturali e della qualità. McCain (1995) sostiene che questo processo è una forma di *learning-by-consuming* che influenza i gusti dei consumatori. Questo processo, sostanzialmente, riduce la percezione del rischio nel consumare un bene immateriale e il problema dell'informazione asimmetrica. Throsby (1994), analizzando il consumo culturale, interpreta i gusti per le arti come un processo in tre fasi: (i) la presenza di soddisfazione, (ii) l'accumulazione di conoscenze, (iii) l'accumulazione di conoscenze e di esperienze che colpisce il consumo futuro. Una gran parte dei beni culturali, infatti, è ricondotta alla categoria dei beni di esperienza (Pine e Gilmore, 2011). Collegato alla categoria esperienziale, vi è la considerazione che il consumo di un bene culturale sia alimentato dalle sue caratteristiche di bene relazionale e posizionale, che permette di distinguere chi è pronto per eseguire quest'azione (Bordieau, 1979), un atteggiamento che trova una risposta in quelli che Veblen (1899) chiama "consumi vistosi" nella teoria della classe agiata. In un tal senso, il consumo di beni culturali è interpretato come l'espressione di due diversi orientamenti motivazionali in confronto agli altri (Sacco e Zarri, 2005). "Il primo corrisponde al desiderio di avvicinarsi all'altro per definire una relazione, a cui è associato un valore positivo. La linea posizionale, corrisponde invece al desiderio di guadagnare una posizione migliore rispetto agli altri su qualche scala". (Zamagni, 2005, p. 156). Questa particolare configurazione, per cui l'utilità dell'individuo nel consumo è riferita alla quantità consumata dagli altri individui, solleva una critica al comportamento degli agenti secondo una razionalità olimpica. A partire da questi contributi possiamo, più in generale considerare la partecipazione culturale come una piattaforma per la rigenerazione sociale, il networking, e la coesione (Everingham, 2003). Come Throsby (1999) sostiene, il capitale culturale immateriale include idee, pratiche, credenze, tradizioni e valori, che portano un significato particolare e il valore identitario per i gruppi e le comunità. Nei suoi studi sul capitale culturale immateriale, Hutter (1996) sostiene che la cultura può svolgere un ruolo importante nella formazione di un'identità collettiva in una comunità, rafforzando in tal modo i legami sociali vincolanti e contribuendo all'applicazione delle norme sociali (Antoci, Sacco e Vanin, 2007). Muovendo dalle stesse assunzioni, la cultura rappresenta una delle determinanti dei comportamenti pro-ambientali, e

l'obiettivo di questo articolo è quello di verificare quali regioni italiane sono classificate tra le più efficienti nella gestione dei rifiuti collegando l'attività di raccolta differenziata all'accesso culturale.

3. Il framework empirico

La Data Envelopment analysis (DEA) è un metodo non parametrico utilizzato in economia per la stima della frontiera di produzione, perché in grado di misurare empiricamente l'efficienza produttiva di un'unità decisionale (detta DMU). Gli approcci non parametrici hanno il vantaggio di non assumere una forma funzionale particolare per la frontiera. Invece di specificare esplicitamente la forma della frontiera, i metodi non parametrici la stimano a partire dai dati: i valori di misura degli input e degli output vengono, infatti, utilizzati per formare un insieme di possibilità di produzione e la frontiera di questo insieme viene utilizzata come benchmark. L'analisi DEA, in tal modo, misura l'efficienza in modo deterministico, utilizzando le tecniche di programmazione lineare per avvolgere i vettori di input-output osservati più fedelmente possibile. Il vantaggio principale è la possibilità di considerare contemporaneamente più input e più output. Per misurare l'efficienza di DMU è necessario avere un punto di riferimento. In linea di principio questo è rappresentato dalla frontiera di tutta la possibilità di produzione, chiamata anche la frontiera efficiente. La distanza radiale di una DMU osservata dalla frontiera fornisce una misura di efficienza relativa. Parliamo di efficienza relativa poiché la sua misurazione mediante la DEA è condotta con riferimento ad un sottoinsieme di efficienti "buone pratiche" DMU, con cui le altre DMU sono confrontate. Dal lavoro iniziale di Charnes et al (1978), numerosi modelli DEA sono stati utilizzati per valutare l'efficienza delle organizzazioni pubbliche e non-profit, ad esempio, negli ospedali (Kuntz, Scholtes & Vera 2007; Kuntz & Vera 2007) per le forze di polizia (Thanassoulis 1995; Sun 2002; Aristovnik et al 2012), nei distretti corte d'appello (Marselli e Vannini, 2004), per l'inclusione dei disabili nel mercato del lavoro mercato (Agovino & Maselli, 2011). In questo articolo si valuta l'efficienza tecnica implementando il modello di Charnes, Cooper e Rhodes (CCR). Questo modello, che deriva dalla programmazione lineare, in questa sede è applicato nella modalità "output oriented", perché stima la massima espansione

fattibile degli output delle unità decisionali all'interno della frontiera di produzione, considerando tutte le possibili combinazioni di input-output. Ciascuna delle n DMU ($j = 1, \dots, n$) da valutare impiega quantità variabili di m input differenti per produrre s output diversi. L'efficienza relativa alla DMU j_0 è ottenuto dal seguente modello:

$$h_0 = \max \sigma_0$$

s.t.

$$\sum_{j=1}^n \lambda_j x_{ij} \leq x_{ij_0} \quad \forall i$$

$$\sigma_0 y_{rj_0} - \sum_{j=1}^n \lambda_j y_{rj} \leq 0 \quad \forall r$$

$$\lambda_j \geq 0, \quad \lambda_{j_0} = 1$$

Dove y_{rj} è l'importo del r -esimo output della DMU j , x_{ij} è la quantità dell'input i -esimo della DMU j e λ_j sono i pesi di DMU j . Il valore di σ_0 ottenuto è definito di efficienza tecnica della DMU j_0 ed è delimitato tra 0 e 1: un'unità tecnica efficiente avrà un punteggio pari a uno, mentre quelli inefficienti avranno un punteggio inferiore all'unità.

4. Dati

In questo studio l'approccio DEA è utilizzato per valutare le prestazioni di 20 regioni italiane nel periodo 2003-2007 rispetto al livello di raccolta differenziata e al diverso consumo culturali degli italiani. I dati richiesti sono stati selezionati da due fonti diverse, entrambe ottenute presso l'Istituto Nazionale Italiano di Statistica (ISTAT). I dati di output sono stati ottenuti dal sondaggio "Noi Italia - Sezione Ambiente", mentre i dati di input sono stati estratti dal database "Cultura in cifre". Per quanto riguarda l'output si considerano i kg di raccolta per abitante, fornito da ISPRA (Istituto Italiano di ricerca ambientale e di prevenzione). Prima di procedere con l'analisi DEA, forniamo

una analisi di correlazione al fine di giustificare i consumi culturali (CC) come determinante di comportamenti di raccolta differenziata (RB). In ogni caso le variabili di selezione non è stata arbitraria, ma successiva ai risultati delle analisi di Crociata et al (2012): per il consumo culturale (CC), abbiamo considerato la media di consumo di libri, giornali, cinema, musei/mostre e di musica non classica. Per quanto riguarda il comportamento di raccolta differenziata (RB), abbiamo considerato i kg di riciclaggio per abitante. Come mostrato nella Tabella 1 vi è una relazione significativa tra consumo culturale e raccolta nel periodo analizzato, una correlazione che mostra un 5% di significatività.

Tab. 1 - Correlazione tra consumi culturali e raccolta differenziata

Anno	Correlazione_CC e RB
2003	0.7579*
2004	0.7872*
2005	0.8314*
2006	0.9024*
2007	0.8859*

Per eseguire l'analisi DEA, per il consumo di beni culturali consideriamo la variabile cumulativa per ogni tipo di consumo, così da cogliere l'effetto continuo di consumo culturale sul comportamento pro-ambientale, e filtrando effetti occasionali. Questa scelta metodologica trova le sue radici nella letteratura (vedi Mattoscio e Furia, 2010 per una rassegna critica e Crociata, 2010 per le sue caratteristiche multidimensionali). Inoltre, come abbiamo prima indicato, l'accesso ai consumi culturali dipende dal fondo individuale di esperienze (Pine e Gilmore, 2011), competenze (Wright, 1975), e le capacità (Sen, 2000), in gran parte, in particolare riguardanti le precedenti esperienze di accesso culturale. Per questo motivo consideriamo l'accumulo di queste esperienze e di apprendimento come una forma di capitale culturale. Muovendo da questi presupposti abbiamo preso in consi-

derazione i valori cumulati di consumi culturali, che sono particolarmente rilevanti tra i fattori predittivi della raccolta differenziata. Le variabili utilizzate nel modello sono rappresentate nella tabella 2 qui sotto riportata.

Tab. 2 – Variabili DEA

No. di DMU = 20
No. di output = 1
Output (1) = Kg raccolta differenziata pro-capite
No. of input = 5
Input (1) = cum_libri
Input (2) = cum_quotidiani
Input (3) = cum_cinema
Input (4) = cum_musei/mostre
Input (5) = cum_musica non classica

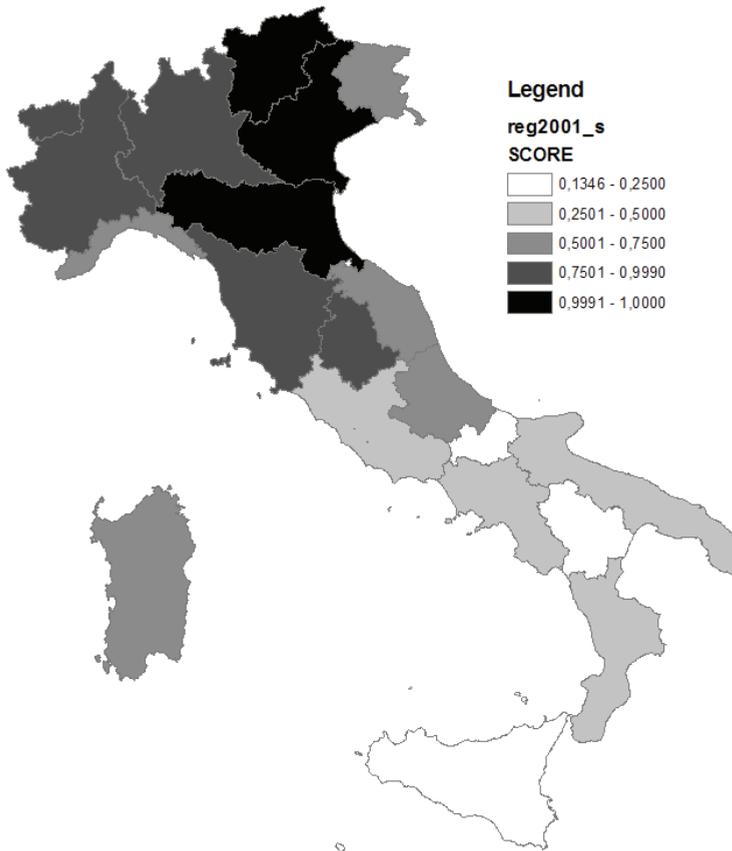
5. L'analisi

In questa sezione forniamo i risultati dell'analisi DEA, che mostrano i punteggi di efficienza in base alla scelta del modello *CCR output oriented*. In particolare, l'analisi mostra che ci sono tre regioni efficienti nella raccolta.

Tab. 3 - Punteggi di efficienza DEA nelle Regioni Italiane, 2007

DMU	Score	Rank	Reference set (lambda)			
Piemonte	0,9658	4	Veneto	0,7174	Emilia-Romagna	0,2320
Valle d'Aosta	0,9381	7	Veneto	0,5693	Emilia-Romagna	0,3509
Lombardia	0,9402	6	Veneto	0,9581		
Trentino-Alto Adige	1,0000	1	Trentino-Alto Adige	1,0000		
Veneto	1,0000	1	Veneto	1,0000		
Friuli-Venezia Giulia	0,7496	9	Veneto	0,9922	Emilia-Romagna	0,0145
Liguria	0,5594	13	Emilia-Romagna	0,8259		
Emilia-Romagna	1,0000	1	Emilia-Romagna	1,0000		
Toscana	0,9581	5	Veneto	0,3628	Emilia-Romagna	0,5434
Umbria	0,7837	8	Emilia-Romagna	0,8199		
Marche	0,5804	11	Veneto	0,0655	Emilia-Romagna	0,7509
Lazio	0,3219	17	Veneto	0,0684	Emilia-Romagna	0,8405
Abruzzo	0,5597	12	Emilia-Romagna	0,7038		
Molise	0,1345	20	Emilia-Romagna	0,5719		
Campania	0,4842	14	Emilia-Romagna	0,5477		
Puglia	0,3465	16	Emilia-Romagna	0,5410		
Basilicata	0,2235	19	Veneto	0,1065	Emilia-Romagna	0,4923
Calabria	0,3532	15	Emilia-Romagna	0,4873		
Sicilia	0,2443	18	Emilia-Romagna	0,5364		
Sardegna	0,6979	10	Veneto	0,3722	Emilia-Romagna	0,4501

Solo tre regioni, Trentino-Alto Adige, Veneto ed Emilia-Romagna, sono efficienti. Possiamo notare che solo la parte nord dell'Italia mostra regioni che sono efficienti, mentre la parte centrale e meridionale del paese presenta nessuna regione entro i *top performer*. È interessante confrontare questi risultati con i dati Istat sul consumo culturale secondo i quali Trentino-Alto Adige, Veneto ed Emilia-Romagna sono tra le regioni con la maggiore quantità di consumi culturali.

Fig. 1 - Punteggi di efficienza DEA nelle Regioni Italiane, 2007

La mappa rappresentata nella figura 1 mostra una situazione più chiara dei risultati nelle regioni italiane. Il quadro che emerge rivela una predominanza delle regioni settentrionali, seguita dalle regioni centrali e infine quelli del sud. Questi risultati sono importanti perché indicano una sostanziale differenza nelle regioni italiane. In ogni caso, possiamo notare un'Italia a "due parti", vale a dire il paese è diviso in due parti nettamente distinte, la parte nord, vicinissima all'efficien-

za e la parte sud con un punteggio molto basso. Oltre a ciò è anche possibile identificare le regioni scarsamente performanti e i loro riferimenti relativi efficienti, perché l'analisi DEA è in grado di dare informazioni sulle DMU efficienti che possono fungere da unità di riferimento. Secondo i risultati, la colonna "Reference set" (Tab. 3) mostra la frequenza con la quale le regioni efficienti come riferimento per quelli inefficienti. Possiamo notare che l'Emilia Romagna è la regione che appare molto spesso nei gruppi di riferimento.

Tab. 4 Punteggi di efficienza DEA per le ragioni italiane, 2003 – 2007

DMU	2007		2006		2005		2004		2003	
	Score	Rank								
Piemonte	0,965875	4	0,951624	6	0,881996	6	0,816387	6	0,723525	7
Valle d'Aosta	0,938122	7	0,878005	7	0,830028	7	0,810195	7	0,853077	6
Lombardia	0,940273	6	0,979762	5	0,961323	4	0,980139	4	1,000000	1
Trentino-Alto Adige	1,000000	1	1,000000	1	1,000000	1	1,000000	1	0,986567	4
Veneto	1,000000	1	1,000000	1	1,000000	1	1,000000	1	1,000000	1
Friuli-Venezia Giulia	0,749678	9	0,672641	9	0,652995	9	0,614472	9	0,679536	8
Liguria	0,559421	13	0,533544	12	0,503161	12	0,522653	10	0,580420	10
Emilia-Romagna	1,000000	1	0,994444	4	0,949178	5	0,926647	5	0,917761	5
Toscana	0,958138	5	1,000000	1	1,000000	1	1,000000	1	1,000000	1
Umbria	0,783755	8	0,843685	8	0,751388	8	0,621432	8	0,607218	9
Marche	0,580443	11	0,578183	10	0,557362	10	0,489560	11	0,485699	11
Lazio	0,321963	17	0,329465	17	0,311419	16	0,257417	16	0,251331	17
Abruzzo	0,559761	12	0,551018	11	0,509292	11	0,457192	12	0,385200	14
Molise	0,134554	20	0,150628	20	0,159873	20	0,098615	20	0,109359	20
Campania	0,484281	14	0,442946	14	0,412822	13	0,402949	13	0,328854	15
Puglia	0,346498	16	0,360083	15	0,317831	15	0,282793	15	0,415448	12
Basilicata	0,223508	19	0,226334	19	0,188173	19	0,180814	18	0,209966	18
Calabria	0,353259	15	0,330585	16	0,357574	14	0,387234	14	0,393518	13
Sicilia	0,244363	18	0,287960	18	0,238663	18	0,220638	17	0,258673	16
Sardegna	0,697989	10	0,533203	13	0,283144	17	0,164828	19	0,120645	19

Osservando i risultati della DEA nel periodo 2003-2007 si osservano, in modo dinamico, le prestazioni delle regioni che rendono evidenti tre gruppi distinti. Il primo gruppo è rappresentato da regioni che migliorano le loro prestazioni (Piemonte, Trentino-Alto Adige, Emilia-Romagna, Abruzzo, Sardegna). Il secondo gruppo è rappresentato

da regioni che peggiorano le loro prestazioni (Lombardia, Liguria, Toscana, Puglia, Calabria, Sicilia). Infine, il terzo gruppo è rappresentato da regioni che rimangono più o meno costanti nel loro prestazioni (Veneto, Friuli-Venezia Giulia, Valle d'Aosta, Umbria, Marche, Lazio, Molise, Campania, Basilicata). Durante il periodo analizzato, è interessante notare che il Veneto e il Trentino-Alto Adige (ad eccezione del 2003) sono sempre le regioni più performanti, mentre Emilia-Romagna solo nel 2007 diventare uno di loro.

6. Conclusioni

In questo articolo abbiamo valutato le performance delle regioni italiane, fornendo una classifica di regioni efficienti. Il lavoro poggia le sue basi su un inedito nesso causale: ci si muove dall'ipotesi che il capitale culturale motiva gli individui ad assumersi maggiori responsabilità e migliori comportamenti pro-ambientali, alimentando un'identità collettiva della comunità e rafforzando i legami sociali in grado contribuire all'applicazione delle norme ambientali. Grazie all'approccio non parametrico per la misurazione dell'efficienza, l'analisi DEA, i risultati hanno evidenziato una classifica delle regioni efficienti e non. Questi risultati sono importanti perché indicano una sostanziale eterogeneità nelle regioni italiane. Nel frattempo mostrano un punto di riferimento per ogni regione inefficiente e l'Emilia Romagna è la regione che appare più volte come parametro di riferimento. Considerando il periodo 2003-2007, le regioni italiane sono divise in tre gruppi e due regioni rimangono come top performer (Veneto e Trentino -Alto Adige). Questo lavoro cerca di affrontare un tema ancora poco esplorato ed ha come obiettivo sollevare il dibattito sulle determinanti culturali dei comportamenti pro-ambientali declinati attraverso il tasso di raccolta differenziata. Questo tema assume rilevanza strategica all'interno delle politiche ambientali pubbliche che devono affrontare oggi nuove sfide, sotto forma di gestione sostenibile dei rifiuti. Sebbene questo problema sia emerso come una priorità pubblica, c'è un atteggiamento ancora blando nei confronti di strategie di prevenzione. All'interno di questo scenario c'è, dunque, spazio per ritenere che i programmi legati alla cultura potrebbero esercitare effetti positivi sulla gestione dei rifiuti. Anche se in fase

esplorativa, la nostra analisi potrebbe essere utile per la progettazione e l'attuazione di strategie preventive per ridurre i costi ambientali e la spesa pubblica considerando l'impatto dell'accesso culturale. Tale argomento assume ancor più rilevanza considerando che gli incentivi monetari hanno un ruolo significativo sul comportamento pro-ambientale, ma soffrono del limite della temporalità, vale a dire che sono efficaci fino a quando sono in vigore (Frey e Jegen , 2001). Al fine di stabilire cambiamenti a lungo termine nel comportamento pro-ambientale sembra che le regioni dovrebbero prendersi cura di dimensione culturale e sui livelli di efficienza della raccolta differenziata relativi a questa nuova dimensione strategica.

Riferimenti bibliografici

Agovino M. e Rapposelli A. (2013): “Inclusion of disabled people in the Italian labour market: an efficiency analysis of law 68/1999 at regional level”, *Qual Quant*, 47, pp. 1577–1588 DOI 10.1007/s11135-011-9610-2

Antoci A., Sacco P.L. e Vanin, P. (2007): “Social capital accumulation and the evolution of social participation”, *Journal of Socio-Economics*, 36, pp. 28-143.

Aristovnik, A., Seljak, J. e Jernej Mencingeret J. (2012): “Relative efficiency of police directorates in Slovenia: A non-parametric analysis”, *Expert Systems with Applications*, <http://dx.doi.org/10.1016/j.eswa.2012.08.027>

Baumol, W. J. e Bowen, W. G. (1966): *Performing arts: The Economic Dilemma*, New York, The M. I. T. Press.

Bourdieu, P. (1986): *The Forms of Capital*. In *Handbook of Theory and Research in the Sociology of Education*. Edited by Richardson J. G. New York: Greenwald Press.

Burn, SM. e Oskamp, S. (1986): “Increasing community recycling with persuasive communication and public commitment”, *Journal of Applied Social Psychology*, 26, pp. 29-41.

Charnes, A., Cooper, W.W. e Rhodes, E. (1981): “Evaluating program and managerial efficiency: an application of Data Envelopment Analysis to program follow through”, *Manag. Sci.*, 27, pp. 668–697.

Curlee, R.T. (1986): *The economic feasibility of recycling*. Praeger,

New York.

Crociata A. (2010): "A Multidimensional Framework of Cultural Economics". *Global & Local Economic Review*. Vol. XIII (1), pp. 101 – 122. ISSN, 1722-4241.

Crociata A., Lilla M. e Sacco PL. (2012): "Recycling waste. Does culture matter?", IULM University, Milan. Mimeo.

De Young, R. (1986): "Some psychological aspects of recycling", *Environment and Behavior*, 18 (July), pp. 435-449.

Everingham, C. (2003): *Social Justice and the Politics of Community*. Ashgate, London.

Frey B.S. e Jegen R. (2001): "Motivational crowding theory", *Journal of Economic Surveys*, 15, pp. 589-611.

Kuntz L. e Vera A. (2007): "Modular organization and hospital performance", *Health Services Management Research* 20(1), pp. 48–58.

Kuntz, L., Scholtes S. e Vera A. (2007): "Incorporating Efficiency in Hospital Capacity Planning in Germany", *European Journal of Health Economics* 8(3), pp. 213-223.

Lanza, D.R. (1983): "Municipal solid waste regulations: An ineffective solution to a national problem". *Fordham Urban Law Journal*, 10, pp. 215- 245.

Marselli R e Vannini M. (2005): "L'efficienza tecnica dei distretti di corte d'appello italiani: aspetti metodologici, benchmarking e arretrato smaltibile", WP CRENoS WP 09/2004 (con R. Marselli), in V. Ferrari (a cura di), *l'Amministrazione della giustizia e la società italiana del 2000*, Giuffrè, Milano.

Mattoscio N. (2006): "Profili di economia della cultura e il caso dell'Abruzzo" in Tiboni E. 2006, a cura di, *La cultura in Abruzzo dal secondo dopoguerra ad oggi*, pp. 267-298.

Mattoscio N. e Furia D. (2010): "A multidimensional model analysis in cultural economics: the Italian case", *Tourism Economics*, 16(3), pp. 565- 583, ISSN: 1354- 8166.

McCain, R. (1995): "Cultivation of Taste and Bounded Rationality: Some Computer Simulations", *Journal of Cultural Economics*, 19, pp. 1-15.

Noll, K. (1985): *Recovery, recycle and reuse of industrial wastes*. Lewis Publishers. Chelsea, MI.

Pine, B.J. e Gilmore, J.H. (2011): *The experience economy*, Updated

- edition, Harvard Business Review Press, Cambridge, Mass.
- Sacco P.L. e Zarri L. (2005): *Teoria dei giochi comportamentale e preferenze sociali* in Viale R., (a cura di) *Le nuove economie*, Edizione del Sole 24 Ore, Milano.
- Santagata W., Segre G. e Trimarchi M. (2007): “Economia della cultura: la prospettiva italiana”. *Economia della cultura*, 4/2007.
- Scandizzo P. L. (1999): “Governance, sviluppo e non profit: i settori di impegno delle Fondazioni bancarie”, *Sviluppo Economico*, Volume 3, Numero 2.
- Sen, A.K. (2000): *Development as freedom*, Anchor Books, New York.
- Shirky, C. (2010): *Cognitive surplus. Creativity and generosity in a connected age*, Penguin Press, New York.
- Stigler, G. e Becker G. (1977): “De gustibus non est disputandum”, *American Economic Review*, 67, 2, pp. 76-90.
- Sun, S. (2002): “Measuring the relative efficiency of police precincts using data envelopment analysis”, *Socio-Economic Planning Sciences*, 36(1), pp. 51-71.
- Thanassoulis, E. (1995): “Assessing police forces in England and Wales using data envelopment analysis”, *European Journal of Operational Research*, 87(3), pp. 641-657.
- Throsby D. (1994) “The Production and Consumption of the Arts; A view of Cultural Economics”, *Journal of Economic Literature*, pp. 1-29.
- Throsby, D. (1999), “Cultural Capital” *Journal of Cultural Economics*, 23, pp. 3-12.
- Towse R. (1997): *Cultural Economics: The Arts, the Heritage and the Media Industries*, Edward Elgar, Cheltenham.
- Towse R. (2003): *A Handbook of Cultural Economics*, Edward Elgar, Northampton, MA.
- Trimarchi M. (1993): *Economia e cultura: organizzazione e finanziamento delle istituzioni culturali*, Franco Angeli editore.
- UNCED, Agenda 21: Action Plan for the Next Century United Nations Conference on Environment and Development, United Nations, Rio de Janeiro, 1992
- Veblen T. (1986): *The Theory of the Leisure Class: An Economic Study of Institutions*, trad. it. *La teoria della classe agiata: studio eco-*

nomico sulle istituzioni, Edizioni Comunità, Torino.

Wright, D.F. (1975): "Musical meaning and its social determinants", *Sociology*, 9, pp. 419-435.

Zamagni S. (2005): *L'economia civile e i beni relazionali*, in Viale R., (a cura di) *Le nuove economie*, Edizione del Sole 24 Ore, Milano.

**LA CRISI DEL DEBITO SOVRANO GRECO:
STORIA, RUOLO DELLA BCE E IMPATTO
SUL SISTEMA FINANZIARIO EUROPEO**

*THE CRISIS OF THE SOVEREIGN GREEK DEBT: HISTORY, ROLE OF THE
ECB AND IMPACT ON THE EUROPEAN FINANCIAL SYSTEM*

Edoardo Catelani

*Dipartimento di Scienze per l'Economia e l'Impresa
Università degli Studi di Firenze*

edoardo.catelani@unifi.it

Tra il 2010 e il 2012 si è assistito alla crisi e alla successiva decurtazione del 60 per cento del debito pubblico di uno dei paesi aderenti all'euro, la Grecia. Si è trattato della più grande ristrutturazione del debito di un paese europeo dagli anni Cinquanta ad oggi e, sebbene, quantitativamente parlando, non si sia trattato di importi in grado di incidere sulla stabilità del sistema finanziario del Vecchio Continente, molto è stato discusso sull'impatto che essa ha avuto sulla moneta unica e su una soluzione che ponesse definitivamente fine alla crisi finanziaria dello Stato ellenico. Il presente articolo fa il punto della situazione a più di un anno di distanza dalla ristrutturazione del debito, analizzando quindi l'impatto che ha avuto sul sistema finanziario europeo e sulla Banca Centrale Europea; si formuleranno infine alcune osservazioni in merito alla sua sostenibilità nei prossimi anni.

PAROLE CHIAVE: DEBITO PUBBLICO • MERCATI FINANZIARI • RISCHIO SOVRANO • GRECIA

Between 2010 and 2012 Europe observed the crisis and the following curtailment of the 60 per cent of the public debt of one of euro country, Greece. This event constituted the greatest swap of an European country from 1950s; although the complex amount of the operation had not influenced the stability of European financial system, there were many discussions about the impact it had on the unique currency and on a solution that ended definitively the Greek financial crisis. This essay analyzes the situation after more than one year from the facts, studying the impact that had on the European financial system and on the European Central Bank. Some observations will be expressed about its possibility of reimbursement in next years.

KEYWORDS: PUBLIC DEBT • FINANCIAL MARKETS • SOVEREIGN RISK • GREECE

1. Crisi e ristrutturazione del debito dello Stato ellenico

Nell'ottobre del 2009 il Pasok, il partito socialista greco di cui era leader George Papandreou, vinse le elezioni contro la coalizione di Kostas Karamanlis che fino ad allora aveva detenuto la maggioranza, seppure con uno scarto di pochissimi voti. I vincitori, però, ebbero

appena il tempo di rallegrarsi: dopo pochi giorni, il nuovo Governo annunciò che la situazione economica e finanziaria del paese, al contrario di quanto si era sostenuto fino ad allora, era a dir poco drammatica: il rapporto deficit/PIL, che si prevedeva che nell'anno sarebbe stato contenuto entro il 6 per cento, era in realtà al 12,7; il debito pubblico sarebbe salito al 120 per cento del PIL entro dicembre, mentre il Prodotto Interno Lordo sarebbe sceso di oltre il 2 per cento in ragione d'anno. Di questi dati, quelli che più colpiscono gli osservatori e gli stessi Greci, primi destinatari delle tragiche notizie, sono i primi due, ma sarà soprattutto il debito pubblico ad essere tenuto costantemente sotto controllo da parte della comunità internazionale negli anni successivi, per timore di uno *shock* sui mercati finanziari. Esso infatti avrà una crescita notevole in un lasso di tempo relativamente breve, diventando sempre più ingestibile nonostante tutti gli sforzi del Governo per porre un freno alla sua corsa.

La notizia, inoltre, colpisce tutta Europa, perché la Grecia appartiene all'area dell'euro, è uno dei paesi più sviluppati al mondo, con tassi di crescita fino ad allora abbastanza buoni, e scardina la mentalità corrente che l'economia di un paese occidentale possa entrare in una fase di crisi. In realtà, l'insostenibilità dei debiti sovrani, innestata da un periodo negativo per l'economia che comincia nel 2008 con il crac dei debiti *subprime* negli Stati Uniti, non solo non è affatto cessato con la crisi greca, ma potrebbe essere nei prossimi anni uno dei problemi più rilevanti per tutte le economie sviluppate (Europa e Stati Uniti).

Tornando ai fatti, occorre provvedere urgentemente alla situazione. Il Governo Papandreou decise di ridurre drasticamente la spesa pubblica per il 2010 diminuendo del 10 per cento le spese per il *welfare* e riformando sia il sistema tributario sia quello previdenziale. Una simile manovra correttiva, nonostante la sua durezza e la mancata approvazione da parte della popolazione locale, si dimostrò ben presto insufficiente e nel febbraio del 2010, a pochi mesi dal suo varo, ne venne fatta un'altra, con il medesimo obiettivo: riportare il rapporto deficit-PIL entro il 3 per cento in quattro anni. Questa seconda manovra agiva ancora più a fondo: venivano bloccati gli stipendi pubblici, innalzata l'età pensionabile e aumentata l'imposizione fiscale sui carburanti. In aprile venne poi varata una terza manovra, analoga alla

seconda, che ridusse del 20 per cento gli stipendi dei dipendenti pubblici, decise la diminuzione, sempre per i lavoratori statali, del 30 per cento della tredicesima e della quattordicesima mensilità, aumentò l'IVA e le accise. Le politiche economiche, si sa, hanno però necessità di un certo periodo di tempo per spiegare i propri effetti e la Grecia, al livello in cui si trova, tempo non ne ha più: mentre vengono decise queste draconiane misure, il Tesoro ammette di non poter più far fronte al rimborso del debito in scadenza e il Governo si trova costretto a richiedere aiuti finanziari all'Unione Europea per evitare una sicura bancarotta. In conseguenza di una tale richiesta, questa concede, all'inizio di maggio, 110 miliardi di euro in tre anni in cambio di una politica della spesa pubblica ulteriormente restrittiva.

In quegli stessi mesi, le agenzie di rating decisero di declassare i titoli dello Stato greco valutandoli ad un passo dal *default*. Per anni esse avevano sbagliato a giudicare il rischio dei titoli ellenici, sottovalutando sistematicamente, ma nel 2010 il giudizio si sarebbe poi rivelato corretto: evidentemente, le stime divulgate dal Governo e sopra riportate potevano far ben prevedere quello che poi è accaduto, cioè l'insostenibilità del debito greco entro un orizzonte temporale di due anni¹. Con gli aiuti della comunità internazionale la Grecia riuscì a far fronte ai propri impegni di breve termine, ma tutte le parti in causa sapevano bene che la soluzione sarebbe stata solo temporanea e che sarebbe stato necessario predisporre un piano di più lungo termine per far fronte ai debiti pregressi e per rilanciare l'economia greca che, nel frattempo, aveva subito un colpo molto duro. Dopo un anno dai fatti sopra riportati, nel maggio del 2011, il piano di risanamento era pronto, e prevedeva un ritorno del paese alla crescita economica per il biennio 2015-2016. Sussisteva però un problema di non poco conto: secondo i calcoli degli analisti, il debito pubblico greco sarebbe arrivato entro pochi anni al 160 per cento del PIL, un livello assolutamente insostenibile anche in presenza di una buona crescita economica. A questa previsione si deve aggiungere il problema dei costi a cui il Governo

1) Ma secondo Gartner et alii (2011), le agenzie di *rating* costituirebbero una delle cause dei problemi finanziari degli Stati, in quanto aggraverebbero una situazione già critica; secondo questo studio, dunque, il mercato finanziario valuta il rischio di *default* di uno Stato incorporando anche il giudizio delle agenzie di *rating*.

ellenico era costretto a rifinanziarsi sui mercati: sempre nel maggio del 2011, i *bond* decennali venivano collocati al 15,6 per cento, un tasso che ipotitava qualsiasi ripresa economica del paese.

Nonostante gli sforzi compiuti, nel corso dei mesi successivi i problemi finanziari della Grecia si aggravano sempre di più, tanto che si avverte con sempre maggiore insistenza la necessità di una rinegoziazione di almeno parte del debito statale. Nel luglio del 2011 si decide per una decurtazione del 21 per cento del valore nominale dei titoli greci in mano agli investitori privati, in prevalenza intermediari creditizi, ma ci si accorge ben presto che una simile operazione non sarà sufficiente: già nell'ottobre del 2011 il taglio previsto aumenta al 50 per cento; in contropartita di questa rinegoziazione, il Parlamento greco si impegna a varare nuove misure di austerità per il 2012: riduzione di un quinto dei dipendenti pubblici, privatizzazioni di imprese statali, aumenti delle imposte sugli immobili e sui consumi.

Dopo mesi di trattative con l'Unione Europea, il Fondo Monetario Internazionale e la Banca Centrale Europea (quella che da allora viene chiamata *troika*) la Grecia raggiunge un accordo sul debito da estinguere e sugli ulteriori finanziamenti da ottenere. Ai creditori privati è proposto un taglio del 53,5 per cento del valore nominale dei titoli in loro possesso, con una decurtazione complessiva di 205 miliardi di euro sui 357 totali del debito pubblico ellenico; i titoli sui quali è praticato l'*haircut* sarebbero stati ritirati dal mercato e sostituiti per il 31,5 per cento da venti nuovi titoli dello Stato greco con scadenze comprese tra gli 11 e i 20 anni, mentre il resto sarebbe stato convertito con titoli a breve termine emessi dal fondo istituito dall'Unione Europea per rifinanziare gli Stati dell'euro in crisi (lo *European Financial Stability Facility*, brevemente EFSSF, creato nel maggio 2010 e dal 2012 sostituito dallo *European Stability Mechanism*). Il rendimento dei titoli di nuova emissione erano calmierati e decisi dall'accordo per evitare speculazioni del mercato: dal 2 per cento per quelli in scadenza nel febbraio 2015 al 4,3 per cento di quelli in scadenza al 2042. Sui *bond* di legislazione greca, che costituivano la maggioranza dei titoli sottoposti a ristrutturazione, mentre una minoranza di questi era stata emessa in accordo con la legislazione internazionale, il Governo si riservava il diritto di esercitare

le *clausole di azione collettiva*: qualora cioè le adesioni volontarie all'operazione su detti titoli fossero state superiori al 75 per cento, il Governo avrebbe avuto la possibilità di far aderire coattivamente al concambio anche la restante parte dei possessori di obbligazioni greche. In cambio lo Stato ellenico avrebbe ottenuto ulteriori aiuti per 130 miliardi di euro.

Venne rilevato a questo punto un problema. Le principali istituzioni bancarie e finanziarie detentrici di *bond* greci si erano assicurate contro il rischio di insolvenza dello Stato per miliardi di euro attraverso i *Credit Default Swap* (CDS), derivati su crediti che permettono di assicurarsi contro il rischio di insolvenza della controparte. Ci si chiedeva se il caso in questione avesse configurato *default* dello Stato, con conseguente pagamento dei premi da parte delle controparti assicuratrici. Una risposta positiva al quesito, anche se sarebbe stata la più logica, avrebbe di contro presupposto esborsi eccezionali da parte delle istituzioni assicuratrici, con il rischio di un crac delle stesse istituzioni e di un devastante *effetto domino*. La *International Swaps and Derivatives Association*, in una riunione convocata ad hoc per decidere sulla questione, ha deliberato, nel febbraio del 2012, che l'accordo di ristrutturazione del debito greco non avrebbe configurato un *credit event* e che quindi non sarebbe stato dovuto il pagamento dei premi. Lo scrivente si chiede a questo punto che senso abbia assicurarsi contro il rischio di insolvenza se poi, nel caso in cui si verifici, l'assicuratore cerca tutti i modi per eludere i contratti stipulati.

La ristrutturazione o *swap*, come è anche stato chiamato, sui titoli greci è avvenuto tra la fine di febbraio 2012 e l'8 marzo 2012. L'adesione degli investitori privati è stata dell'86 per cento sui titoli sottoposti alla legge greca e del 69 per cento sugli altri titoli. Una partecipazione così elevata per la prima categoria di obbligazioni ha permesso al Governo ellenico di esercitare le *clausole di azione collettiva* favorendo così la ristrutturazione del 100 per cento di questa categoria di titoli. Inoltre, lo Stato greco decise di riaprire i termini della partecipazione allo *swap* fino al 20 aprile 2012 raccogliendo in questo modo nuove adesioni per ulteriori 2 miliardi di euro. Alla fine della procedura, l'ammontare di debito ristrutturato è risultato pari a 199 miliardi di

euro su un totale di 206²: l'operazione era quindi andata a buon fine.

2. Le cause della crisi greca

Vale la pena a questo punto chiedersi come si sia giunti alle vicende che abbiamo sinteticamente riferito.

Fino al 2005 il rapporto tra il debito pubblico greco e il PIL dello Stato è risultato relativamente stabile: oscillava intorno al 100 per cento, una percentuale sistematicamente inferiore a quella italiana e belga, i due paesi dell'Unione Europea con il valore più alto. Diamo a questo proposito una tabella con i tre valori:

Tabella 1: Rapporto debito pubblico/PIL negli anni 1996-2005 per Grecia, Belgio e Italia

Stato/anno	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Grecia	99,40%	96,60%	94,50%	94%	103,40%	103,70%	101,70%	97,40%	98,60%	100%
Belgio	127,20%	122,50%	117,20%	113,60%	107,80%	106,50%	103,40%	98,40%	94%	92%
Italia	120,20%	117,50%	114,30%	113,10%	108,60%	108,30%	105,40%	104,10%	103,70%	105,70%

Fonte: Rielaborazione dell'autore su dati Eurostat

Tuttavia, se ad un primo sguardo sembra che l'andamento del debito dei tre paesi vada di pari passo, ad un'analisi più attenta si nota che mentre il valore del Belgio e dell'Italia, ancorché elevato, è diminuito costantemente nel periodo considerato, quello della Grecia è stato molto più volatile: in diminuzione dal 1996 al 1999, è però aumentato nel 2000 e nel 2001 per poi scendere nel 2003 e poi risalire nuovamente. Questo fatto sicuramente non è stato preso in debita considerazione dal Governo greco e dagli organismi internazionali, forse illusi dal fatto, come dicevo prima, che il rapporto debito/PIL in Grecia oscillava costantemente attorno al 100 per cento e che solo dal 2005 in poi si è stabilizzato oltre quella soglia, come si può notare dalla tabella seguente.

2) Sull'adesione alla procedura di ristrutturazione del debito greco si veda Banca d'Italia (2012), pag. 18.

LA CRISI DEL DEBITO SOVRANO GRECO:
STORIA, RUOLO DELLA BCE E IMPATTO SUL SISTEMA FINANZIARIO EUROPEO

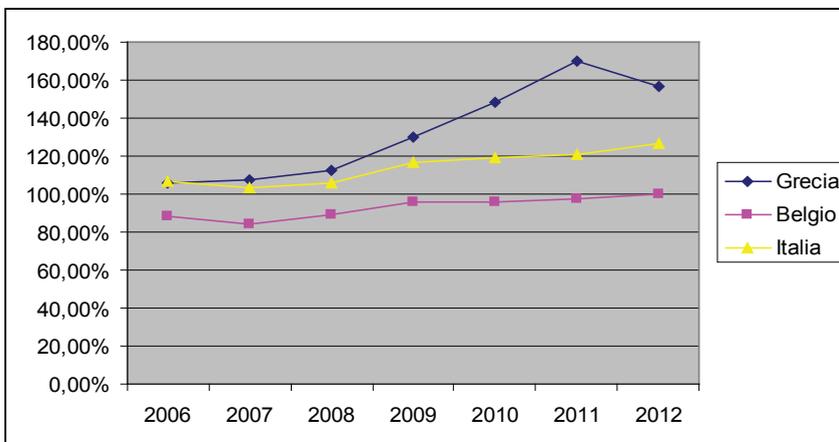
Tabella 2: Rapporto debito pubblico/PIL negli anni 2006-2012 per Grecia, Belgio e Italia

Stato/anno	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Grecia	106,10%	107,40%	112,90%	129,70%	148,30%	170,30%	156,90%
Belgio	88%	84%	89,20%	95,70%	95,50%	97,80%	99,60%
Italia	106,30%	103,30%	106,10%	116,40%	119,30%	120,80%	127%

Fonte: Rielaborazione dell'autore su dati Eurostat

Dai dati osserviamo che tutti e tre i paesi presentano un aumento del valore, ma la Grecia rileva il differenziale più alto tra un anno e l'altro. Questa considerazione risulterà più chiara se si traspongono i dati della tabella 2 in un grafico:

Grafico 1: Rapporto debito pubblico/PIL negli anni 2006-2012 per Grecia, Belgio e Italia



Fonte: Rielaborazione dell'autore su dati Eurostat

LA CRISI DEL DEBITO SOVRANO GRECO:
STORIA, RUOLO DELLA BCE E IMPATTO SUL SISTEMA FINANZIARIO EUROPEO

Confrontiamo adesso i tassi di crescita del PIL greco con quello medio dell'Unione Europea allargato a 27 paesi dal 2003, primo anno di cui si dispongono di dati, al 2012:

Tabella 3: Tassi di crescita del PIL da un anno ad un altro dal 2003 al 2012 per l'Unione Europea (media) e per la Grecia

Anni	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Media UE	1,50%	2,60%	2,20%	3,40%	3,20%	0,40%	-4,50%	2,10%	1,60%	-0,40%
Grecia	5,90%	4,40%	2,30%	5,50%	3,50%	-0,20%	-3,10%	-4,90%	-7,10%	-6,40%

Fonte: Rielaborazione dell'autore su dati Eurostat

La Grecia ha avuto tassi di crescita economica a volte notevolmente superiori, a volte più vicini, ma mai inferiori, alla media UE fino al 2007; nel 2008 ha contenuto la diminuzione del PIL, mentre dal 2009 in poi l'economia è letteralmente precipitata. Si comprende allora bene l'ascesa vertiginosa del rapporto debito/PIL: non più sorretto da una robusta crescita economica come era accaduto negli anni precedenti, il debito pubblico, già evidentemente molto elevato in valore assoluto, è diventato insostenibile.

Dal punto di vista del bilancio statale, la Grecia, dal 2000 al 2008 ha raddoppiato, seppur con un calo nel 2001, nel 2005 e nel 2006, sia le entrate tributarie che le spese correnti: li indichiamo nella tabella sottostante anno per anno. Il loro saldo ovviamente si eguaglia, per cui i due valori coincidono.

Tabella 4: Entrate e uscite dello Stato ellenico tra il 2000 e il 2008 (consistenze in milioni di euro)

Anni	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Entrate = Uscite	63.397	60.433	69.144	76.952	92.781	90.437	88.122	116.178	126.912

Fonte: Istituto Nazionale Greco di Statistica (2011), Tavola I:1, pag. 31

LA CRISI DEL DEBITO SOVRANO GRECO:
STORIA, RUOLO DELLA BCE E IMPATTO SUL SISTEMA FINANZIARIO EUROPEO

Purtroppo le serie storiche dell'Istituto Nazionale Greco di Statistica non procedono oltre il 2008, per cui non è possibile sapere a quanto sia ammontato il bilancio annuale del Governo greco proprio negli anni dell'entrata in recessione del paese e della seguente crisi finanziaria; tuttavia, i dati disponibili sono interessanti perché in linea con la crescita del PIL del paese nei primi anni Duemila e con l'immagine che se trae: un'economia forte, capace spesso di crescere a ritmi più elevati di quelli degli altri paesi europei. Stessa conclusione se si considerano gli investimenti statali: in questo caso il tasso di crescita è più basso, ma, nel complesso, in ascesa. La serie purtroppo è ancor meno completa della precedente perché copre solo gli anni 2002-2008.

Tabella 5: Investimenti statali dello Stato ellenico dal 2002 al 2008 (consistenze in milioni di euro)

Anni	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Investimenti statali	7.014	8.435	9.381	7.507	8.182	8.720	9.608

Fonte: Istituto Nazionale Greco di Statistica (2011), Tavola VII:1, pag. 55

Dai dati esposti si deduce che lo Stato greco ha aumentato le spese in considerazione del fatto che l'economia aveva sostanziosi tassi di crescita. Viene però a questo punto il sospetto che la crescita economica dei primi anni Duemila fosse stata artificiosa³. Senza voler dare una risposta puntuale sulla questione, che occuperebbe ben altro spazio che quello di un breve articolo sul debito greco, merita prendere in considerazione il fatto che tra la fine degli anni Novanta e l'inizio della crisi, in Grecia c'è stato un vero e proprio *boom* immobiliare: dal 1997 al 2008 i prezzi delle abitazioni nelle zone urbane sono più

3) C'è anche chi ha parlato di conti pubblici truccati per anni dai Governi greci. In un articolo dell'inizio della crisi si dice che alcuni funzionari dell'Unione Europea sarebbero arrivati presto ad Atene per verificare i conti pubblici degli anni precedenti, "un'impresa non facile vista la complessità degli artifici finanziari ideati da [una delle principali banche di investimento a livello mondiale] per ridurre il peso del debito ellenico." (Da Rold, 2010); la pesante accusa era stata formulata dal *New York Times* qualche giorno prima (New York Times, 2010).

LA CRISI DEL DEBITO SOVRANO GRECO:
STORIA, RUOLO DELLA BCE E IMPATTO SUL SISTEMA FINANZIARIO EUROPEO

che raddoppiati, con aumenti a volte superiori al 10 per cento da un anno all'altro.

Tabella 6: Indice dei prezzi delle abitazioni in Grecia dal 1997 al 2008

Anni	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Indice prezzi	100	114,4	124,5	137,7	157,5	179,3	189	193,4	214,5	240,6	251,6	258,2
Percentuale di cambiamento da un anno all'altro	9,7%	14,4%	8,9%	10,6%	14,4%	13,9%	5,4%	2,3%	10,9%	12,2%	4,6%	2,6%

Fonte: Banca Centrale Greca (2008), pag. 64

Oltre a ciò, il volume delle nuove costruzioni e delle aggiunte ad edifici già esistenti ha superato dal 2001 i 70 milioni di metri cubi, ed ha avuto un crollo solo dopo il 2008⁴; negli anni cruciali della crescita economica il settore edile ha avuto quindi un notevole rilievo, al contrario di altri segmenti di mercato la cui crescita è stata più molto più contenuta. Fra questi, annoveriamo sicuramente il turismo. La Grecia ha da secoli una forte attrattiva sui visitatori stranieri; eppure, le statistiche indicano che la presenza di stranieri nel paese è rimasta pressoché stabile dalla fine degli anni Novanta, dopo un discreto aumento dal 1998 al 2001 e un picco tra il 2005 e il 2006:

Tabella 7: Presenze di turisti stranieri in Grecia dal 1998 al 2009 (dati in migliaia di unità)

Anni	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Presenza di stranieri a fini turistici	11.364	12.606	13.567	14.679	14.918	14.785	14.267	15.938	17.284	16.165	15.939	14.915

Fonte: Rielaborazione dell'autore da Istituto Nazionale Greco di Statistica (2003, 2007, 2009b), *tab. XIII:1*

4) Fonte: Istituto Nazionale Greco di Statistica (2009a), pag. 14.

Prendendo invece in considerazione l'indice della produzione industriale, si nota che esso è addirittura diminuito dal 1998 al 2008:

Tabella 8: Indice della produzione industriale della Grecia dal 1998 al 2008

Anni	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Indice della produzione industriale	112	114,2	122,5	123,7	99	99,3	100,4	99,6	101,1	102,3	98,4

Fonte: Rielaborazione dell'autore da Istituto Nazionale Greco di Statistica (2002, 2005, 2009b), *tab. IX:3*

L'analisi può essere arricchita da ulteriori dati, ma il quadro che emerge è sufficientemente chiaro: nonostante che il PIL crescesse ogni anno, l'economia greca si basava essenzialmente sul settore immobiliare, rimanendo nel complesso abbastanza debole.

Occorre infine aggiungere che la Grecia ha una presenza del settore pubblico molto più ampia di quella degli altri pesi dell'Unione Europea tanto che, fin dal 2010, quest'ultima ha messo in rilievo che sarebbe necessario un drastico ridimensionamento dello Stato nell'economia per il risanamento dei bilanci statali. L'osservazione non è stata vana: negli anni di cui si discute, il Parlamento greco ha più volte approvato leggi in tal senso.

3. L'impatto sull'Eurosistema

La Grecia, pur essendo un paese periferico, fa parte dell'euro; gli aiuti ad essa concessi sono arrivati in buona parte dai paesi aderenti alla moneta unica; naturale quindi pensare che la sua crisi abbia colpito i suoi partner europei e il suo sistema finanziario sotto vari punti di vista.

Il primo è quello del finanziamento. Ogni Parlamento nazionale ha approvato una *tranche* di aiuti ad essa destinata: si tratta evidentemente di prestiti, che devono essere restituiti con gli interessi. La domanda che viene da farsi è se la Grecia riuscirà effettivamente a rimborsarli: come vedremo meglio nel prossimo paragrafo infatti, nonostante il taglio del debito, lo Stato ellenico non ha affatto risolto i suoi problemi. Se, come da più parti è stato ventilato nei primi mesi del 2013, si prospettasse una nuova ristrutturazione del debito sovra-

no greco, i finanziamenti concessi andrebbero probabilmente perduti; considerando che molti altri Stati della zona euro hanno problemi di bilanci, la perdita che subirebbero non sarebbe per essi indolore.

Durante la crisi del debito ellenico sono saliti agli onori delle cronache gli *spread*. Si tratta dei differenziali dei premi sui *bund* tedeschi pagati per assicurarsi dal rischio di *default* di uno stato sovrano, in questo caso la Grecia. Siccome i titoli tedeschi sono considerati i più sicuri dell'area euro, su di essi si calcola il premio per assicurarsi contro il rischio di *default* dei paesi europei attraverso i cosiddetti *Credit Default Swap* (CDS). Durante la crisi gli *spread* sui titoli greci avevano raggiunto livelli altissimi, ma, nel panico generale, non sono stati gli unici a finire sotto osservazione: spesso la stampa dava notizia anche di quelli degli altri paesi europei. Questi differenziali erano considerati un ottimo segnale, perché stabiliti dal mercato, per verificare lo stato di salute di un debito pubblico: più alto era lo *spread*, più elevato era il rischio che il paese fallisse. Questi indici sono diventati così importanti che hanno condizionato pesantemente la politica economica dei paesi membri, dimostrando come, in un mondo ormai globalizzato, il mercato finanziario abbia un potere sulle decisioni economiche e finanziarie a volte superiore a quello degli stessi Governi.

I CDS non erano però gli unici indicatori del rischio di un paese sovrano: tutti gli Stati europei infatti, sono valutati dalle agenzie di *rating*, delle quali occorre evidenziare il comportamento: troppo tardi infatti si sono accorte del rischio dei titoli ellenici. Fino al 2008 il valore ad essi attribuito era molto elevato e niente lasciava presagire che nel giro di due anni, fino al 2010, sarebbe stato declassato in modo così repentino⁵. Se il *rating* assegnato rispecchia un'analisi accurata dei conti pubblici a cui il titolo è legato, allora sorgono dubbi sulla bontà di tali dichiarazioni. A parziale discolta delle agenzie di *rating* possiamo addurre il fatto che anche il mercato non si aspettava una crisi del genere, e gli *spread* sui titoli pubblici ne sono una testimonianza; tuttavia, queste istituzioni dovrebbero aver accesso ad informazioni a cui di solito non accedono i mercati.

Al momento dello *swap* sui titoli greci si temeva un effetto domino

5) Cfr. Kouretas, Vlamis (2010), pag. 396 e figura 5 in appendice.

sulla finanza europea. Come abbiamo già detto, coloro che avrebbero subito le perdite del taglio del debito ellenico sarebbero stati gli investitori privati, in primo luogo banche e istituzioni finanziarie: è chiaro che il contraccolpo sui loro bilanci sarebbe stato ampio. Trattandosi di un *default* programmato era stato calcolato l'impatto dell'operazione, ma c'era il pericolo che qualcosa sfuggisse ai calcoli e si verificasse un effetto a catena che avrebbe compromesso l'intero sistema finanziario europeo. Tale temuto effetto non è, per fortuna, avvenuto e le perdite sono state circoscritte a quelle previste.

Tuttavia, se le banche e le istituzioni finanziarie hanno retto relativamente bene il colpo, non altrettanto si può dire dei piccoli risparmiatori che avevano investito in titoli greci ritenendoli sicuri; specialmente in Grecia, la rinegoziazione del debito ha acuito la già grave crisi economica delle famiglie: non sorprendono dunque le aspre contestazioni di piazza contro il Governo che si sono succedute fin dal 2010. Altro problema da segnalare è quello dell'affidabilità dei paesi dell'euro: come la Grecia ha avuto problemi finanziari di non poco conto, così potrebbe succedere a qualche altro paese aderente alla moneta unica. L'affermazione è tanto più pertinente se si pensa che nello stesso lasso di tempo in cui si assisteva alle vicende greche, altri Stati dell'eurozona hanno fatto ricorso a prestiti internazionali: si tratta della Spagna, del Portogallo e dell'Irlanda, i quali, tuttavia, non sembrano aver avuto ulteriori problemi dopo l'ottenimento dei finanziamenti. Tocchiamo qui un argomento importante: la crisi del debito sovrano non è stata circoscritta ad un solo paese dell'Eurozona, la Grecia, ma ha coinvolto, seppure in misura differente, le finanze di tutti i paesi aderenti all'euro e non solo per gli aiuti ad essa versati che, come abbiamo detto in precedenza, sono arrivati specialmente dall'Europa. Basta considerare che i differenziali dei rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni dei vari paesi dell'euro sui corrispondenti titoli tedeschi sono aumentati in misura notevole dal 2010 all'inizio del 2012, cioè nel periodo di massima crisi finanziaria, per poi scendere fino al maggio del 2013, in corrispondenza della risoluzione dei problemi; da allora hanno ricominciato a risalire⁶. Nei tassi di inte-

6) Fonte: Banca d'Italia (2013), testo e figura 8.

resse dei titoli degli Stati europei veniva quindi incorporata una parte di rischio *default* che, precedentemente al 2010, era minima. Proprio per questi fatti, più di una volta si è parlato di ritorno alle precedenti monete nazionali, in riferimento non solo alla Grecia, per la quale sembrava un'ipotesi non certo di scuola, ma anche ad altri paesi.

D'altra parte, l'Unione Europea non aveva strumenti a sua disposizione per gestire la situazione, perché il Trattato di Maastricht non contemplava la fattispecie. Così, quando si è trovata davanti la crisi greca, la risposta è stata affidata ai singoli Stati nazionali, con il coordinamento dell'Unione. Al di là delle divergenze di opinioni dei singoli Governi, soprattutto quelle della Germania, l'operazione si è risolta in una sorta di commissariamento del Governo ellenico, considerato che la *troika* ha imposto al Parlamento le riforme da eseguire per ottenere gli aiuti internazionali. È il problema della contrapposizione tra un sistema finanziario ormai globalizzato e i vari sistemi economici nazionali il cui governo è demandato ai singoli paesi, problema per risolvere il quale l'unica soluzione praticabile sembra quella di una maggiore integrazione politica a livello europeo. In attesa di tale evento, che, a parere dello scrivente, non sembra così vicino nel tempo, nell'aprile 2013 i paesi aderenti all'Unione Europea hanno raggiunto un accordo per trasferire la vigilanza sulle banche di maggiori dimensioni (circa 130 in tutta Europa) dai singoli Stati alla BCE. È stato detto che si tratta di un passo importante verso un unico mercato bancario a livello europeo, però viene il dubbio che il progetto non inciderà così a fondo come ci si aspetterebbe: non dobbiamo infatti dimenticare che le norme che regolano la vigilanza creditizia sono da tempo stabilite a livello internazionale – basti pensare a Basilea 2 e, accordo che verrà messo in pratica tra qualche anno, Basilea 3. La vigilanza europea inoltre dovrà essere delegata per ragioni pratiche, almeno in parte, alle Autorità creditizie dei singoli paesi, con il rischio più di mantenere le pratiche esistenti e di aggravare ulteriormente la burocrazia sul sistema bancario, che di portare novità in questo campo.

Altra conseguenza della crisi del debito greco⁷ è stata la creazione di un fondo a livello europeo per aiutare i paesi in difficoltà finanziarie (cosiddetto *Fondo Salva-Stati*, o European Financial Stability Facility, del quale abbiamo fatto cenno in precedenza). Istituito dall'*Ecofin*, ha avuto una dotazione di 750 miliardi di euro, finanziati dai paesi membri dell'Unione Europea, e il compito di intervenire nel momento in cui uno dei paesi aderenti avesse avuto problemi nel collocamento dei propri titoli sul mercato. Ha quindi concesso prestiti non solo alla Grecia ma anche al Portogallo e all'Irlanda, prima di essere sostituito dallo *European Stability Mechanism* nel luglio del 2012; continua comunque ad operare per le operazioni iniziate prima di questa data. Nel luglio del 2013 aveva concesso alla Grecia aiuti per 133 miliardi di euro su un totale previsto di 144,6⁸.

Da ultimo, consideriamo il ruolo della BCE nella risoluzione della crisi finanziaria greca. Nell'agosto del 2011, essa cominciò ad acquistare titoli di Stati sovrani che non potevano essere collocati sui mercati a causa della speculazione o dei troppo elevati tassi di interesse che gli emittenti si trovavano a dover pagare. La prima settimana di acquisti, la BCE comprò titoli italiani, spagnoli, portoghesi, irlandesi e greci per 22 miliardi di euro, la seconda 14,3, la terza 6,6 e la quarta 13,3. Non si trattava di cifre simboliche: la BCE aveva salvato le finanze degli Stati europei, ma aveva anche compiuto un'azione fuori dalla sua ordinaria attività e non prevista in alcun modo dai Trattati. Successivamente, nel dicembre 2011, la BCE ha rifinanziato con un'operazione definita *Long Term Refinancing Operation* (LTRO) a tre anni le banche europee, sostituendo di fatto con essa gli acquisti di titoli pubblici. Nonostante tutto, però, la BCE possedeva, nell'aprile del 2012, cioè alla fine di un periodo di notevoli turbolenze finanziarie, 214 miliardi di euro in titoli di Stati europei⁹.

7) In questa sede trattiamo soltanto alcune delle modifiche alla *governance* europea, dirette conseguenze della crisi greca, perché quelle di più stretta pertinenza all'argomento di cui stiamo discutendo. Per un'ampia trattazione di tutti i cambiamenti intervenuti si rimanda a Featherstone (2011).

8) Fonte: sito istituzionale dell'EFSF, www.efsf.europa.eu.

9) Cfr. Ceppetelli (2012).

4. Prospettive per la situazione finanziaria dello Stato greco

Dopo quanto accaduto e analizzato nei precedenti paragrafi, è giusto chiedersi se il taglio del debito greco abbia avuto un impatto positivo sull'economia del paese, e se sia stato definitivo oppure se occorreranno altri interventi su di esso.

Nei mesi successivi allo *swap* c'è stato indubbiamente un miglioramento della situazione finanziaria greca; l'euforia è però durata poco. Nell'ottobre del 2012, il Primo Ministro Antonis Samaras, succeduto nel frattempo a Papandreou, ha annunciato che il paese aveva urgente bisogno di una nuova *tranche* di aiuti, a causa della mancanza di liquidità delle casse statali; ha aggiunto poi che in cambio avrebbe ridotto ancora le erogazioni previdenziali e i sussidi all'agricoltura, fino ad allora rimasti fuori dai tagli governativi. La vicenda si è risolta con il riacquisto di 30 miliardi di euro in titoli greci ad un terzo del valore nominale, offrendo in cambio titoli del fondo EFSF per un valore nominale di 10 miliardi di euro. In pratica si è trattato di un altro abbattimento del debito per 20 miliardi. La Grecia ha quindi ottenuto lo sblocco di una *tranche* di aiuti europei per 43,7 miliardi.

Dopo quest'ulteriore vicenda, nei primi mesi del 2013, la Grecia sembrava avviata, seppure con fatica, verso il risanamento dei suoi conti pubblici. Ma così, purtroppo, non era. In aprile *Eurobank*, una delle principali banche elleniche, dopo aver constatato il fallimento della sua proposta di ricapitalizzazione al mercato, ha dovuto chiedere l'intervento statale: il *Fondo di Stabilità Finanziaria Ellenico*, creato nel 2010 al fine di mantenere la stabilità del sistema bancario greco¹⁰, è intervenuto acquistando azioni della banca per 5,8 miliardi di euro, assumendone così il controllo. Nel giugno del 2013, inoltre, il *Financial Times* ha rivelato che allo Stato ellenico mancherebbero entro l'anno dai 3 ai 4 miliardi di euro per coprire le spese correnti, a causa di mancate privatizzazioni e di interessi sul debito troppo elevati; questa notizia ha allarmato il Fondo Monetario Internazionale che ha bloccato le trattative per una nuova *tranche* di aiuti che, nelle intenzioni di tutte le parti in causa, dovrebbe essere l'ultima.

La situazione finanziaria ed economica dello Stato mediterraneo,

10) Fonte: sito istituzionale del Fondo, www.hfsf.gr.

quindi, ad oltre un anno dalla ristrutturazione del suo debito (estate 2013), appare tutt'altro che rosea. Tanti sono ancora i problemi irrisolti: continua crescita del debito pubblico, calo del PIL (se ne prevede nel 2013 una diminuzione di oltre il 4 per cento), alta disoccupazione (prossima ormai al 27 per cento). Nel luglio del 2013, momento in cui si scrivono queste note, molti analisti sono convinti che occorrerà un altro taglio al debito statale per far ripartire l'economia, perché questo ammonta oramai a 300 miliardi di euro e pesa il 175 per cento del PIL; inoltre, i tassi di interesse su di esso sono ricominciati a salire, rendendo più oneroso il servizio del debito e più lontana la ripresa. Per una nuova ristrutturazione del debito ci sarebbe però un nuovo problema da risolvere: la Banca Centrale Europea, che detiene titoli greci per 55 miliardi, per il momento non potrebbe parteciparvi, perché questa operazione equivarrebbe ad una sovvenzione diretta allo Stato, vietata dal Trattato di Maastricht; eppure, senza il suo intervento, risulterebbe difficile pensare ad un nuovo intervento di taglio del valore del debito greco. I privati infatti hanno già subito notevoli perdite a causa della difficile situazione venutasi a creare. Quanto abbiamo riferito non è certo incoraggiante, soprattutto dopo tutte le misure di austerità promulgate dal Parlamento dal 2010 al 2013: queste infatti, nelle intenzioni sia della *troika* sia della popolazione locale, sarebbero dovute servire a migliorare la situazione, sebbene, a quanto sembra, non abbiano avuto effetti positivi. Come se non bastasse, tra il 2012 e il 2013, anche l'economia europea è peggiorata, come si evince dalla tabella sottostante; questo rende più difficile per gli Stati membri sopportare ulteriori perdite dovute a parziali *default* sul debito sovrano. Tuttavia, se le previsioni dell'Eurostat di una ripresa europea nel 2014 si rivelassero giuste, la Grecia forse potrebbe risentirne favorevolmente.

Tabella 9: Tassi di crescita del PIL reale dell'Unione Europea e dell'Eurozona degli anni 2010-2014

Anni	2010	2011	2012	2013	2014
Tasso crescita del PIL UE (27 Stati membri)	2,10%	1,60%	-0,40%	-0,10%*	1,40%*
Tasso di crescita del PIL Paesi dell'Eurozona	2%	1,50%	-0,60%	-0,40%*	1,20%*

*Previsione

Fonte: Rielaborazione dell'autore su dati Eurostat

Oltre a tutte queste difficoltà, non dobbiamo dimenticare che anche altri paesi, tra cui l'Italia, hanno problemi con il proprio debito pubblico e senza una robusta crescita economica la situazione è destinata a peggiorare ancora. Urge quindi trovare una soluzione complessiva¹¹. Si tratta di un problema annoso e difficile, perché se un paese come l'Italia dichiarasse *default*, anche parziale, l'effetto domino sarebbe disastroso per la finanza europea e, presumibilmente, anche per l'economia; d'altra parte, la creazione di un debito a livello europeo, causa di cui era fautore l'ex Ministro dell'Economia italiano Giulio Tremonti, a parere dello scrivente sposterebbe semplicemente i termini del problema. La soluzione migliore sarebbe quella di un graduale rientro del debito, a prezzo però di enormi sacrifici per le popolazioni, come purtroppo abbiamo già visto in Grecia: è questa una via praticabile? Per fortuna, non spetta allo scrivente deciderlo.

Riferimenti bibliografici

Arghyrou M. G. (2009), *Monetary Policy before and After the Euro: Evidence from Greece*, *Empirical Economics*, 36, 621-643
 Argyrou M. G., Tsoukalas J. D. (2011), *The Greek Debt Crisis: Likely Causes, Mechanics and Outcomes*, *The World Economy*, Blackwell Publishing Ltd., Oxford (USA), pp. 173-191

11) Per una panoramica esauriente sulle soluzioni volte ad arginare la crescita dei debiti pubblici dei paesi europei si rimanda a Prinz, Beck (2012).

- Banca Centrale Greca (2008), *The real estate market trends in 2006-2008 and prospects for 2009*, Annual Report, reperibile sul sito istituzionale www.bankofgreece.gr
- Banca d'Italia (2012), *Bollettino Economico*, n. 68
- Banca d'Italia (2013), *Bollettino Economico*, n. 73
- Ceppetelli B. (2012), *Acquisiti BCE ancora fermi*, Il Sole 24 Ore, 24 aprile
- Da Rold V. (2010), *Fitch taglia il rating delle banche greche*, Il Sole 24 Ore, 24 febbraio
- Eichengreen B. (2007), *The Breakup of the Euro Area*, NBER Working paper 13393
- Featherstone K. (2011), *The Greek Sovereign Debt Crisis and EMU: A Failing State in a Skewed Regime*, Journal of Common Market Studies, Volume 49, Number 2, pp. 193-217, Blackwell Publishing Ltd.
- Gartner M., Griesbach B., Jung F. (2011), *PIGS or Lambs? The European Sovereign Debt Crisis and the Role of Rating Agencies*, International Advances in Economic Research, Volume 17, Number 3, August 2011, pp. 288-299, Springer
- Istituto Nazionale Greco di Statistica (2002), *Concise Statistical Yearbook*, reperibile sul sito istituzionale www.statistics.gr
- Istituto Nazionale Greco di Statistica (2003), *Concise Statistical Yearbook*, reperibile sul sito istituzionale www.statistics.gr
- Istituto Nazionale Greco di Statistica (2005), *Concise Statistical Yearbook*, reperibile sul sito istituzionale www.statistics.gr
- Istituto Nazionale Greco di Statistica (2009a), *Building Activity Statistics*, reperibile sul sito www.statistics.gr
- Istituto Nazionale Greco di Statistica (2009b), *Concise Statistical Yearbook*, reperibile sul sito istituzionale www.statistics.gr
- Istituto Nazionale Greco di Statistica (2011), *Public Finance. Data 2002-2008*, reperibile sul sito istituzionale www.statistics.gr
- Kouretas G. P., Vlamis P. (2010), *The Greek Crisis: Causes and Implications*, Panoeconomicus, 4, pp. 391-404
- Master Financial Assistance Facility Agreement (2012) between European Financial Stability Facility The Ellenic Republic as Beneficiary Member State and the Bank of Greece, documento disponibile sul sito www.efsf.europa.eu
- Mincuzzi A. (2010), *In sette mesi dalla festa all'incubo*, Il Sole 24

Ore, 6 maggio

New York Times (2010), *Wall St Helped to Mask Debt Fueling Europe's Crisis*, 13 February

Prinz A., Beck H. (2012), *Fighting Debt Explosion in the European Sovereign Debt Crisis*, ZBW – Leibniz Information Centre for Economics, *Intereconomics* 2012, pp. 185-189

THE IMPACT OF THE CRISIS ON SAVING BANKS IN ITALY*

L'IMPATTO DELLA CRISI SULLE CASSE DI RISPARMIO IN ITALIA

Giovanni Manghetti

Chairman of Cassa di Risparmio di Volterra SpA

Presidente della Cassa di risparmio di Volterra Spa

* Intervento tenuto in occasione del Convegno organizzato dal Gruppo Europeo delle Casse di Risparmio "The aftermath of crisis, Savings and Savings Banks: elements of stability in times of crisis" (Parigi, 31 maggio 2013).

The author emphasises that in Italy, the crisis is not only limited to the real economy, it is also a social crisis, but above all a crisis of trust. This general lack of trust in the market, but also in the State, as well as in banks and other institutions has already been experienced historically during the twenties, after the First World War.

The lack of adequate resources for investment over the last fifteen years explains the present crisis in the economy. Such crisis of trust can be blamed on the lack of the “old values of past century”.

The Savings Banks in Italy control a modest share of all deposits and all loans, even if the number of their branches is significantly higher than the percentage of their business.

The author examines the impact of this present crisis on SBs, on the entire system, i.e deposits, loans, NPC, capital. Underlining the role of substantial liquidity by ECB to balance the diversified duration between loans, savings and for the income of most Italian banks, SBs included. Fortunately, the impact of this crisis is further from that we experienced in the past century, ending up with the nationalisation of the three biggest banks.

Even if SBs data are too distant to truly influence the whole market, SBs can however be an element of stability, given their values, transparency, presence of managers and leaders who are civil servants.

An anti-cyclical government policy is necessary for economic recovery, but in the same time the recovery of trust, which is the conclusion of author. It is essential to the Nation and at the same time, it could allow us to maintain within the system the impact of diversified duration between loans and deposits and so to reduce the role of the ECB liquidity.

KEYWORDS: ITALIAN SAVINGS BANKS • CAPITAL • TRUST • CRISIS • RISKS

L'autore sottolinea che in Italia la crisi non è solo limitata all'economia reale è anche una crisi sociale ma, soprattutto, una crisi di fiducia. Questa generale mancanza di fiducia nel mercato, ma anche nello Stato, nonché nelle banche e in altre istituzioni è già stato sperimentato storicamente negli anni venti, dopo la prima guerra mondiale.

La mancanza di risorse adeguate per gli investimenti nel corso degli ultimi quindici anni, spiega l'attuale crisi dell'economia. Tale crisi di fiducia può essere imputata alla mancanza dei “vecchi valori del secolo scor-

so". *Le Casse di Risparmio in Italia hanno una modesta quota di mercato sia in termini di depositi che di impieghi, anche se il numero delle loro filiali è significativamente superiore alla percentuale della loro attività. Nell'intervento si esamina l'impatto della crisi sia sulle Casse di Risparmio e su tutto il sistema bancario, per esempio, depositi, prestiti, NPC, capitale. Ci si sofferma sul ruolo della notevole liquidità della BCE per bilanciare la durata diversificata tra impieghi e depositi e per il reddito della maggior parte delle banche italiane, incluse le Casse di risparmio. Fortunatamente l'impatto di questa crisi è più lontano da quello che abbiamo vissuto nel secolo scorso che ha determinato la nazionalizzazione delle tre più grandi banche. Anche se i dati strutturali delle Casse di Risparmio sono troppo lontani per influenzare realmente l'intero mercato, esse possono essere comunque un elemento di stabilità, dato i loro valori, la trasparenza, la presenza di manager e dirigenti.*

Una politica di governo anticiclica è necessaria per la ripresa economica ma nello stesso tempo il recupero della fiducia è essenziale per il Paese. Al tempo stesso ciò consentirebbe di mantenere all'interno del sistema l'impatto della durata diversificata tra impieghi e depositi e quindi di ridurre il ruolo della liquidità immessa dalla BCE.

PAROLE CHIAVE: CASSE DI RISPARMIO ITALIANE • CAPITALE • FIDUCIA • CRISI • RISCHI

In this paper I hope to demonstrate above all the impact of the present crisis on Italian SBs and on the other banks. I will do so however, after having presented to you my personal perspective on the nature of this crisis in Italy. Certain comparisons with other crises of the past will be made, where necessary for further clarification. You will see that my conclusions will be strictly – I hope, also coherently – connected to the quality of the crisis I am going to describe.

Why am I highlighting the quality of present crisis?

First of all, I need to underline this crisis is not limited to the real economy. Sure, I can rightly say that Italy has been suffering a long and very serious recession. The fall of GNP was 8,30% since 2008, more than during the Great Depression! We have ever increasing unemployment (a steady trend of 12%), more short-term precarious employment, a fall in effective demand, a fall of productivity (pres-

ently, only 60% of that of Germany). The present expectations are negative- we all know how important such expectations are to any recovery (GNP in 2013 will fall by around 1,5%).

What is the real cause of this crisis you may well ask? To put it simply, the lack of adequate resources for investments over the last 15 years is to blame. So, this real crisis cannot be regarded just as the effect of the 2007 financial crisis- the illness, so to speak, had already weakened the body. The failure of Lehman Brothers was the explosive trigger, which tore apart a country that had not had growth in over 10 years. However, I believe this crisis is something more...it is a social crisis! On one side, people under the poverty line index are approximately 8 million! I am talking about a basic threshold which is approximately €1000 for a family of two. The average Italian income is still stuck at the same level as it was 15 years ago.

On the other hand, there is a dense concentration of wealth in a very small élite. An astounding three percent of the population have 25% of the overall wealth.

Interdependence between economic and social crisis is not something new, throughout crises of the real economy we have witnessed such a correlation, but what is new, is this wide disparity between rich and poor, which is simply incomparable with previous generations. And mine is not a mere moral consideration, having a direct negative impact on effective economic demand.

Finally, in my opinion, we are facing, more seriously, a crisis of *values*. Let us go back to the period after the First World War, then we see the same fall of values. After that period fascism had taken over. Sure, there is a lack of trust in the economy, but not only that, there is also a lack of trust in the market, in the State, in many institutions of our society- and it's even too obvious to point out- but we lack trust in our politics! The 'old values of past century' like *solidarity, justice, institutional duty and responsibility*, I mean *public service* in society are no longer the main aim of private and public sectors it seems, or even that of central and local political and social institutions. In any field you look at, expectations are totally negative!

All these afore mentioned aspects are intricately involved! I ask you which came first: the chicken or the egg. The economic crisis? or the

deterioration of basic values?

Until now, however I have not even mentioned the banking system or Saving Banks: they are inside that picture I just showed you. But I immediately come to the point, to their essential problem.

In most banks, SBs included, the difference between the income of money sold and the cost at which money is bought is too low to cover administrative costs (costs of governance included) and losses on their credits. This is a problem! No, this is **the** main problem! Their future will depend on it and not just some temporary solution. How banks can tackle these losses I will explain later on.

I refer to 'the banking system' – which for most means big banks – again, a crisis of *trust* comes into play. No surprise, banks live on the basis of trust and so they fail on the basis of mistrust. Let's look at two examples:

In October – November 2011 in most Italian banks there was serious tension about their liquidity. This situation was similar to that crisis with the national bonds. We experienced this everywhere – even in SBs. Many savers did not sell their money to the system as in the past; many loaners did not pay back their loans, banks did not sell their money to other banks, so destroying the consolidated interbank market. This was the first step of a liquidity crisis, as you know, when banks themselves fail. Thank God the second step never occurred – the run on deposits...Thanks to Eurosystem.

The Eurosystem helped out in the early 2012, significantly improving banking liquidity (8,5% of their total assets).

But right now you can buy money in interbank market only by producing collaterals of the same amount requested. May I venture to say something here? Banks do not even trust *each other* yet.

Moving onto another example. Some months ago certain managers of 3rd Italian group were legally charged for the use of some derivatives and their unclean business actions in front of Italian supervisors. You can easily understand how this has impacted on our nation! From that day on until the present, we have had to clear our reputation, emphasizing: *not all bankers are criminals, or... banksters* if you like, and underlying that in most banks, banking activity is traditional: from savings to loans. But it was and it is still not enough to reassure our communities. Since the newspaper headlines announced this scandal,

people say: why do you big bankers get millions in remunerations, despite what your bank has been through, why don't *you* bail out the economy?

But our main point is this: can SBs be elements of stability in times of crisis? Can they be, especially here, in Italy? What is the impact of crisis on SBs?

SBs in Italy control a modest share of all deposits and all loans (annex 1). Respectively: 4,4% and 4,3% (I refer to the 16 autonomous SBs). If we add SBs under the control of bigger groups these percentages rise a little: to 6,5% and to around 8%. In Italy the level of asset concentration of main 5 groups remains very high: close to 50%.

Consequently, in trying to respond to the core question on SBs role of stability in times of recession, I need to consider that such figures would not seem able to influence the market.

SBs are established in precise territories: in other words, they operate in a territory where they count more, than it results from deposits and loans in such data. The number of SB branches is 12% of national branches, so you see just how many villages they are in. They support small and medium enterprises in each territory: support which is critical for the survival and growth of such businesses. During this period, SBs are accessible to consolidate short loans and to postpone them, ready to pay SME providers and to anticipate and possibly renew their customer credits. They are not involved in risky financial activities. Moreover, their foundations which control their capital continue to support social, cultural and economic projects in the territory.

It is not surprising that in these local territories, families continue to maintain and increase their savings in the nearest bank. During the period of crisis (2007-2011) SBs increased their deposits in a satisfactory way: they registered a rise of 26,7% while the rest of the system had a lower rise: 24,8%, but, above all, SBs inside groups had a decrease of around 17% (annex 2) .

As for loans, in the same period SBs had a higher rise than the SBs inside groups but lower than the rest of system (24,5% instead of 19,8% and 30, 1% of system) (annex 2).

Banks with more stable funding have lent more during this crisis one of the Liikanen report concluded– this conclusion in Italy is confirmed regarding autonomous SBs compared to SBs inside groups.

Let me say something more about this. A more stable funding is a safety when banks finance long term loans by shorter term bonds, as it is happening in the present situation in the whole system. The crisis of three biggest banks – Banca Commerciale Italiana, Credito Italiano and Banco di Roma- during the fascist period derived from this trade off and opened the way to the first great banking reform, substantially based on the separation between short and long-middle term credits. I mean, it opened the way to their nationalisation. Again, we can easily understand what could happen lacking the trust on the banks and in the same time we see the substantial importance of EBC liquidity to preserve the system!

Now it is time that I talk about the income of SBs and the other banks. As I told you, all banks, SBs included, are suffering more on the economic side: they are not able to achieve a profit on the basis of their traditional interest margin. It means their mediation is not sufficient to balance their non performing credits.

The system non performing credits were 7,2% at the end of 2012 and they are still rising (annex 3).

SBs register, by and large, the same situation, more or less depending on the territory where they are in. SME, I mean their main customers, are more exposed to failure than the “too big to fail” enterprises. Their net NPC are nearly tripled (annex 4).

But if you are interested in comparing NPC with those of past nationalised banks, I assure you they are much lower. Yes, this is a good news!

The present crisis is too deep to permit any positive margin. Banks can tackle these losses and the cost of retail presence in the territory only thanks to financial income from national bonds. Thanks – I add – to the substantial liquidity given to the banks by ECB. This is totally different from the heavy State intervention – at the time protectionism was a general response – during the crisis in the thirties. At the time the bigger banks were nationalised, today they are not but we have a whole new risk, adding to those more traditional ones: the risk of the national debt, amounting to 320 billion Euro. This is obviously bad news!

Yes, during the sixties and the seventies of last century, SBs and some public banks invested most of their assets in national bonds, but in

presence of a low national debt. The present risk is higher by far! Why – you may ask – doesn't this liquidity go into real economy? Why on the contrary, is it invested into the national bonds? Banks reply: because there are not enough investment projects by enterprises in the market. And why not?

In other words: are banks responsible for the credit crunch in enterprises? Every day banks are charged for not giving credit, in contradiction with their high liquidity.

I am not defending banks, but I refuse any populism. I highlight this fact: the long-term real interest rate is around 2% and it is lower than those during the last positive cycles; even so, we do not have investment projects. Expectations in the growth are so negative, that entrepreneurs are unable to even contemplate modest risks. Actually, the effective demand is so low that it prevents them to invest new resources. The demand for new credit is only for paying taxes, social contributions and alike.

We are inside that classic 'vicious circle' so often mentioned.

And this circle was not broken by our fiscal policy which was in the last 18 months pro-cyclical.

Fortunately, with regard to total capital of Italian SBs I can conclude that their capital compared with their total assets presents satisfactory ratios (annex 5). Therefore, we do not have any problem with their solvency. Moreover, provisions for non-performing credits are adequate. As the recent IMF inspection confirmed it for most of the banks.

This situation, again, is more comfortable than that of the time of nationalisation when all the capital was lost.

I quickly come back to the point of our meeting: anyway SBs can be an element of stability, even if their data are too far from the market to influence it?

SBs can be an element of stability, only if we consider them beyond their economic role. It is in regard to their values, that their identity can have national impact.

Salary figures of higher management have a neat ceiling compared with the average remuneration of their employees, not to even mention that compared with 'big bank' rates for management. These fees are totally transparent, meaning known at local level. SBs leaders are

civil servants and people know it.

So what can we conclude from such investigation into the comparable differences in values?

A change in economic policy is urgent. I do not particularly like to push myself into the arena of politics, but can I simply say, we need, in Italy— pardon in Europe— an anti-cyclical policy. The economy needs public support of investment and consequently of effective demand.

The new Government opened the way to a new approach: its program is anti-cyclical and markets, inflated by a lot of liquidity, have appreciated it positively. Perhaps, it is time to leave politics behind and to enter into policy reforms. I mean reforms deep enough to create *exponential* trust.

The Government's aim is not so easy: the national debt has sharply risen since 2007, now it is necessary to reduce it (with regards to GNP) and as well as to support the economic recovery. We must not forget that the whole banking system has a 320 billion euro of national bonds! Any success of the Government will produce a positive impact on bank risks, and vice versa. Its success will depend on a deep change of public resources composition, increasing investments and the national demand, but reducing current expenses.

Where do you think we are going?

Well, in my view, towards profound change which is necessary with regards to finance markets and banks. But also the global finance markets, so it is essential we recover close ties with the real economy: it is totally absurd that we have to accept an amount of outstanding derivatives ten times the world GNP.

In addition, new banking leaders, selected for their new values are needed in Italy, and perhaps, elsewhere?

What I mean is, we need leaders that accept that their remuneration systems are coherent with this economic period:

Presently, such salaries are 46 times higher of the average salary of their employees. Such self-analysis is the first step towards a new approach in the society we serve.

We need 'civil servants': meaning people who are able to accept the burden of responsibility for the interest of society. What do I mean exactly? Well, we need bankers who are not merely involved in finan-

cial risks and then do not passively observe economic problems that come into play, but rather actively propose solutions to the government—by themselves— but not out of some self-serving agenda, above all, in the interest of common good. Shouldn't we be aware of our national duties? We do not need “en attendant Godot” bankers.

What about SBs?

SBs are giving right answers to this crisis, but their economic role in Italy is limited. Only by looking at their values and their financial behaviour – first of all their close link with the territory, it means with the real economy- we can conclude that these values must be brought to general attention, because they just might restore trust.

The Nation needs such moral values. I said the Nation, but I would better say: all the States of the whole Europe need to have banking and financial systems whose activity –I continue to repeat it- is more closely linked with the real economy. So, to restore trust.

But at the same time, it is my professional duty to underline that the recovery of trust is essential for all the banks in order to maintain control of the impact on the trade off regarding different durations of the banking loans and deposits and to so reduce, in the near future, the role of ECB liquidity. In other words trust is not only a moral value, it is connected with the basis of banking activity. “Do not call me bank. I am a Saving Bank”. This is the advertising campaign of my bank, *Cassa di Risparmio di Volterra*. It explains to you quite clearly, how we invite people to look at us now, in a very different way.

So, in conclusion, I have the pleasure to inform you that the president of a SB has been called to lead the Italian Banking Association.

7. SAVING BANKS DEPOSITS, LOANS, BRANCHES

Annex 1

	Deposits/system (2011)	Loans/System (2011)	Branches/System
SBs (autonomous)	4,4%	4,3%	6,3%
SBs (inside groups)	2,1%	3,5%	6,0%
Total SBs	6,5%	7,8%	12,3%

Source: ACCRI, Assets and Liabilities data 2011.

Annex 2

	Deposits (2007-2011)	Loans (2007-2011)	
SBs (autonomous)	+26,7%	+24,5%	
SBs (inside groups)	-16,8%	+19,8%	
Banks (rest of system)	+24,8%	+30,1%	

Source: ACCRI , Assets and Liabilities data 2007-2011.

Annex 5

SAVING BANKS CAPITAL/ASSET (2011)	
CR Genova	8,3%
Banca delle Marche	5,6%
CR Asti	7,1%
CR Bolzano	7,4%
CR Cento	7,4%
CR Cesena	9,1%
C.R.Prov. Chieti	4,7%
CR Fermo	9,7%
CR Ferrara	8,2%
CR Fossano	7%
CR Ravenna	11,5%
CR Saluzzo	7%
CR San Miniato	5,6%
CR Savigliano	5,9%
CR Volterra	7,7%
CR Teramo	8,2%
Totale Media	7,5%

Source: ACCRI, Assets and liabilities data 2011.

SCHEDE BIBLIOGRAFICHE
BOOK REVIEWS

a cura di
Elisabetta Boccia

C.Borgommeo&co. E CamCom Universitas Mercatorum (a cura di), *Fiducia nel credito. Esperienze di microcredito per l'impresa ed il sociale*, Donzelli Editore, Roma, 2013.

In una fase in cui è ancora acuta la crisi finanziaria e accedere al credito ordinario sembra sempre più difficile, non può essere sconosciuto il ruolo del microcredito a favore dell'inclusione sociale dei soggetti «non bancabili»; com'è dimostrato dall'ammontare di credito erogato grazie a questo strumento che ha visto nel 2011 una crescita del 42% rispetto all'anno precedente.

Il microcredito si è rivelato uno strumento fondamentale per restituire fiducia nel credito in un momento di massima crisi, un mezzo che ha permesso alle famiglie di fronteggiare impreviste difficoltà finanziarie e alle imprese (tra cui le start-up) di sostenere le proprie attività produttive. Inoltre, attraverso il microcredito, molti studenti hanno avuto accesso all'università o ai corsi post laurea.

È noto che in Italia, così come in altri paesi europei, l'insieme di politiche restrittive, volte a limitare gli squilibri finanziari dei conti pubblici, ha avuto effetti pesantemente recessivi. Parallelamente il sistema bancario ha iniziato a mostrare segni di ulteriore criticità per via dell'ampliarsi delle perdite. Le famiglie e le piccole imprese, in un periodo di necessità di risorse finanziarie, si sono così viste negare richieste di fido che in altri periodi sarebbero state accolte. Il peggioramento del ciclo economico e la riduzione dei posti di lavoro hanno poi amplificato la spirale recessiva, con effetti che saranno assorbiti soltanto nel lungo periodo. Tutto ciò ha aggravato le condizioni che regolano i rapporti tra famiglie e imprese da una parte, e istituti creditizi dall'altra. In pericolo sono tanti piccoli e piccolissimi imprenditori che rischiano di fallire per crediti non riscossi o perché vedono ridursi il credito dalle banche. Si pone dunque la necessità di intervenire ulteriormente su questo versante, così strategico per sostenere la ripresa del nostro Paese.

Da qui l'interesse ad approfondire sempre più il tema del microcredi-

to che, per definizione orientato ad un intervento di carattere sociale, coinvolge con molte iniziative rivolte alle famiglie, sempre più direttamente o indirettamente il mondo delle imprese, come dimostrato dai risultati di questo rapporto.

Il rapporto, realizzato da Unioncamere con il contributo scientifico di C.Borgomeo&co. e di CamCom Universitas Mercatorum, illustra le analisi più recenti su una materia che, da diversi anni, vede l'impegno concreto di una moltitudine di soggetti pubblici (dallo Stato centrale fino alle amministrazioni comunali) e privati (Fondazioni di origine bancaria, associazioni, enti religiosi e istituti di credito nazionali e locali, per nominarne solo alcuni) nella promozione e nella realizzazione di programmi differenziati per target e obiettivi. I risultati dello studio sono di estremo rilievo: confermano che nel nostro Paese il microcredito, sebbene non ancora compiutamente strutturato, è un fenomeno in ascesa che ha ormai raggiunto risultati quantitativi non più trascurabili e, soprattutto, si presenta come uno degli strumenti più efficaci a sostegno della piccola imprenditoria per far ripartire il sistema Italia.

Dunque, siamo di fronte ad uno strumento, insieme innovativo e antico, che restituisce alla parola credito il suo significato originario, riportandolo a logiche di comunità in cui la fiducia costituisce l'unica garanzia necessaria.

In Italia, il fenomeno del microcredito, che ha conosciuto un notevole sviluppo negli ultimi anni, ha preso strade e forme diverse: nella dimensione, da esperienze locali a regionali fino a qualcuna nazionale; nella finalità, cioè come credito sociale, rivolto a famiglie in difficoltà ovvero come credito di impresa, rivolto a aspiranti imprenditori in erba; nella forma dell'ente promotore, dagli enti pubblici alle fondazioni caritatevoli, fino alle società specializzate. Tutte mosse da un intento comune, quello di offrire ai cosiddetti *unbankable* un'opportunità, unica nel genere, di inclusione finanziaria, talvolta primo e utile passo verso l'inclusione sociale.

In particolare il rapporto evidenzia con chiarezza il ruolo crescente e importante che il microcredito sta guadagnando nel nostro Paese, rispondendo a una sempre più ampia domanda di credito insoddisfatta: secondo la ricerca, nell'anno 2011 sono stati oltre 9.300 i microcrediti erogati, per un valore complessivo di 106,7 milioni di euro, con una

crescita del 42% rispetto all'anno precedente. 161 programmi di microcredito, diversi per forma, finalità ed ente promotore: pubblici, in prima fila province e regioni, ma anche privati, quali fondazioni non bancarie, enti religiosi (diocesi e arcidiocesi), enti del mondo bancario e finanziario, società specializzate.

Tuttavia, come ha sottolineato Ferruccio Dardanello nell'introduzione al volume, il microcredito in Italia è strumento ancora fragile, un vaso di terracotta tra vasi di materiale ben più robusto: molte sono le iniziative avviate, ma nel contempo sono anche molte quelle che hanno cessato di essere operative, alcune addirittura entro i due anni dall'avvio. Peraltro, la quota maggiore riguarda proprio la promozione di start-up o di lavoro autonomo.

Tutto ciò dimostra che è necessaria una maggiore strutturazione delle iniziative di promozione del microcredito che si dovrà continuare a monitorare: su questa strada Unioncamere – e più in generale il sistema delle Camere di commercio – non abbasserà il livello di attenzione, continuando a fornire un contributo concreto per migliorare le forme di sostegno sia alle famiglie che alle imprese.

(Ida Ferraro)

