

Associazione per lo Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa

Università Cattolica del Sacro Cuore

OSSERVATORIO MONETARIO 1-2021

COVID 19

*Conseguenze e rischi
per il sistema bancario*



Covid 19

Conseguenze e rischi per il sistema bancario

marzo 2021

Autori del presente rapporto sono: Angelo Baglioni (Coordinatore), Mario Anolli, Giulio Anselmi, Alberto Banfi, Elena Beccalli, Fiorenzo Di Pasquali, Andrea Lionzo, Giovanni Petrella, Francesco Virili



Associazione per Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa

Università Cattolica del Sacro Cuore

Comitato Scientifico del Laboratorio di Analisi Monetaria:

Marco Lossani (Direttore LAM), Angelo Baglioni, Alberto Banfi, Andrea Boitani, Domenico Delli Gatti, Piero Giarda.

Laboratorio di Analisi Monetaria – Università Cattolica del Sacro Cuore:

Segreteria: Barbara Caprara

Via Necchi, 5 - 20123 Milano

tel. 02-7234.2487 - laboratorio.monetario@unicatt.it - [LAM](#)

Associazione per lo Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa:

Sede: presso Università Cattolica del Sacro Cuore – Milano, Largo A. Gemelli, 1

Segreteria: presso UBI Banca – Milano, Via Monte di Pietà, 7 – tel. 02-6275.5252 - www.assbb.it

INDICE

INTRODUZIONE	pag. 1
1. IMPATTI ORGANIZZATIVO-GESTIONALI DELLA PANDEMIA NEL SETTORE BANCARIO: L'ACCELERAZIONE VERSO LA TRASFORMAZIONE DIGITALE - Elena Beccalli, Andrea Lionzo e Francesco Virili	pag. 3
1. Trasformazione del lavoro e nuovi modelli operativi basati su smart working	5
2. Trasformazione dei modelli distributivi con accelerazione del digitale	10
3. Il modello di sourcing ibrido "in/out": cloud, servizi e piattaforme	13
4. Conclusioni	16
2. GESTIONE DEL CREDITO E COVID-19– Mario Anolli	20
1. La situazione pre Covid"	20
2. Le imprese zombie	24
3. Il rischio di banche zombie	27
4. I predittori della dinamica degli NPL	32
5. Gestione del flusso di nuovi NPL, aspetti di governance	34
6. Un'ipotesi di <i>debt forgiveness</i> per le famiglie?	36
3. COVID, VOLATILITÀ E RISCHIO DI MERCATO – Giulio Anselmi e Giovanni Petrella	46
1. COVID-19, rischio azionario e rischio obbligazionario	46
2. La volatilità in prospettiva forward looking	49
3. La frammentazione degli scambi nei mercati azionari europei	55
4. Conclusioni	58
4. LIQUIDITA' BANCARIA, FINANZIAMENTI DI BANCA CENTRALE E TASSI NEGATIVI – Angelo Baglioni	63
1. Le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	64
2. La revisione del collateral framework	65
3. Tassi di interesse negativi ed eccesso di liquidità	67
4. La situazione di liquidità delle banche italiane	70
5. Gli effetti collaterali della politica dei tassi di interesse negativi	73
5. OPERAZIONI DI POLITICA MONETARIA, LIQUIDITA' E RISCHIO SOVRANO NELL'AREA DELL'EURO – Alberto Banfi e Fiorenzo Di Pasquali	75
1. L'impatto delle decisioni del CdBCE sulle Operazioni di politica monetaria e sui relativi aggregati di liquidità	76
2. L'evoluzione del portafoglio titoli della BCE	82
3. Il portafoglio titoli di Stato 'domestico' delle banche e degli investitori esteri	86
4. Caratteristiche dei titoli del debito pubblico negoziabile dei principali paesi dell'Area dell'euro	88
5. Conclusioni	93

INTRODUZIONE

Angelo Baglioni*

La crisi generata dal Covid-19 è stata profonda e lunga. Non sappiamo ancora quando usciranno davvero dalla emergenza sanitaria e quali saranno le prospettive di ripresa dell'economia, nel nostro paese e a livello internazionale. Tutto questo sta avendo importanti ricadute sul sistema bancario: sui rischi tipici del settore e sulla organizzazione degli istituti. Questo numero di *Osservatorio Monetario* si propone di fornire un'analisi ad ampio raggio dell'impatto della pandemia sulle banche italiane. Cercheremo di cogliere gli effetti dei *lockdown* su alcune trasformazioni organizzative già in corso prima della pandemia, quali: *smart working* e *fintech*. Valuteremo l'evoluzione dei principali rischi: di credito, di mercato, di liquidità e sovrano. A ciascuno di questi temi è dedicato un capitolo del rapporto.

La pandemia è destinata ad avere effetti di lungo periodo sull'organizzazione e sui modelli di business degli intermediari finanziari. Essa sta accelerando dinamiche di trasformazione digitale già in atto, che impongono alle banche di adottare modelli operativi ibridi "remoto/in presenza" e modelli distributivi ibridi "filiale/digitale", abilitati da infrastrutture tecnologiche basate su *cloud* e piattaforme che determinano un modello di *sourcing* ibrido "in/out". Stanno emergendo nuovi modelli di organizzazione del lavoro, con largo ricorso a *remote working*, *smart working* e *team* virtuali. Cresce la domanda di prodotti e servizi digitali, che rafforza la trasformazione dei modelli distributivi, con la migrazione verso i canali in remoto e la conseguente ridefinizione della rete di filiali. Le *enabling technologies*, come *cloud* e piattaforme, assumono un ruolo sempre più strategico: queste tecnologie permettono di

disegnare forme dinamiche e modulari di *insourcing* e *outsourcing*, consentendo di ridefinire il *business model* bancario verso strutture di *open banking* o di *banking as a platform*.

In relazione al rischio di credito, alla fine del 2020 si osservava ancora una situazione "pre-crisi", sia per i ritardi con cui la recessione si manifesta normalmente sui bilanci bancari, sia grazie ai provvedimenti governativi (moratorie *ex lege*, prorogate fino al 30 giugno prossimo) e agli accordi di settore, volti a evitare che difficoltà temporanee si traducessero in una ondata di insolvenze. Tuttavia, le stime sulle condizioni di famiglie e imprese lasciano prevedere un netto peggioramento della loro capacità di fare fronte ai loro impegni di servizio del debito. Il deterioramento del merito di credito sarà particolarmente grave per i settori più colpiti dai *lockdown*: alloggio e ristorazione, arte e intrattenimento, immobiliare. Vi è il rischio che le politiche di *forbearance* rimandino la soluzione dei problemi, tenendo in vita imprese che non hanno serie prospettive di ripresa (*zombie firms*). In prospettiva, sarà essenziale per le banche istituire un assetto di *governance* che ponga attenzione alla determinazione dell'appetito al rischio (*risk appetite framework*), agli indicatori di monitoraggio e alle soglie di intervento tempestivo (*early warning*), nonché alle politiche di interlocuzione con la clientela in difficoltà. Per le famiglie, la ristrutturazione del debito di quelle insolventi a causa della pandemia, mediante l'istituzione di schemi di ristrutturazione volontaria stragiudiziale, potrebbe essere la soluzione migliore, in alternativa alla gestione ordinaria e ad altre politiche di sostegno.

Il mercato azionario ha reagito con una perdita molto significativa nella fase iniziale dell'emergenza pandemica (febbraio-marzo

*Università Cattolica del Sacro Cuore

2020), che però è stata gradualmente recuperata nei mesi successivi. Il recupero è stato solo transitoriamente interrotto a fine ottobre 2020, in concomitanza con la seconda ondata di contagi. Il recupero non è stato uniforme in tutti i settori: il *price-earning ratio* del mercato azionario europeo generale si colloca attualmente a livelli superiori a quelli osservati ante-COVID, mentre il *price-to-book value* delle principali banche commerciali europee si colloca a livelli inferiori a quelli osservati ante-COVID. Il mercato obbligazionario, sia nel comparto governativo sia nel comparto *corporate*, ha evidenziato un andamento analogo: la correzione osservata all'avvio dell'emergenza è stata progressivamente riassorbita entro la fine del 2020. L'analisi della volatilità prospettica (*forward looking*) evidenzia un contesto di mercato post-COVID caratterizzato da un accresciuto grado di incertezza, con una sensibile attenzione al rischio di deprezzamento degli asset. La condizione di forte stress sui mercati ha spinto i trader a indirizzare gli ordini di negoziazione verso le sedi di esecuzione più trasparenti, riducendo la frammentazione e accrescendo la quota di volumi negoziati nel mercato principale. Lo scenario futuro, nonostante le importanti iniziative di *policy* attivate, si presenta incerto e fortemente dipendente dall'esito dei piani vaccinali, dalle misure di supporto fiscale e dalle azioni di politica monetaria.

Sotto il profilo della disponibilità di risorse liquide e di attività stanziabili come collaterale presso l'Eurosistema, le condizioni di liquidità del sistema bancario italiano sono più che soddisfacenti: i rischi di rifinanziamento e di liquidità sono limitati. Tuttavia, qualche preoccupazione emerge per la crescente dipendenza dalla banca centrale come fonte di finanziamento. Si prevede che la politica dei tassi di interesse negativi proseguirà ancora a lungo: questa, unitamente all'eccesso strutturale di liquidità, mantiene i tassi di interesse di mercato

su livelli estremamente bassi, se non negativi. Ciò può avere effetti collaterali indesiderati, a cominciare dalla compressione della redditività degli intermediari finanziari: in primo luogo, banche e compagnie di assicurazione.

Per cogliere quanto il rischio sovrano sia diffuso tra gli operatori di mercato, l'ultimo capitolo del rapporto propone una indagine volta a misurare l'esposizione di banche e investitori esteri al rischio connesso ai titoli pubblici dell'area euro. Dall'analisi emerge come il sistema bancario italiano risulti detenere la maggiore quota di debito pubblico domestico rispetto ai settori bancari dei principali paesi dell'area euro. Per contro, il debito pubblico italiano è detenuto dagli investitori esteri in misura minore rispetto al debito degli altri paesi.



1. IMPATTI ORGANIZZATIVO-GESTIONALI DELLA PANDEMIA NEL SETTORE BANCARIO: L'ACCELERAZIONE VERSO LA TRASFORMAZIONE DIGITALE

Elena Beccalli, Andrea Lionzo e Francesco Virili ♦

La pandemia da Covid-19 sta accelerando dinamiche di trasformazione digitale già in atto, che impongono alle banche di adottare modelli operativi ibridi “remoto/in presenza” e modelli distributivi ibridi “filiale/digitale”, abilitati da infrastrutture tecnologiche basate su cloud e piattaforme che determinano un modello di sourcing ibrido “in/out”. Questo capitolo mette in evidenza:

- a) le problematiche collegate all'adozione di nuovi modelli di organizzazione del lavoro, con largo ricorso a remote working, smart working e team virtuali.*
- b) la crescita nella domanda di prodotti e servizi digitali, che rafforza la trasformazione dei modelli distributivi con la migrazione verso i canali in remoto, la ridefinizione della rete di filiali e le opportunità che si aprono nella realizzazione di offerte integrate e complementari;*
- c) il ruolo sempre più strategico rivestito dalle enabling technologies, come cloud e piattaforme. Queste tecnologie permettono di disegnare forme dinamiche e modulari di insourcing e outsourcing, consentendo di ridefinire il business model bancario verso strutture di open banking o di banking as a platform.*

La pandemia da Covid-19, oltre all'impatto significativo sulla vita sociale e sull'attività economica, ha stimolato molte organizzazioni ad una trasformazione digitale ed imprimerà verosimilmente un'accelerazione ad alcune dinamiche che già interessano il settore bancario europeo. Come ben noto, infatti, vi è la necessità di affrontare – in un contesto di tassi di interesse bassi o addirittura negativi per effetto delle politiche monetarie delle banche centrali¹ – i livelli di redditività strutturalmente bassi per il settore bancario, che implicano difficoltà nel coprire il costo del capitale azionario compromettendo la sostenibilità dei modelli di *business* tradizionali nel medio e lungo termine. Di conseguenza, come del resto riconosce la stessa vigilanza bancaria europea (Enria, 2020), la generale tendenza verso la trasformazione digitale rappresenta un'opportunità da perseguire. In particolare, tale

trasformazione digitale, che in termini generali riguarda l'intera economia, riteniamo si possa esplicitare nel settore bancario attraverso la definizione di nuovi modelli operativi, distributivi e di *sourcing*.

Tale accelerazione verso il digitale trova le sue spinte in una pluralità di nuove circostanze collegate alla pandemia. La diffusa adozione di nuovi modelli di organizzazione del lavoro con largo ricorso a *remote working*, *smart working* e *team* virtuali, che impone un ripensamento dei modelli operativi tradizionali. La marcata crescita nella domanda di prodotti e servizi digitali, che porta con sé un'ulteriore migrazione verso i canali distributivi in remoto con contestuale ridefinizione e innovazione dei servizi offerti. La disaggregazione (*unbundling*) dei servizi tradizionali, basata su piattaforme, che porta a ridefinire in un'ottica di *open banking* il concetto

♦ Università Cattolica del Sacro Cuore (Elena Beccalli e Andrea Lionzo) e Università degli Studi di Sassari (Francesco Virili)

¹ Il problema dei tassi di interesse negativi verrà discusso nel Capitolo 4 di questo rapporto

stesso dei confini dell'organizzazione bancaria tradizionale dando luogo alla nascita di ecosistemi digitali che vedono la presenza anche di operatori non bancari.

Le risposte che stanno emergendo nel settore bancario (accelerazione verso *smart working*, canali digitali, *unbundling* e piattaforme) rappresentano leve di resilienza per accrescere la redditività dell'intero settore, aumentando l'efficienza in termini di costi e aprendo nuove opportunità di generazione di ricavi.

Con particolare riguardo ai costi, la trasformazione è dovuta al congiunto fenomeno di compressione dei costi fissi, legata alla razionalizzazione di filiali e proprietà immobiliari (Enria, 2020), e alla maggiore variabilizzazione dei costi legata all'infrastruttura tecnologica.

Le nuove tendenze si inseriscono in un contesto che ha visto negli ultimi anni il settore bancario internazionale profondere notevoli sforzi per la compressione dei costi: il *cost-to-income ratio* del settore è sceso dal 56,6% nel 2014 al 54,4% nel 2019 (McKinsey, 2020a), con un decremento ancor più significativo nelle aree legate a infrastrutture IT (ad esempio il costo *data storage* è diminuito del 72%). Il miglioramento realizzato negli ultimi anni in termini di *cost-to-income ratio* avrebbe pertanto potuto essere maggiore ma è stato in parte assorbito dai crescenti costi di *compliance* e dall'incrementata complessità gestionale.

Quanto sopra, combinato con la discontinuità indotta dalla crisi pandemica, richiede che le banche procedano a ridisegnare i loro modelli orientandoli sempre più all'ibridazione: modelli operativi ibridi "remoto/in presenza" e modelli distributivi ibridi "filiale/digitale", abilitati da infrastrutture tecnologiche - basate su *cloud*, architetture orientate ai servizi e piattaforme (pubbliche e private) - che definiscono modelli di *sourcing* ibridi "in/out".

L'ibridazione dei modelli operativi, distributivi e di *sourcing* dà luogo alla nascita di un ecosistema digitale caratterizzato da una struttura modulare dei processi, che si qualifica per la presenza di "blocchi" di attività semplificate gestiti da specialisti di fase, spesso esterni alla banca.

Una questione cruciale per la sopravvivenza e la redditività della banca è pertanto la velocità di adozione dei nuovi modelli ibridi, frenata dalla vischiosità delle strutture e pratiche operative preesistenti.

Sebbene ibridazione e modularità portino con sé benefici evidenti in termini di flessibilità ed efficienza, è evidente come l'ibridazione e i processi modulari sopra evidenziati pongano un interrogativo di fondo in merito al rischio che possano essere snaturate le caratteristiche fondative della banca e che la stessa possa essere impoverita, o per così dire "svuotata", di attività e competenze. Ciò impone di ideare attentamente soluzioni che non solo consentano un effettivo mantenimento di controllo e responsabilità in capo alla banca con riferimento ai vari blocchi, ma anche di favorire forme di apprendimento interno che consentano di preservare dentro la banca competenze specialistiche soprattutto con riguardo alle attività del *core business*.

Il lavoro è organizzato come segue. Il paragrafo 2 tratteggia gli effetti della pandemia sul lavoro in banca alla luce dell'esperienza di una società *fintech*, mettendo in evidenza la trasformazione in atto verso modelli operativi ibridi "remoto/in presenza". Il paragrafo 3 esamina l'altra circostanza indotta dalla pandemia, ovvero la crescita relativa nella domanda di prodotti e servizi digitali, generando una trasformazione dei modelli distributivi con accelerazione del digitale e ridefinizione della rete di filiali. Tali trasformazioni di natura organizzativo-gestionale sono rese possibili grazie al ricorso a "tecnologie abilitanti" (quali *cloud*, architetture orientate ai servizi e



piattaforme), di cui si discuterà nel paragrafo 4. Il paragrafo 5 conclude.

1. Trasformazione del lavoro e nuovi modelli operativi basati su smart working

La pandemia ha radicalmente e bruscamente accelerato una trasformazione del lavoro in parte già in atto, innovando profondamente i tradizionali modelli operativi bancari. Prima della pandemia, la maggior parte delle banche adottava raramente modalità lavorative in remoto, *team* distribuiti, strumenti digitali e processi agili: le esperienze in corso erano diffuse prevalentemente nel settore assicurativo, mentre in ambito bancario si trattava di forme sporadiche e per lo più sperimentali. Con il *lockdown*, improvvisamente si sono imposti cambiamenti radicali nei processi lavorativi e nei comportamenti individuali e collettivi, che stanno gradualmente dando forma a una trasformazione del modo di organizzare il lavoro.

Secondo una recente indagine del Financial Times, la principale forma di cambiamento adottata dalle banche britanniche riguarda proprio l'introduzione del lavoro in remoto (FT Focus, 2020). Anche in Italia, a quasi un anno dall'inizio della pandemia, molta parte dei dipendenti bancari continua a lavorare in remoto e secondo meccanismi di presenza alternata. Basti citare il dato relativo al Gruppo Intesa Sanpaolo (ante acquisizione UBI Banca): come rilevato da FIRST CISL Lombardia per l'anno 2020, dei 65.000 dipendenti del Gruppo Intesa Sanpaolo, nei centri direzionali lo *smart working* si è attestato al 90%, mentre nella rete commerciale al 42% con l'introduzione di un sistema di rotazione di squadre di lavoro indipendenti (cosiddette "bolle") presso ciascuna filiale. Tale dato è in linea con quanto rilevato nel rapporto ANRA-Aon (2020) per l'intero settore finanziario (incluse banche, assicurazioni e società finanziarie): nei mesi

maggio-settembre 2020, i dipendenti che hanno lavorato completamente da remoto sono la maggioranza e in numero quasi doppio rispetto ai settori non finanziari (57,82% vs 31,35%). Ciò è dovuto a una serie di fattori, tra cui la maggiore dimensione relativa delle imprese nel settore finanziario, la tipologia di attività professionali svolte e la maggiore maturità del settore nell'applicazione del lavoro a distanza.

Anche per i dipendenti che operano in presenza il lavoro si è trasformato, adattandosi sia a livelli di personale presenti molto inferiori rispetto a prima sia a contatti con la clientela fortemente limitati. In prospettiva, come si discuterà nel seguito, molte banche stanno creando nuovi modelli operativi ibridi "remoto/in presenza" in cui gran parte dei dipendenti avrà la possibilità di lavorare in remoto per diversi giorni la settimana. Considerata la flessibilità di questi modelli, il loro impiego non si arresterà al termine della pandemia ma è verosimile ritenere che proseguirà anche successivamente, diventando il nuovo standard organizzativo del sistema bancario, così recependo una tendenza già in atto in molti *player* globali non bancari (Afflerbach, 2020).

1.1 Lo smart working nel sistema normativo e nell'accordo bancario

La legge istitutiva dello *smart working* (legge n. 81 del 22 maggio 2017) pone come obiettivi l'incremento della competitività e la conciliazione dei tempi di vita e lavoro, agendo da un lato sull'utilizzo di tecnologia per la comunicazione a distanza e dall'altro sulla ridefinizione negoziale concordata tra datore di lavoro e lavoratori mediante nuove forme di organizzazione del lavoro (che comprendono ad esempio la ridefinizione di orari, luoghi, modalità e obiettivi della prestazione lavorativa).

Al centro dell'impianto giuslavoristico c'è l'accordo tra datore di lavoro-lavoratore, che però

– per ovvie ragioni di necessità e urgenza – in molti casi è venuto meno in fase di legislazione pandemica, per effetto del DPCM del 1° marzo 2020, il Decreto legge Cura Italia e il Decreto Rilancio (*amplius*, Occhino 2020). In sostanza, la modalità di lavoro attuata può essere più correttamente definita quale *remote working*, piuttosto che *smart working*. Questo ha generato, come rilevato nell'indagine ANRA-Aon (2020), alcune criticità nel settore finanziario con riguardo all'ingaggio dei dipendenti (29,5% del campione intervistato), oltre che con riferimento a organizzazione e comunicazione interna, rapporti con i clienti e strumentazione tecnologica disponibile.

I temi della riorganizzazione del lavoro connessi allo *smart working* sono stati oggetto di specifica contrattazione collettiva in ambito bancario, in varie occasioni e in parte recepiti nella piattaforma contrattuale del dicembre 2019 che ha rinnovato il sistema di classificazione del personale. Nel settore assicurativo sono state invece adottate linee guida per la gestione del lavoro agile nel febbraio 2021. Si sono per questa via introdotti modelli più flessibili e su base volontaria per la gestione delle prestazioni di lavoro (lavoro *agile* o *smart working*), in linea con i modelli organizzativi di *fintech* e *insurtech* (Lucifora 2019; Faioli, 2019). In base all'accordo collettivo di settore (il primo tra gli accordi di settore a recepire il lavoro agile, già prima della pandemia), la nozione di sede di lavoro si sta evolvendo attraverso l'accostamento alla sede aziendale, che continua ad essere il centro di aggregazione e sviluppo del senso di appartenenza, di altri luoghi di svolgimento della prestazione lavorativa. Quest'ultima, infatti, può essere svolta presso altra sede o *hub* aziendale, altro luogo autorizzato dal datore di lavoro oppure presso il domicilio del dipendente. Ciò apre al cosiddetto *co-working* presso sedi diverse dalle sedi direzionali: una interessante formula di lavoro

agile, già in sperimentazione da parte di alcune banche italiane, con un'evidente ricaduta in termini di contrasto alla desertificazione dei territori periferici e di messa a disposizione del lavoratore di spazi aziendali più idonei della propria abitazione allo svolgimento dell'attività lavorativa.

Inoltre, in base all'accordo, la prestazione è da effettuarsi entro i limiti di durata dell'orario giornalieri e settimanale e non può superare il limite massimo di 10 giornate mensili, salvo diversi accordi di secondo livello. A riguardo appare interessante il confronto con i desiderata di alternanza di presenza in sede e lavoro a distanza dei rispondenti all'indagine ANRA-Aon (2020): per il settore finanziario, bancario e assicurativo il numero di giornate in remoto nell'organizzazione di un'ipotetica "settimana ideale" sono tre nel 31,86% dei casi, quattro per il 14,16%, mentre il 10,62% organizzerebbe l'intera settimana in remoto. Negli altri settori l'attitudine al ricorso allo *smart working* risulta inferiore presumibilmente in considerazione della diversa natura delle attività svolte. Infatti, l'indagine evidenzia come i dipendenti del settore finanziario ritengano di poter svolgere da remoto una quantità maggiore delle proprie attività (71,5%) rispetto ai dipendenti di altri settori (66,8%). Infine, nell'accordo, l'adesione al lavoro *agile* deve essere accompagnata da specifici interventi formativi rivolti ai soggetti coinvolti – compresi i loro responsabili – finalizzati a garantire uno svolgimento efficace e in sicurezza della relativa prestazione.

1.2 Lavoro agile in regime di lockdown: lezioni da una *fintech*

Il fatto che molti dipendenti continueranno a essere dislocati in diversi spazi fisici e virtuali pone una serie di sfide alle organizzazioni bancarie, soprattutto se orientate all'adozione di modelli



agile. Il modello *agile* si basa sulla presenza di un numero elevato di piccoli *high-performing team*, ciascuno con un chiaro obiettivo di cui il *team* ha piena responsabilità (McKinsey & Company, 2019a)². Tale modello, che presenta evidenti analogie con i modelli organizzativi dominanti nelle *big tech* e nelle *fintech*, costituisce oggi un punto di riferimento emergente per l'innovazione organizzativa nelle banche. Il nodo centrale è che molti dei principi del lavoro *agile* dipendono dalla collaborazione e dalla interazione continua in presenza, valorizzando competenze tecniche e *soft*. Diversamente, in un contesto in cui un numero crescente di operatori sono e saranno dislocati in remoto, le banche che stanno già lavorando agilmente (o che intendono farlo) sono chiamate a un'attenta analisi dei nuovi processi di lavoro.

Il paradigma del lavoro *agile*, mentre è ancora in una fase embrionale nelle banche, rappresenta al contrario un riferimento acquisito nel mondo delle *fintech*. L'approfondimento di casi concreti di modalità operative adottate da società *fintech* può risultare pertanto di massima utilità per il sistema bancario. In questo scritto si fa riferimento al caso di una *fintech* italiana che fornisce strategie di investimento basate sull'intelligenza artificiale a banche e società di gestione del risparmio (Beccalli, Lionzo, Virili, 2020). Tale caso consente non solo di analizzare come modalità di lavoro *agile* possano essere applicate in ambito finanziario, ma anche e soprattutto di comprendere se e come il modello *agile* possa sussistere in regime di *lockdown*, ritraendo utili indicazioni su come lavoro in presenza e lavoro a distanza possano integrarsi e completarsi nel

nuovo modello ibrido per le banche del *post* pandemia.

La raccolta dei dati relativa al caso in parola è stata effettuata tra aprile 2018 e agosto 2020, un periodo che comprende una fase pre-pandemia (22 mesi) e la fase pandemica (6 mesi). Sono state incontrate tutte le persone dell'azienda ed è stato mantenuto un dialogo costante con il *top management* per tutto il periodo. Nello specifico, sono stati organizzati 21 eventi di raccolta dati (nella forma di interviste e osservazioni partecipate) con un totale di 23 diversi informatori (tutti i membri della *fintech* e alcune persone esterne).

Un nodo centrale per la comprensione dei processi operativi della *fintech* in esame è il concetto di *accountability*, ossia il processo di attribuzione delle responsabilità ai singoli dipendenti e di loro rendicontazione sulle attività svolte e sui risultati conseguiti nei confronti dei superiori. Tradizionalmente il settore bancario è stato caratterizzato da processi standardizzati e dal ricorso a forme di controllo gerarchico, cosiddetta *accountability* gerarchica (Roberts e Scapens, 1985). Questa forma di rendicontazione, basata su dispositivi formali e quantitativi di *reporting* tende a legare il valore dell'individuo alla sua capacità di raggiungere gli obiettivi imposti dalla gerarchia organizzativa. La responsabilità gerarchica favorisce così la dimensione individualizzante dei comportamenti. In questi contesti è stato evidenziato come il singolo tenda ad agire adottando comportamenti difensivi (Miller, 1992), nel senso che le forme di rendicontazione convenzionali, introducendo una separazione tra controllore e controllato, possono essere usate dal

² Ad esempio, le banche possono creare *team* agili di esperti - un mix di specialisti di marketing, specialisti di prodotto e commerciali, progettisti dell'esperienza utente, analisti di dati e ingegneri IT - per comprendere

il modo in cui i percorsi dei clienti sono cambiati nella pandemia, creare prodotti migliori per tali esigenze e fornire tali prodotti sul mercato più rapidamente.

singolo per proteggere l'interesse personale piuttosto che per favorire quello comune.

A questa forma gerarchica di *accountability* si contrappone, nelle organizzazioni come le *fintech* che adottano modelli *agile*, una *accountability* di natura sociale (o *social accountability*), che si fonda, da un lato, su una maggiore autonomia e professionalità dei singoli e, dall'altro, sulla continua interazione sociale e sul *problem solving* collaborativo che avviene in seno a gruppi fortemente responsabilizzati del modello *agile*.

Questa forma sociale di *accountability* abbraccia una vasta gamma di pratiche che evidenziano la reciproca dipendenza degli individui e valorizzano l'incontro con l'altro (Shearer, 2002). A tal fine la *social accountability* si fonda, oltre che su pratiche di *reporting* formale, anche e soprattutto su momenti di dialogo, di dibattito e di comprensione reciproca, abbracciando molti elementi non contabili. È stato segnalato come ciò possa concretizzarsi quando le asimmetrie di potere tra le parti sono ridotte e le persone possono stabilire contatti informali, faccia a faccia, aperti alla fiducia, in un contesto condiviso di conoscenza reciproca (Ebrahim, 1987). Ciò incoraggia gli individui a parlare di se stessi, delle loro azioni e dei loro risultati. Come sostenuto in letteratura, in questo modo i singoli individui divengono "co-autori di sé stessi" e possono operare come "agenti responsabili" (McKernan e MacLulich, 2004).

Il punto centrale è che la pandemia ha improvvisamente interrotto tutte le forme di relazione fisica e personale che permettevano lo sviluppo di forme di *accountability* sociale, rendendo necessarie nuove modalità di organizzazione del lavoro a causa della prolungata distanza relazionale, generata dal regime di *lockdown*. La *fintech* è stata costretta a trasformarsi improvvisamente in un'organizzazione di *virtual teaming*. Un *virtual*

team è un gruppo di lavoro in cui la comunicazione tra i membri avviene attraverso le tecnologie di comunicazione mediata e senza incontri diretti (Nemiro et al. 2015; Raghuram et al. 2019).

In un'organizzazione tradizionale basata su un'*accountability* di tipo gerarchico, è naturale aspettarsi un rafforzamento a distanza della gerarchia, attraverso il consolidamento dei sistemi di rendicontazione (tramite report giornalieri, settimanali o per progetto sulle attività svolte e sui risultati conseguiti): si tratta della "*accountability across distance*" nell'accezione di Roberts e Scapens (1985).

Nel caso analizzato della *fintech*, invece, la società ha ricostruito il "tessuto relazionale" e il modello di *accountability* sociale attraverso l'introduzione di nuovi sistemi di rendicontazione, radicalmente differenti da quelli tipici dell'*accountability* gerarchica, centrati su informazioni di carattere non-finanziario e qualitativo/narrativo. In modo particolare, il riferimento è all'impiego di forme di rendicontazione pianificata (nei tempi e negli oggetti) con contenuti non economico-finanziari, bensì quantitativi non-monetari e qualitativi. Questi ultimi, ossia i contenuti qualitativi, hanno anche assunto la forma di brevi *story-telling*, che hanno consentito alla *fintech* di compendiare l'elevato grado di autonomia dei singoli e il loro qualificato livello professionale nel contesto di *team* impiegati in attività di *problem solving*.

A distanza, quindi, la ricostruzione del dialogo può avvenire attraverso sistemi di *reporting* che tradizionalmente sono stati considerati come parti dei sistemi di controllo tradizionali, ma che in simili circostanze presentano invece forme e contenuti che alimentano il funzionamento di contesti diversi. Si apre così una nuova prospettiva, solo a prima vista paradossale, in cui i sistemi di rendicontazione sono usati per costruire e rafforzare fiducia e dialogo piuttosto che unicamente per controllare in maniera gerarchica



i dipendenti, proprio nel momento in cui invece un intensificato controllo sembrerebbe la soluzione al problema (Beccalli, 2020).

Quello che questa ricerca sulla *fintech* (Beccalli, Lionzo, Virili, 2020) suggerisce è che per ricostruire la relazione a distanza non è sufficiente dotarsi di sistemi tecnologici capaci di ricreare, sebbene non in presenza, un adeguato tessuto relazionale, ma è necessario utilizzare in una nuova ottica i sistemi di rendicontazione, accompagnandoli a pratiche organizzative che istituiscano frequenti e definite occasioni di incontro virtuale. Dunque, alla tecnologia per la comunicazione a distanza e all'impiego di sistemi di rendicontazione si accompagna, nel caso esaminato, l'introduzione di *routine* organizzative capaci di stabilire un ritmo temporale ben definito di comunicazione remota. L'essenza è l'utilizzo delle tecnologie digitali per poter ricostruire la relazione e il dialogo piuttosto che per esercitare una funzione di controllo gerarchico. Tali *routine* organizzative devono definire chi, in quali momenti, per quanto tempo, su quali contenuti, con quale frequenza debbano interagire in remoto. Ciò diventa essenziale per ricreare, a distanza, il livello di interazione sociale, di trasmissione di conoscenze, di dibattito e di confronto che prima si svolgeva in presenza. Per funzionare ciò deve completarsi con forme di *reporting* anche qualitative e non-finanziarie, capaci di favorire il dialogo e il confronto (e non il mero controllo gerarchico a distanza) sui processi in corso da parte dei soggetti coinvolti.

Queste nuove soluzioni, pur essendo nate in ambiti innovativi, possono essere di ispirazione e utilità per il miglior funzionamento di realtà più tradizionali affinché lo *smart working* non diventi fonte di alienazione e isolamento oltre che di ulteriore deterioramento della produttività.

1.3 Come disegnare il modello operativo ibrido post pandemia?

Post pandemia il modello operativo di una banca si potrà collocare tra due polarità opposte: da un lato un ricorso esclusivo a forme di lavoro in presenza (come tipicamente riscontrato prima della pandemia), dall'altro lato, l'eliminazione di ogni forma di contatto personale (come sperimentato durante l'emergenza sanitaria e come proposto da alcune organizzazioni, in particolare società di gestione del risparmio, anche per il *post* pandemia). Entrambe le posizioni estreme, se adottate in modo acritico, sono oggi confinate a situazioni specifiche e non paiono adottabili come modelli diffusi. Appare necessario muoversi verso modelli ibridi "in presenza/a distanza".

Il disegno di tale nuovo modello ibrido consentirà, da un lato, di favorire forme di lavoro flessibili per i dipendenti. Nell'indagine ANRA-Aon (2020), tra i principali vantaggi sperimentati tra maggio e settembre risulta al primo posto l'aver ottenuto un migliore equilibrio tra vita privata e professionale, seguito dall'ottimizzazione del tempo e dalla possibilità di gestire con più autonomia orari e carichi di lavoro. Dall'altro lato, il nuovo modello ibrido consentirà di ridurre i fabbisogni di spazio di lavoro e infrastrutture fisiche. In un recente sondaggio sul *sentiment* dei dirigenti bancari in ambito *corporate real estate* (CBRE, 2020) emerge che anche quando le misure di distanziamento sociale verranno meno, l'adozione di modelli di lavoro a distanza consentirebbe di aumentare il cosiddetto *bank desk ratio* - rapporto tra posti di lavoro equivalenti a tempo pieno (*full time equivalent*, FTE) e scrivanie - dall'odierno 1,2 FTE per scrivania a 1,6 o 1,8, liberando dal 25 al 40% della capacità degli spazi di lavoro.

Nel disegno di tali modelli ibridi, come insegna il caso della *fintech*, tre sono gli elementi chiave per l'efficacia dello *smart working*: a) la predisposizione di un assetto tecnologico per la

comunicazione a distanza; b) l'adozione di sistemi di rendicontazione; c) l'introduzione di *routine* organizzative che stabiliscano un ritmo temporale ben definito di comunicazione remota. L'uso che si fa di questi tre elementi, che può essere orientato maggiormente al controllo gerarchico piuttosto che all'*accountability* sociale, è influenzato dalla variabilità delle condizioni di contesto e culturali in cui opera ciascuna banca.

Un recente rapporto McKinsey & Company (2020a) sembra corroborare queste indicazioni. Con riferimento all'adozione di *routine* organizzative, nel passaggio al modello ibrido "in presenza/a distanza", si rende necessario fornire norme di lavoro chiare come, ad esempio, una cadenza comune delle riunioni con un'agenda e un formato tipici stabiliti per massimizzare l'efficacia delle interazioni. Con riguardo all'adozione di sistemi di rendicontazione, si indica la necessità di dotarsi di una unica e chiara "source of truth" di tipo digitale, ossia una fonte di evidenze che comprenda in maniera coordinata dati contabili, dati di controllo di gestione fino a giungere alla documentazione delle specifiche attività operative di ogni singola persona, come ad esempio i *dashboard* visivi per comunicare le priorità e lo stato di avanzamento di attività e obiettivi.

La messa a punto di queste tre dimensioni è tutt'altro che scontata. Richiede un profondo lavoro di riprogettazione da parte delle banche; lavoro dal punto di vista tecnologico, lavoro in termini di formazione e sviluppo delle persone, lavoro sui sistemi di rendicontazione della banca. Tale riprogettazione è invece spesso mancata nelle forme di lavoro a distanza, che durante la pandemia hanno interessato in Italia 8 milioni di lavoratori: sebbene genericamente indicate dai media con il termine *smart working*, esse rappresentano perlopiù forme di *remote working*. In fase di pandemia è prevalso l'obiettivo di non bloccare ma per quanto possibile trasferire le

attività lavorative preesistenti al fine di non fermare il sistema economico. L'emergenza ha imposto il "trasferire"; il *post-pandemia*, per l'efficacia dello *smart working*, richiede di "riprogettare" il modello organizzativo bancario attraverso investimenti sulle tre dimensioni presentate.

2. Trasformazione dei modelli distributivi con accelerazione del digitale

La pandemia sta altresì accelerando il passaggio al digitale con riguardo ai modelli distributivi, con evidenti impatti sulla rete delle filiali. Posta l'importanza che esse ancora rivestono per le banche italiane, tale da costituire una ridondanza della rete fisica, gli spazi per una riconfigurazione dei modelli distributivi e, insieme, dei modelli di generazione di valore rimangono ancora ampi nel contesto italiano.

2.1 Un modello distributivo che continua ad essere incentrato sulle filiali

L'attuale modello operativo e distributivo delle banche italiane permane ancora principalmente incentrato, anche in termini di generazione di ricavi, sulle reti fisiche. Il contributo delle filiali ai ricavi unitari da *core banking*, ancorché in riduzione dal 75% del 2015 al 55% del 2019, è ancora determinante: il valore medio dei ricavi generati presso le filiali supera ancora oggi quello di ogni altro canale distributivo bancario. In effetti, il sistema bancario italiano, secondo un'indagine PwC (2020), presenta ancora (purtroppo) uno dei più alti rapporti a livello europeo tra numero di filiali e numero di abitanti: 42 filiali ogni 100.000 abitanti contro 32 della media UE.

Anche durante la crisi pandemica, le filiali hanno continuato a rivestire un ruolo centrale nei modelli distributivi delle banche italiane. Peraltro, come naturale aspettarsi, la domanda di servizi



tipicamente erogati in filiale si è attenuata nel corso della pandemia, fenomeno che ha interessato non solo l'Italia ma in varia misura tutti i paesi del mondo. Come documenta una *survey* di McKinsey & Company (2020b), l'uso del contante e degli assegni, operazioni fondamentali per le filiali, è fortemente diminuito: in Italia nel 2020 il 33% dei consumatori dichiara di utilizzare una quantità di denaro contante notevolmente inferiore rispetto al *pre-pandemia*³, a fronte di un aumento dell'11% nell'utilizzo di pagamenti elettronici. La sopra citata *survey* di McKinsey & Company (2020b) indica che se il 9% dei clienti italiani dichiara che intensificherà il ricorso alla filiale *post* pandemia, ben il 19% la utilizzerà meno (determinando una decrescita netta attesa del 10%).

L'improvvisa e radicale migrazione delle operazioni di trasferimento di denaro contante e più in generale delle transazioni bancarie a basso valore aggiunto dalla filiale ai canali digitali avvenuta con la pandemia ha accentuato un fenomeno di razionalizzazione e ridefinizione del modello distributivo già in corso. Significativa è stata infatti, nell'ultimo decennio, l'ottimizzazione delle strutture distributive attuata in Italia: secondo dati Banca d'Italia, si è registrata la chiusura di 9.800 filiali tra il 2010 e il 2019, segnando una riduzione del 28%.

2.2 Un'accelerazione verso il digitale e il modello ibrido filiale-digitale

Con la pandemia, l'interesse dei clienti per il *digital banking* è aumentato in molti paesi, anche se questa tendenza varia notevolmente a livello internazionale⁴. Secondo l'indagine previsionale di McKinsey Global Banking Pools⁵ (McKinsey & Company, 2020c), in Italia, anche dopo la pandemia, il ricorso a *online* e *mobile banking* permarrà superiore al *pre-pandemia*: il 21% dei clienti continuerà ad utilizzare di più l'*online banking* (mentre il 5% lo utilizzerà meno, con una crescita netta del 16%); il 19% dei clienti continuerà ad utilizzare di più il *mobile banking* (mentre il 5% lo utilizzerà meno, con una crescita netta del 14%). In sostanza, in Italia il 15-20% dei clienti intervistati prevede di aumentare l'utilizzo dei canali digitali una volta superata la pandemia⁶. Ciononostante, nei servizi finanziari a elevato valore aggiunto e maggiore complessità il contatto personale risulta ancora determinante. Secondo un'indagine condotta da Doxa per l'Osservatorio Fintech & Insurtech del Politecnico di Milano, il 42% dei clienti intende interrompere almeno un servizio poiché ritiene rilevante l'interazione personale, mentre il 40% non intende più utilizzarli poiché non ritiene di averne più bisogno. D'altronde, secondo una recente indagine Prometeia (2020), a fronte di una accelerazione nella digitalizzazione, solo il 32% dei clienti delle

³ Questo fenomeno ha interessato non solo l'Italia ma in varia misura tutti i paesi del mondo: circa il 20-40% dei consumatori dichiara di utilizzare una quantità di denaro contante notevolmente inferiore rispetto al *pre-pandemia* (McKinsey & Company, 2020b).

⁴ Nei paesi finanziariamente più evoluti (come Stati Uniti e Regno Unito), solo il 10-15% dei clienti è più interessato al *digital banking* rispetto a prima della crisi (e il 5-10% è meno interessato). In paesi come Grecia, Indonesia, Messico e Singapore, la quota "più interessata" è ben superiore, compresa tra il 30 e il 40%. In particolare, la preferenza per la gestione digitale delle transazioni quotidiane passa dal 60

all'85% circa nei settori bancari dell'Europa occidentale, anche per i clienti di età pari o superiore a 65 anni. Tra i fattori che influenzano la crescita nel *digital banking* si annoverano le offerte digitali esistenti e le capacità delle banche nel mercato e i livelli di digitalizzazione precrisi. (McKinsey & Company, 2020b).

⁵ Indagine condotta nel maggio 2020 su clienti di banche operanti in Cina, Francia, Germania, Italia, Spagna, Svezia, Regno Unito, e Stati Uniti (1000 clienti per ogni paese).

⁶ Il dato italiano è analogo a quello rilevato per Spagna e Stati Uniti. In altri paesi, invece, tale percentuale varia dal 5 al 13 per cento (McKinsey & Company, 2020c).

banche preferisce il canale *online* per le operazioni complesse, mentre lo usa sistematicamente per le operazioni semplici.

Interessante anche notare come un canale il cui impiego è stato ampliato a dismisura durante la pandemia in sostituzione temporanea ed emergenziale di contatti diretti, come la *videochat* con il proprio consulente finanziario, tenderà *post* pandemia a ritornare ad un ruolo integrativo e non sostitutivo dei contatti personali: l'8% dei clienti continuerà ad utilizzare *videochat* anche dopo la pandemia ma il 22% le utilizzerà meno (con una decrescita netta del 47%), come rilevato da McKinsey & Company (2020c).

L'elevato potenziale del digitale in Italia fa da contraltare ad una situazione che tradizionalmente vede uno tra i più bassi livelli di penetrazione dell'*online banking* tra i paesi europei: il 36% dei clienti utilizzava l'*internet banking* nel 2019 contro una media del 58% a livello europeo con picchi superiori al 90% nei paesi nordici (PwC, 2020).

Posto che la pandemia ha causato un'accelerazione verso il digitale, le banche hanno l'opportunità di plasmare e stabilizzare i nuovi comportamenti digitali sfruttando l'onda inerziale dell'effetto Covid, soprattutto nei paesi come l'Italia in cui la transizione al digitale è meno avanzata.

Centrale è la costruzione di un modello distributivo integrato "filiale-digitale", in cui si realizza un'offerta complementare – e appunto integrata – di servizi. Il modello integrato è ben lontano dalla semplice migrazione sui canali digitali dei servizi tradizionalmente offerti in filiale.

Meritano una nota le implicazioni del modello ibrido filiale/digitale in termini di costi totali della banca. Lo studio di Campbell e Frei (2010) offre una convincente spiegazione di tale fenomeno. Secondo gli autori le aspettative delle banche di ridurre i costi attraverso il cosiddetto "effetto di sostituzione" (ossia i clienti trasferiscono le loro transazioni da canali costosi, come le filiali bancarie, al canale *online* a basso costo unitario) sono state disattese. La riduzione dei costi totali dovuta all'effetto sostituzione tende ad essere più che compensata dagli aumenti di costo totale legati alla crescita dei volumi (*volume effect*) e all'aumento delle interazioni (*augmentation effect*).⁷

L'accelerazione verso la *digital transformation* e l'adozione di un modello integrato filiale-digitale interessano in maniera peculiare anche la *bancassurance*, canale distributivo sempre più rilevante in Europa per i prodotti assicurativi. In tale ambito, accanto alle potenzialità di riduzione dei costi, assumono particolare rilievo le prospettive di espansione del *business* legate all'innovazione tecnologica, ad esempio attraverso sistemi di *advanced analytics* e intelligenza artificiale per l'analisi dei comportamenti dei clienti al fine di costruire offerte più mirate (McKinsey & Company, 2020d).

2.3 Gli effetti sui dipendenti

Le mutate esigenze dei clienti, accelerate dalla pandemia, stanno evidenziando una graduale e prospettica trasformazione dei fabbisogni di competenze dei dipendenti, con particolare riferimento a competenze di tipo quantitativo,

⁷ Il digitale riduce i costi di interazione dei clienti con la banca e rende più facile e meno costoso per i clienti interagire con la banca. Ciò aumenta il volume totale delle transazioni (cosiddetto *volume effect*). Il digitale consente ai clienti di gestire più attivamente i propri conti, generando maggiori interazioni anche nei canali

offline (cosiddetto *augmentation effect*). L'analisi empirica di Campbell e Frei supporta le loro ipotesi, dimostrando come gli effetti di volume complessivi giocano un ruolo maggiore dell'effetto di sostituzione, aumentando così il totale costo di transazione che grava sulle banche.



analitico e digitale, oltre che relazionali. Questo pone alle funzioni HR delle banche sfide rilevanti di gestione dei talenti sia in termini di reclutamento e selezione sia di formazione, sviluppo e *re-skilling*.

Il tema della riqualificazione delle competenze è cruciale nella realtà bancaria italiana in cui la gran parte dei dipendenti impiegati nelle filiali svolge attività di lavoro standardizzate, disciplinate da regole e procedure. Secondo un recente rapporto McKinsey & Company (2020a), la filiale rappresenta un nodo critico per la riqualificazione della forza lavoro. Gli addetti al *retail* già richiedevano *pre-pandemia* sforzi di riqualificazione. Ora, con la trasformazione digitale in atto nei modelli operativi e distributivi della filiale, emerge un fabbisogno di ruoli flessibili capaci di unire lavoro in presenza e a distanza. Il fabbisogno di flessibilità, comunque, riguarda non solo le modalità di interazione “presenza/distanza”, ma anche il contenuto del lavoro. Le tradizionali *job description* standardizzate e ottimizzate per ruoli operativi come quello dell’addetto allo sportello si stanno già da tempo trasformando non solo con interventi di *job rotation* e *job enrichment*, ma anche con una redistribuzione adattiva su ruoli diversi che tiene conto dell’affinità tra i profili dinamici delle competenze e i modelli di servizio dinamici basati sulla soddisfazione del cliente. In altre parole, le attività e le competenze dei dipendenti di filiale richiedono di essere meno standardizzate e più in continua evoluzione con profili di autonomia, responsabilità e capacità di collaborazione sempre maggiori. Si pensi, ad esempio, a quanto diventi necessaria nelle attività di servizio e consulenza alle piccole e medie imprese l’integrazione tra diverse professionalità (credito, titoli, estero, gestione della liquidità, coperture assicurative, supporto nelle fasi

straordinarie della vita di impresa) per acquisire e fidelizzare la clientela.

3. Il modello di *sourcing* ibrido “in/out”: *cloud*, servizi e piattaforme

Il modello di *sourcing* riguarda l’allocazione delle attività bancarie all’interno (*in-sourcing*) o all’esterno (*out-sourcing*) della banca, determinando profonde implicazioni strategiche ed economiche, con rilevanti ricadute sulla struttura dei costi. Storicamente, i costi di infrastruttura IT delle banche hanno avuto una componente predominante di costi fissi quali costi del personale e ammortamenti di *hardware* e *software* (McKinsey & Company, 2019b). Già da qualche tempo le banche hanno avviato delle iniziative tendenti alla variabilizzazione di una parte sempre maggiore dei costi di infrastruttura anche se la trasformazione di costi di struttura in servizi affidati a società esterne non sempre origina un’effettiva variabilizzazione, anche perché le società IT sono spesso comprese all’interno del perimetro del gruppo bancario. Il ricorso all’*outsourcing* dei servizi IT ha rappresentato - e continua a rappresentare - dati i noti problemi di redditività del sistema bancario - uno strumento chiave per la variabilizzazione dei costi e per affrontare la compressione di redditività.

Negli sviluppi recenti, peraltro, le tecnologie digitali mostrano effetti che vanno ben oltre le considerazioni legate alla variabilizzazione dei costi, tanto da mettere in discussione il paradigma dell’*outsourcing* tradizionale in banca. In particolare, l’adozione delle “tecnologie abilitanti” (*enabling technologies*, quali *cloud*, architetture orientate ai servizi e piattaforme), rende possibile la riallocazione dinamica delle attività della banca consentendo non solo una efficace variabilizzazione dei costi ma anche l’adozione di

un modello ibrido *insourcing/outsourcing* (“in/out”). Tali tecnologie abilitanti sono una condizione necessaria (anche se non sufficiente) per l’attuazione del nuovo modello di *sourcing*: senza *cloud*, servizi e piattaforme sarebbe impossibile spostare dinamicamente l’allocazione delle attività bancarie dall’interno all’esterno. Con tali tecnologie abilitanti i confini della banca vengono ridefiniti dinamicamente, tanto che si parla di *open banking* o *banking as a platform*.

3.1 Cloud

Per indirizzare gli investimenti IT alla creazione di valore e nello stesso tempo per consentire una effettiva variabilizzazione della struttura dei costi è oggi possibile prendere in considerazione politiche di migrazione di parte dell’infrastruttura IT verso *public cloud*.

Secondo McKinsey & Company (2020a), molte primarie banche a livello internazionale stanno ora iniziando la migrazione verso il *public cloud* su larga scala per importanti aree dei loro sistemi informativi, come i canali digitali e le analitiche clienti, talvolta utilizzando il *cloud* per consentire a tutti i dipendenti abilitati di accedere alla gamma completa dei servizi interni. Sebbene alcuni dei maggiori *player* abbiano già intrapreso iniziative di trasformazione tecnologica basate su *cloud*, nella maggior parte dei casi si tratta di un fenomeno che è solo agli inizi.

L’utilizzo del *cloud*, seppure in lieve aumento rispetto agli ultimi anni, risulta ancora contenuto nelle principali banche italiane e spesso limitato alla tipologia *private cloud*; oltremodo il ricorso al *public cloud* si registra principalmente per i servizi di posta elettronica e social aziendale (CIPA, 2020)⁸. In particolare, tra i servizi da terzi, che sono in costante crescita negli ultimi anni, il *public*

cloud rappresenta nel 2019 in media una quota del 3,3% (CIPA, 2020).

Tra i principali benefici nell’adozione di servizi in *cloud* da *provider* esterni, secondo l’indagine CIPA sulle principali banche italiane, si annoverano rapidità di allestimento di ambienti di test/sperimentazione, scalabilità e flessibilità di utilizzo (*compute on-demand*, *pay per use*, adozione graduale), che si contrappongono a criticità in termini di definizione di contratti, controllo sui dati (ad esempio collocazione geografica o utilizzo dei dati per altri fini), aderenza ai requisiti di *compliance* e sicurezza informatica (CIPA, 2020).

Si osserva che le banche leader a livello internazionale nell’innovazione tecnologica tendono ad associare modelli di *cloud computing* all’impiego di piattaforme multi-operatore: in tali banche più del 30% delle applicazioni è basato su piattaforme rispetto a quasi nessuna nelle banche tradizionali (McKinsey & Company, 2020a). Inoltre, tali banche sono in grado di automatizzare l’85% del *provisioning* dell’infrastruttura (ossia della fornitura di servizi IT, che vanno dalla messa a disposizione di potenza di calcolo alla configurazione *software*) rispetto al 5-10% di una banca tradizionale (McKinsey & Company, 2020a).

3.2 Servizi e piattaforme

L’adozione di architetture orientate ai servizi (*service-oriented architectures*, *SOA*) e ai microservizi (*microservice architectures*) per il sistema informativo bancario può consentire alle banche di ottenere notevoli benefici sia all’interno dell’organizzazione, favorendo una maggiore integrazione del patrimonio applicativo, sia all’esterno.

⁸ Nel *private cloud* la tecnologia *cloud* viene utilizzata per accedere a risorse *hardware* locali (cioè *on*

premises). Nel *public cloud* invece le risorse *hardware* a cui si fa accesso sono messe a disposizione del pubblico da fornitori esterni (*off premises*).



Il valore strategico delle architetture orientate ai servizi (e più di recente ai *microservizi*) nel settore bancario è ormai noto da tempo (Baskerville et al., 2010). In particolare, ne sono state evidenziate le potenzialità in termini di integrazione del patrimonio applicativo interno all'organizzazione, preservazione del valore in operazioni di fusione e acquisizione, riconfigurazione modulare della catena di produzione del valore e adozione di forme *agile* per il modello organizzativo.

Le piattaforme digitali aperte (*open platform*⁹) offrono la possibilità di operare in un ecosistema aperto e dinamico che permette di costruire servizi ad elevato valore aggiunto con l'intervento di diversi operatori esterni alla banca – cosiddetto *open banking* o *banking as a platform*. In tale ecosistema il cosiddetto *service provider*, si pensi a Cedacri (primaria azienda italiana specializzata in servizi di *outsourcing* informatico per il settore bancario italiano), propone un *gateway API* proprietario che abilita le banche clienti verso piattaforme digitali, modificabili e programmabili, per la rapida creazione di servizi verticali dinamicamente orientate alle richieste degli utenti. In aggiunta a servizi legati alla *compliance*, esempi di servizi verticali offerti riguardano piattaforme di raccolta e aggregazione dati da più fonti per consentire alle banche di condividere e scambiare il contenuto delle proprie informazioni bancarie con terze parti (aggregatore), soluzioni

automatizzate di consulenza senza alcun intervento del gestore che raccolgono informazioni sul cliente da diverse banche per assicurare un servizio personalizzato (*robo advisory*), soluzioni di *instant lending* che associano uno *scoring* in tempo reale al cliente, sia *retail* sia azienda fino ad arrivare a soluzioni - in fase di sperimentazione - di *data analytics* per la gestione dati (strutturati e non) per consentire alle banche di anticipare i bisogni del cliente e favorire le interazioni in tempo reale.

In ottica *open banking* i principali vantaggi riguardano la possibilità per le banche clienti del *service provider* di arricchire le propria offerta di servizi a valore aggiunto a costi competitivi e in tempi rapidi. Oltremodo, trattandosi in alcuni casi di servizi erogati dal *service provider* in *partnership* con *fintech leader* nel settore, le soluzioni non solo sono altamente innovative ma anche implementabili con rapidità.

Non sono peraltro numerosi in Italia nel 2019 i gruppi bancari che hanno avviato iniziative di *open banking* per la realizzazione di servizi a valore aggiunto (pagamenti P2P, servizi di pagamento su piattaforme e-commerce, *account aggregation*, *open API marketplace*)¹⁰; tali iniziative peraltro aumentano decisamente in prospettiva nel biennio 2020-2021, in linea con la tendenza europea che segna tassi di crescita rilevanti¹¹, anche con il ricorso al *fintech*, con un incremento

⁹ Le *open platform* sono piattaforme aperte allo scambio di dati tra soggetti diversi attraverso le API (Application Programming Interface). L'API bancaria è un'interfaccia attraverso la quale una banca fornisce dati su clienti, conti e transazioni. In ambito servizi di pagamento ciò implica che gli utenti dei servizi di pagamento non dipendono più esclusivamente dai servizi diretti offerti dalla propria banca. Possono avvalersi di servizi di terze parti, che a loro volta accedono ai dati richiesti dalla banca originaria tramite l'API bancaria. Il termine API deriva dall'industria del *software* e si riferisce a un'interfaccia che consente a due applicazioni separate di comunicare tra loro e scambiare dati.

¹⁰ In particolare, dalla rilevazione CIPA (2020) emerge l'uso di Open API per servizi bancari e finanziari (11 gruppi) e servizi di pagamento (9), sollecitato da fattori quali l'*open banking* e l'adeguamento alla direttiva PSD2. Interessante anche il ricorso all'intelligenza artificiale soprattutto per *contact center* (7 gruppi), gestione della regolamentazione (5) e *cyber security* (4). La Robot Process Automation (RPA) viene usata da cinque gruppi per servizi di investimento e da quattro per il credito, mentre quattro gruppi indicano l'uso della Biometria per l'evoluzione della filiale (CIPA, 2020).

¹¹ Come segnala il rapporto (Nordic APIS, 2020), la crescita sperimentata in Europa di *banking platforms* si attesta al 29% tra il Q4 2019 e il Q1 2020.

dell'utilizzo di piattaforme multi-operatore (CIPA, 2020). Secondo la rilevazione CIPA sui principali gruppi bancari italiani, nel 2019 il 72% del campione ha un *budget* IT dedicato all'*open banking*, con stanziamenti in media pari al 3,2% della spesa IT complessiva (con un massimo del 13% indicato da un gruppo). Il *trend* per il biennio 2020-2021 risulta prevalentemente in aumento, stabile per alcuni gruppi e nessun gruppo lo segnala in diminuzione (CIPA, 2020).

3.3 Il modello di sourcing ibrido "in/out"

Complessivamente, con l'adozione di tecnologie abilitanti (*cloud*, servizi e piattaforme) si osserva un'evoluzione e una trasformazione nel tempo delle forme di *sourcing* impiegate nel settore bancario: se le prime forme di *outsourcing* riguardavano attività e servizi considerati non strategici con l'obiettivo principale di ridurre i costi attraverso l'esternalizzazione, negli ultimi anni il ricorso a forme sempre più complesse di *insourcing* e *outsourcing* si è esteso in modo pervasivo, risultando spesso determinante nella definizione del modello di *business* di una banca. Si è passati da un settore bancario con confini stabili in cui l'*outsourcing* costituiva un primo limitato fattore di cambiamento, ad una tendenza oggi emergente verso confini che vengono ridefiniti dinamicamente, tanto che si parla di *open banking* o *banking as a platform*. Si va determinando un nuovo modello di *business* per le banche basato su piattaforme di aggregazione per la condivisione di informazioni bancarie con terze parti (dai piccoli e innovativi operatori *fintech* alle BigTech), e più precisamente un nuovo ecosistema che non accoglie più solo operatori bancari ma anche soggetti di origine non bancaria che impongono agli *incumbent* bancari decisioni in merito alle strategie da adottare (da strategie difensive a strategie di partnership). Ad ogni modo, anche senza addentrarci nell'evoluzione

dell'*outsourcing* verso l'*open banking*, il tema rimane centrale per il tradizionale modello di *business* bancario. Il processo di consolidamento e aggregazione, alla ricerca di una crescita della dimensione per l'ottenimento di economie di scala e verosimilmente di forme di potere di mercato, vede proprio nell'*outsourcing* un fattore in grado di contribuire a perseguire un efficientamento sul lato dei costi.

L'utilizzo del *cloud* e piattaforme, e più in generale di soluzioni esternalizzate, peraltro non fa venire meno la responsabilità della banca. Non si dimentichi che la Circolare n. 285 di Banca d'Italia stabilisce che le banche non solo sono tenute a presidiare i rischi derivanti dall'esternalizzazione, ma anche mantenere la capacità di controllo e la responsabilità sulle attività esternalizzate. Il tema è oggi ancor più rilevante per effetto del trasferimento in *cloud* di dati strategici, anche dei clienti della banca, incrementando i rischi legati all'integrità dei dati, piuttosto che il ricorso a piattaforme per l'offerta di alcune tipologie di servizi di pagamento.

4. Conclusioni

La redditività e la sostenibilità del modello di *business* delle banche rimangono sotto pressione nell'attuale contesto economico di bassi tassi di interesse, capacità produttiva in eccesso, bassa efficienza di costo e concorrenza da parte di operatori non bancari, come recentemente sottolineato nelle priorità della vigilanza europea (BCE, 2021). La pandemia da Covid-19 sta, da un lato, esacerbando queste pressioni e, dall'altro, sta accelerando dinamiche oramai ineludibili di trasformazione digitale orientate alla riconfigurazione dei modelli operativi, distributivi e di *sourcing*.

Il contributo ha messo in particolare in evidenza:



- a) le problematiche collegate all'adozione di nuovi modelli di organizzazione del lavoro, con largo ricorso a *remote working*, *smart working* e *team* virtuali. L'analisi dell'esperienza di una società *fintech* ha consentito inoltre di fare luce sulla trasformazione in atto verso modelli operativi ibridi "remoto/in presenza";
- b) la crescita nella domanda di prodotti e servizi digitali, che presuppone e rafforza la trasformazione dei modelli distributivi con la migrazione verso i canali in remoto, la ridefinizione della rete di filiali e le opportunità che si aprono nella realizzazione di offerte integrate e complementari;
- c) il ruolo sempre più strategico rivestito dalle *enabling technologies* (come, ad esempio, *cloud*, architetture orientate ai servizi e piattaforme) nelle trasformazioni in atto. Queste tecnologie permettono infatti di disegnare forme dinamiche e modulari di *insourcing* e *outsourcing*, rappresentando il terreno nel quale è possibile ridefinire il *business model* bancario verso strutture di *open banking* o di *banking as a platform*.

Le dinamiche approfondite nel corso del lavoro impongono alle banche di imperniare sempre più i loro modelli all'ibridazione: modelli operativi ibridi "remoto/in presenza" e modelli distributivi ibridi "filiale/digitale", abilitati da infrastrutture tecnologiche basate su *cloud* e piattaforme che determinano un modello di *sourcing* ibrido "in/out".

Gli effetti potenziali sui processi operativi e sulla relazione con i clienti sono dirompenti: i processi sono progressivamente scomposti secondo un approccio modulare, caratterizzato da "blocchi" di attività semplificate gestiti da "specialisti di fase", interni o esterni alla banca, capaci di conseguire elevate economie di scala nella realizzazione di singole fasi del processo produttivo e distributivo; i singoli moduli nei quali sono scomposti i processi

aziendali sono poi ricombinati, secondo forme di volta in volta differenti, per fornire soluzioni rapide e personalizzate alle richieste complesse, e per certi versi innovative, provenienti dalla clientela.

Lungo questo percorso i modelli bancari si stanno velocemente muovendo alla ricerca di condizioni di efficienza, di flessibilità e di specializzazione: ciò sta avvenendo attraverso la strutturazione di sistemi gestionali di natura modulare, che azionandosi *on demand* consentono un forte contenimento dei costi, ma che sono anche capaci sia di fornire un'elevata varietà e variabilità di servizi, realizzati dai *team* polifunzionali (composti ad esempio dall'analista finanziario, dal *customer service*, dall'esperto di IT, dal *lending* e così via) di volta in volta attivati in funzione delle esigenze del cliente, sia di comprimere i tempi di risposta alla clientela.

Se per numerose e complesse ragioni, negli ultimi anni il *focus* dell'azione bancaria è stato – e presumibilmente continuerà ad essere come dimostrano le priorità della vigilanza europea per il 2021 – in prevalenza riposto sui costi e sulla gestione del rischio di credito, la trasformazione digitale in corso genererà nuovi modelli operativi, distributivi e di *sourcing* ibridi in una logica di ecosistema bancario aperto e in evoluzione dinamica.

Il nodo cruciale nel passaggio a ibridazione e modularità dei processi riguarda la velocità con la quale le singole banche riusciranno a porre in essere la trasformazione. Vi è infatti una velocità di adozione dei nuovi modelli e una diversa velocità di dismissione o riconversione delle preesistenti strutture e pratiche operative. Si pensi alla velocità del passaggio allo *smart working* e al freno che su di essa è determinato dalla legacy di immobili di proprietà della banca la cui velocità di dismissione e riconversione risente sia dei tempi

di smobilizzo sia dei conseguenti effetti negativi di bilancio dovuti alle minusvalenze da cessione.

Benché si possano cogliere i diversi benefici ottenibili della riconfigurazione dinamica del perimetro delle attività bancarie, tale nuovo assetto pone un interrogativo di fondo in merito al rischio che, da un lato, la natura dell'attività bancaria possa essere compromessa e, dall'altro, le banche possano essere per così dire "svuotate" di attività e competenze professionali specialistiche trasferendole a service *provider* esterni. Tale interrogativo trova diverse declinazioni. Innanzitutto, trattandosi di un settore altamente regolato con confini tradizionalmente definiti, l'estensione del perimetro a soggetti terzi pone un tema di effettiva capacità di mantenere in capo alla banca il controllo e la responsabilità delle attività esternalizzate. Inoltre, l'esternalizzazione a soggetti terzi di attività del core *business* (legate potenzialmente perfino all'erogazione di credito) rischia, considerata la loro rilevanza strategica, di inibire la presenza e lo sviluppo di competenze specialistiche interne alla banca. Si tratta di un rischio che per essere mitigato richiede, quando l'*outsourcing* riguarda funzioni di *core business*, di esternalizzare in maniera selettiva e con logiche di *partnership* così da favorire forme di apprendimento organizzativo interno.

Infine, la frammentazione di processi gestiti da diversi specialisti, spesso esterni, fa sorgere il problema del loro coordinamento in modo organico così da ricondurli a unità gestionale: la banca, in altri termini, è chiamata a "dominare" i processi modularizzati, favorendo lo sviluppo di una varietà di forme di *accountability* gerarchica e sociale.

Bibliografia

- Afflerbach, T. (2020), Hybrid Virtual Teams in Shared Services Organizations Practices to Overcome the Cooperation Problem, Springer.
- ANRA-Aon (2020), Le modalità lavorative dopo il lock down: quale smart working?, Indagine a cura di ANRA e Aon, novembre 2020.
- Baskerville, R.L., Cavallari, M., Hjort-Madsen, K., Pries-Heje, J., Sorrentino, M., Virili, F. (2010), "The strategic value of SOA: a comparative case study in the banking sector", International Journal of Information Technology and Management, 9(1), 30-53.
- BCE (2021), SSM supervisory priorities 2021, 28 gennaio 2021.
- Beccalli, E. (2020), Relazioni sociali decisive anche nella finanza, Il Sole 24 Ore, 19 agosto 2020.
- Beccalli, E., Lionzo, A., Virili, F. (2020), Social accountability at a distance: accounting as (re)constitutive of social relationships in Covid-19 times, Working paper.
- Campbell, D., Frei, F. (2010), The cost structure, customer profitability, and retention implications for self-service distribution channels: Evidence from customer behavior in an online banking channel, Management Science 56,1.
- CBRE (2020), 2020 global occupier sentiment survey: Fall update, September 2020, cbre.com.
- CIPA (2020), Rilevazione sull'IT nel settore bancario italiano. Profili economici e organizzativi. Novembre 2020.
- Ebrahim, A. (2009), Placing the normative logics of accountability in 'thick' perspective, American Behavioral Scientist, Vol. 52 No. 6, pp. 885-904.
- Enria, A. (2020), Banche e pandemia: elementi chiave della risposta di Vigilanza, Associazione Bancaria Italiana, 16 dicembre 2020.
- Faioli, M. (2019), "la contrattazione collettiva tra sindacato e imprese finanziarie", Osservatorio



- Monetario n. 3, Lavorare in banca. Un mondo in evoluzione.
- FT Focus (2020), Innovating in a crisis: How Covid-19 changed the way UK banks deliver core operations.
- Lucifora, C. (2019), "Digitalizzazione, automazione e lavoro nel settore finanziario", Osservatorio Monetario n. 3, Lavorare in banca. Un mondo in evoluzione.
- McKernan, J. F., & MacLulich, K. K. (2004). Accounting, love and justice. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 17(3), 327–360.
- McKinsey & Company (2019a), A discussion on Agile in banking: Beyond buzzwords, August 2019.
- McKinsey & Company (2019b), Transforming banks' IT productivity, November 2019.
- McKinsey & Company (2020a), A test of resilience: Banking through the crisis, and beyond. McKinsey Global Banking Annual Review 2020, December 2020.
- McKinsey & Company (2020b), Financial decision-maker sentiment during the COVID-19 pandemic: A global perspective,
- McKinsey & Company (2020c), Breaking away from the pack in the next normal of retail banking distribution,
- McKinsey & Company (2020d), European bancassurance: Impact of COVID-19 and the next normal.
- Miller, P. (1992). Accounting and Objectivity: The Inventions of Calculating Selves and Calculable Spaces. *Annals of Scholarship*, 9(1–2), 61–86.
- Nemiro, J., Beyerlein, M. M., Bradley, L., & Beyerlein, S. (2015). *The Handbook of High Performance Virtual Teams: A Toolkit for Collaborating Across Boundaries*. John Wiley & Sons.
- Nordi APIS (2020), Findings From Platformable's Open Banking Trends Report, 3 luglio 2020.
- Occhino, A. (2020), Lo smart working in tempo di Covid 19, *Giustizia Insieme*, n. 1050 del 1 maggio 2020.
- Prometeia (2020), *Wealth Insights*, novembre 2020.
- PwC (2020), Il sistema finanziario a servizio del rilancio del Paese. *La Finanza*. 8 ottobre 2020.
- Raghuram, S., Hill, N. S., Gibbs, J. L., & Maruping, L. M. (2019). Virtual Work: Bridging Research Clusters. *Academy of Management Annals*, 13(1), 308–341.
- Roberts, J., & Scapens, R. (1985). Accounting systems and systems of accountability — understanding accounting practices in their organisational contexts. *Accounting, Organizations and Society*, 10(4), 443–456.
- Shearer, T. (2002). Ethics and accountability: from the for-itself to the for-the-other. *Accounting, Organizations and Society*, 27(6), 541–573.

2. GESTIONE DEL CREDITO E COVID-19

Mario Anolli ♦

La crisi pandemica non è paragonabile, per estensione, profondità, sincronicità a livello globale, fattori eziologici a nessuna delle crisi precedenti (recenti); effetti e azioni di rimedio sono pertanto da investigare in un territorio cognitivo ed empirico inesplorato. Le misure di assistenza a famiglie e imprese varate nell'immediatezza della crisi pandemica non consentono di coglierne l'impatto sul rischio di credito. Nel contributo si passano in rassegna i rischi derivanti da una diffusa presenza di imprese in difficoltà (zombie firms), gli elementi che dovranno essere sotto stretta osservazione per cogliere tempestivamente i rischi di deterioramento della situazione finanziaria delle imprese e si delinea un'ipotesi di intervento nei confronti delle famiglie che coinvolga un ampio spettro di soggetti.

Le modifiche al comportamento delle persone e le azioni di contenimento adottate dai governi a fronte degli effetti sulla salute della popolazione mondiale della pandemia da SARS-CoV-2 (in breve, CoViD-19, di seguito Covid) hanno prodotto impatti importanti e senza precedenti sul sistema economico mondiale. Si tratta di un impatto che ha determinato una variazione del prodotto interno lordo del 2020 pari al -7,8% per l'Italia (Istat, 1-3-2021). La previsione per il 2021 e 2022 parla di tassi di ripresa relativamente modesti e attorno a 3,5% per anno, corredate da ampi margini di incertezza connessi con la difficile prevedibilità circa l'evoluzione della pandemia. Obiettivo di queste note è di fornire alcuni elementi di giudizio e discussione circa il possibile impatto dell'evento esterno Covid19 sui crediti delle banche operanti in Italia, con particolare riferimento ai fattori che potranno condurre a manifestazioni differenziali del fenomeno e alle azioni che sono a disposizione delle banche e del sistema per fronteggiare lo shock. Partendo dalla

situazione prima dell'emersione della crisi Covid19, si focalizzerà l'attenzione sulle esperienze in termini di crediti deteriorati e loro gestione emerse dall'esame della letteratura e da altre crisi per giungere all'individuazione di azioni di tipo macro (a livello di sistema) e micro (a livello di singola banca) per monitorare e gestire l'evoluzione del deterioramento del credito all'uscita dalle azioni di sostegno governativo.

1 La situazione pre Covid

Durante gli anni precedenti l'inizio della crisi Covid il mercato creditizio italiano si era avviato in termini di credito anomalo verso una situazione di medio termine apparentemente stazionaria. Le attività che le banche avevano condotto ¹, principalmente attraverso la cessione di sofferenze, avevano determinato una significativa riduzione del volume dei crediti anomali presenti nel bilancio delle banche italiane. Secondo i più recenti dati della Banca d'Italia (Visco, 2021), il

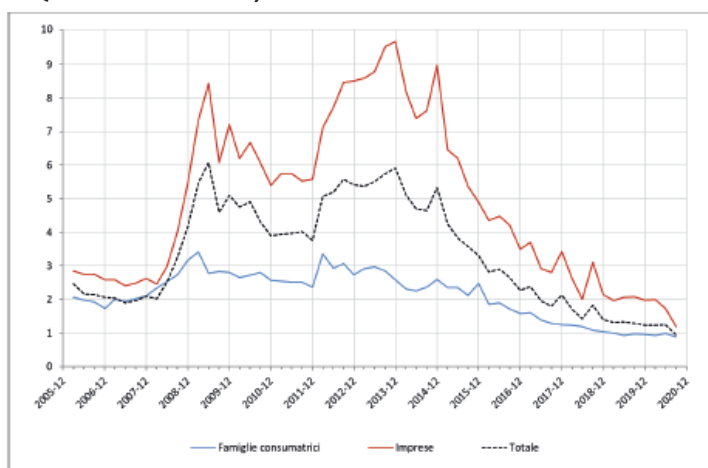
♦Università Cattolica del Sacro Cuore

¹ Principalmente in termini di copertura mediante risorse di capitale, di cambiamento degli assetti organizzativi, e di controlli, al fine di gestire il fenomeno del credito anomalo in modo più efficiente.

rapporto tra nuovi crediti anomali e totale dei prestiti si attestava a fine 2020 a meno dell'1% contro picchi che avevano toccato il 6% nel 2009 e nel 2013 (ovvero dopo le crisi rispettivamente

subprime e debito sovrano dei Paesi mediterranei UE – FIG. 1).

FIG. 1 - Qualità del credito, fine 2020



Fonte: Centrale dei rischi.

(1) Flussi trimestrali di prestiti deteriorati rettificati in rapporto alle consistenze dei prestiti al netto dei prestiti deteriorati rettificati alla fine del trimestre precedente, in ragione annua. Dati depurati dalla componente stagionale, ove presente.

Fonte: Visco (2021)

Una situazione sostanzialmente "pre-crisi" è quella che si osserva ancora a fine 2020, innanzitutto perché gli effetti delle difficoltà dell'economia si riflettono normalmente sui bilanci bancari con un certo ritardo, ma soprattutto perché, a fronte della gravità e della generalizzazione della crisi Covid, sono stati assunti provvedimenti sia di matrice governativa² sia di settore che avevano proprio l'obiettivo di evitare che difficoltà temporanee si traducevano in un'ondata generalizzata di insolvenze. Non va inoltre trascurato l'effetto di contenimento della

caduta del prodotto interno (che, come noto e come vedremo, è uno dei principali fattori di deterioramento del credito) esercitato anche in questo caso da provvedimenti di politica economica sia sul fronte di una politica monetaria straordinariamente accomodante sia sul fronte di misure dirette di sostegno del reddito dei soggetti più colpiti (moratorie, ristori, cassa integrazione straordinaria, provvedimenti liquidità - TAB. 1³).

² Le moratorie ex legge scadranno al 30 giugno 2021.

³ Si veda anche "Le misure di sostegno finanziario alle imprese" in Banca d'Italia, Bollettino Economico, 2/2020, pp.47-48 e "Le misure di sostegno finanziario alle imprese in risposta alla pandemia" in Banca d'Italia, Relazione Annuale sul 2019, pp.97-98 nonché Angelini, P. (2020).

TAB. 1 – Adesione alle misure di moratoria nazionali (data di riferimento: 1 gennaio 2021)

	3. Importo delle richieste approvate e in essere (mld €) (2)	
	3.a. Importo delle richieste ricevute e approvate da marzo 2020	3.b. Importo delle moratorie in essere alla data di riferimento della segnalazione (6) Totale (mld €)
Moratorie DL 'Cura Italia'	164	133
(A) PMI (art. 56)	151	126
- 'congelamento' prestiti a revoca (comma 2, lett. a)	14	14
- proroga prestiti a scadenza (comma 2, lett. b)	5	4
- sospensione rate/canoni (comma 2, lett. c)	132	108
(B) Famiglie (Fondo 'Gasparrini', art. 54)	13	7
Moratorie su iniziativa del settore finanziario	119	64
(C) Moratorie promosse da associazioni di categoria	43	28
- ABI "Imprese in ripresa 2.0"	17	13
- ABI - famiglie - 21 aprile 2020	24	15
- Assofin - famiglie - Credito al consumo	2	0
(D) Altre moratorie (3)	76	36
Totale (A+B+C+D)	283	197
(di cui: società non finanziarie)	188	143
(di cui: famiglie) (4)	88	47
(di cui: altro) (5)	7	7

Fonte: Visco (2021)

A fine 2020 molte previsioni economiche si riferiscono alla situazione in uscita dalla pandemia COVID-19, ma, nonostante la scoperta, per molti versi straordinaria, di una serie di vaccini efficaci, la situazione che emergerà quando la crisi Covid sarà risolta è tutt'altro che chiara. Nelle considerazioni che seguiranno si tenterà di svolgere alcuni ragionamenti relativi alla situazione che le banche potrebbero dover affrontare all'uscita dalla crisi stessa.

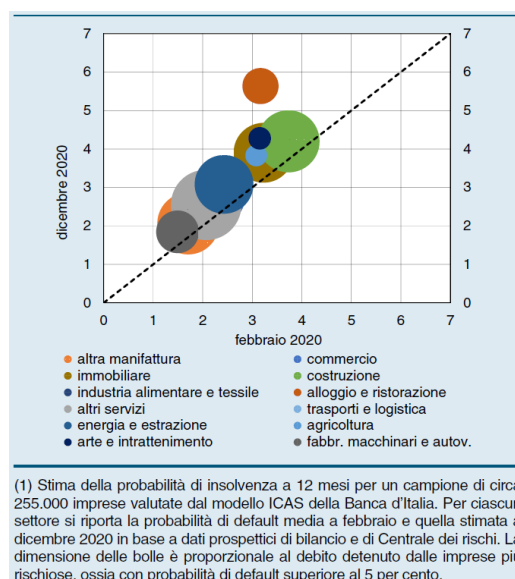
Le stime sulle condizioni di famiglie e imprese all'uscita dalla crisi Covid sono concordi nel prevedere un netto peggioramento della loro capacità di fare fronte agli impegni di servizio del debito. Diventa quindi rilevante immaginare quali

possano essere le leve a disposizione delle banche per prevenire deterioramenti incontrollati della qualità del loro portafoglio crediti.

Lasciando per il momento da parte il comparto famiglie, caratterizzate strutturalmente da un rischio di credito più contenuto, proviamo a fornire qualche elemento di valutazione circa le più rischiose evoluzioni che possono caratterizzare il comparto imprese.

Secondo i dati Banca d'Italia e Cerved (FIG. 2) il deterioramento del merito creditizio delle imprese, all'uscita dalle misure di sostegno, sarà sensibile, soprattutto in alcuni settori (alloggio e ristorazione, arte e intrattenimento, immobiliare).

FIG. 2 - Possibile evoluzione del merito creditizio delle imprese (probabilità di default medie; valori percentuali)



Fonte: Banca d'Italia, Rapporto sulla stabilità finanziaria, 2/2020, p.20

TAB. 2 – Evoluzione della probabilità di default delle aziende italiane per settore⁴

Settori	PD a febbraio 2020	PD a dicembre 2020	PD a dicembre 2021
Totale	4,5%	5,1%	6,0%
Manufacturing (except the specified subcategories)	3,6%	4,4%	5,7%
Manufacturing – Equipment	3,2%	4,0%	4,9%
Electricity, gas, steam and air conditioning supply	5,0%	3,7%	4,0%
Water supply; sewerage; waste management and remediation activities	4,3%	4,2%	4,5%
Constructions	7,1%	7,3%	8,7%
Wholesale and retail trade (except the specified subcategories)	3,8%	4,7%	5,6%
Transporting and storage	4,8%	5,7%	8,4%
Accommodation and food service activities	6,4%	8,7%	11,9%
Information and communication	5,0%	5,2%	4,4%
Real Estate	6,0%	5,8%	6,4%
Professional, scientific and technical activities	3,6%	3,9%	4,4%
Administrative and support service activities	5,0%	5,7%	6,5%
Tourism related supporting activities	5,8%	11,0%	14,3%
Agriculture	5,7%	6,4%	6,9%
Textile and clothing	4,2%	5,3%	6,9%
Di cui: componente manifatturiera	4,1%	5,2%	6,9%
Di cui: componente commercio e dettaglio	4,5%	4,7%	5,6%
Pharmaceutics	3,1%	2,8%	2,5%
Di cui: componente manifatturiera	2,5%	2,5%	2,3%
Di cui: componente commercio e dettaglio	3,4%	3,0%	2,5%
Automotive	3,8%	5,2%	6,0%
Di cui: componente manifatturiera	3,7%	5,0%	6,7%
Di cui: componente commercio e dettaglio	3,8%	5,3%	5,7%
Food and beverage	4,1%	4,7%	4,6%
Di cui: componente manifatturiera	3,8%	4,5%	4,1%
Di cui: componente commercio e dettaglio	4,6%	4,9%	5,3%
Fuel	3,0%	3,6%	4,7%
Di cui: componente manifatturiera	2,4%	2,9%	6,1%
Di cui: componente commercio e dettaglio	3,1%	3,6%	4,5%
Other sectors	5,0%	6,2%	7,1%

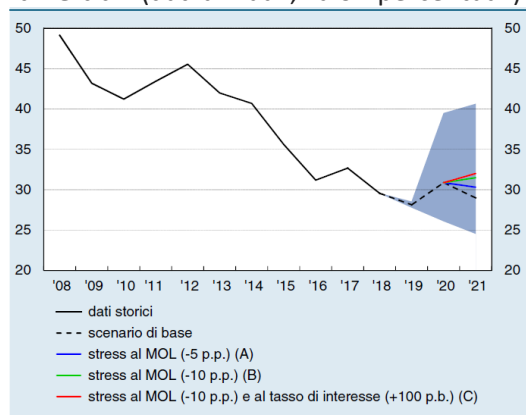
Fonte: Cerved Rating Agency per BeBeez

⁴ <https://bebeez.it/2021/02/24/la-mappa-del-rischio-settori-regioni-cosi-crescera-la-probabilita-default-secondo-cerved-uno-studio-bebeez/>

La quota di debito detenuta da imprese vulnerabili (quelle con MOL negativo o rapporto oneri finanziari/MOL superiore al 50%) infatti (Banca d'Italia, 2020) potrebbe aumentare sensibilmente in scenari sfavorevoli (FIG. 3), anche se non arriverebbe ai livelli osservati dopo la crisi del 2008 e quella del 2011.

In sintesi, ciò che potrebbe verificarsi è un aumento della presenza delle c.d. *zombie firms* (v. § 2) e il rischio che queste possano 'contaminare' con il loro stato alcune banche (*zombie banks*, v. § 3).

FIG. 3 - Quota di debito detenuta da imprese vulnerabili (dati annuali; valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Cerved.

(1) Sono definite vulnerabili le imprese con MOL negativo o con un rapporto tra oneri finanziari e MOL superiore al 50 per cento. Sono escluse le imprese con prestiti in sofferenza. Gli ultimi bilanci disponibili per l'intero campione di imprese sono relativi al 2018. La zona ombreggiata indica un intervallo di confidenza del 95 per cento attorno allo scenario di base. Rispetto allo scenario di base, nel 2021: (a) la variazione del MOL nominale è più bassa di 5 punti percentuali; (b) la variazione del MOL nominale è più bassa di 10 punti percentuali; (c) il tasso di interesse è più elevato di 100 punti base e la variazione del MOL nominale è più bassa di 10 punti percentuali.

Banca d'Italia Rapporto Stabilità Finanziaria 2/2020

2

⁵ L'affollata filmografia in tema di zombie è sostanzialmente concorde circa la loro fenomenologia (per tutti, Romero, *Night of the Living Dead*, 1968): lo zombie è un essere umano morto, ma animato, che attacca esseri umani vivi, i quali a loro volta, dopo l'attacco, si trasformano in zombie. Si tratta pertanto di una metafora particolarmente calzante alla diffusione del *distress* che può essere causato nel sistema economico dalle imprese zombie.

2. Le imprese zombie

Zombie⁵ firm è un'impresa che opera in perdita e con trascurabili speranze di recupero dell'equilibrio economico (*non-viable*), che tipicamente sarebbe costretta a profonde ristrutturazioni o direttamente all'espulsione dal mercato, ma che tuttavia evita il fallimento grazie al supporto che riceve dai suoi finanziatori. Secondo le definizioni più accreditate, l'impresa zombie è individuabile sulla base del fatto che i suoi ricavi, al netto del costo per il personale e degli input intermedi, non sono in grado di remunerare il capitale di debito (Rodano et al. 2019) o anche, un soggetto che manifesta un *interest coverage ratio* (IRC⁶) inferiore a 1 per almeno 3 anni consecutivi e che ha un'età pari o superiore a 10 anni (Banerjee et al. 2018)⁷. Una definizione più ristretta esclude dall'insieme sopra determinato le imprese che siano accomunate da caratteristiche finanziarie (rapporto tra valore di mercato e valore di libro del capitale investito – q di Tobin) che le pongono al di sopra della mediana del loro settore. Un criterio complementare per l'individuazione di imprese zombie è proposto da Acharya et al. (2020): i. IRC inferiore alla mediana e leverage ratio superiore alla mediana con mediane calcolate a livello settoriale (e di paese) e ii. tasso interesse medio pagato (rapporto tra interessi passivi e debito totale medio nell'anno) inferiore a quello pagato da imprese comparabili aventi il massimo rating.

Rodano et al. (2019) mostrano tuttavia che la definizione di impresa zombie porta a risultati

⁶ L'interest coverage ratio (IRC) è il rapporto fra l'utile prima di interessi e tasse (EBIT) e oneri finanziari.

⁷ Ciò serve a escludere le imprese non redditizie ma 'giovani' (start-up per esempio) dal perimetro delle imprese zombie.

diversi se all'indicatore di reddito operativo si aggiungono anche i costi per la ricostituzione del capitale (gli ammortamenti) e quindi in luogo dell'EBIT, per il calcolo dell'IRC, si impiega l'EBITDA. La giustificazione risiede nel fatto che, per le imprese che hanno rilevanti investimenti, il divario tra EBIT e EBITDA può essere ampio, in particolare quando una crisi comprime i ricavi. L'impiego dell'EBITDA in luogo dell'EBIT porta a una identificazione di un numero sensibilmente inferiore di imprese zombie.

L'esistenza di imprese zombie costituisce un problema, poiché assorbono risorse che sono distolte da investimenti in grado di produrre crescita: esse oltre a capitale (proprio e di debito) 'intrappolano' lavoro, che, in un mondo *à la Schumpeter* caratterizzato da distruzione creativa, potrebbe essere allocato in impieghi più produttivi.

E' evidente che le misure di sostegno adottate da governo e banche (TAB. 1), che hanno consentito a tutte le imprese di disporre di liquidità aggiuntiva o di rinviare il pagamento dei debiti in scadenza, sono idonee a mascherare l'emersione di difficoltà finanziarie 'ordinarie', ovvero quelle che, nel medesimo periodo, si sarebbero verificate anche in assenza di effetti della pandemia e che avrebbero condotto alla liquidazione, possibilmente ordinata, del soggetto insolvente.

Il prestito a imprese zombie può essere dannoso per le imprese sane per due ordini di motivi: in quanto riduce il flusso di credito bancario disponibile per le stesse e, d'altra parte, costituisce un sussidio nelle imprese non sane che quindi restano sul mercato e distorcono la concorrenza.

Schivardi et al. (2020) fanno tuttavia osservare che i risultati riscontrati per le imprese zombie in

occasione delle crisi 2008-2009 e 2011-2012 potrebbero non essere generalizzabili alla crisi attuale perché le banche nella crisi 2020 sono in condizioni significativamente più robuste di quanto non fossero allora e inoltre si tratta di una crisi sistemica e non una crisi che riguarda alcune banche deboli che preferivano continuare⁸ a finanziare imprese zombie (*forbearance lending*) piuttosto che effettuare accantonamenti e riclassificare i crediti con conseguente assorbimento di un capitale scarso. Nel caso attuale le imprese ricevono sussidi dallo Stato quindi si tratta semplicemente di un'attenuazione degli incentivi a distinguere tra imprese in crisi di liquidità e imprese con scarse prospettive. Tracey (2019) analogamente evidenzia alcuni effetti positivi del *forbearance lending* richiamando l'esperienza del Giappone (Fukuda e Nakamura 2011) nel quale i fallimenti susseguiti alla "*lost decade*"⁹ sono tati relativamente infrequenti, cosa che non si sarebbe osservata se le imprese in difficoltà fossero state davvero *zombie*.

D'altra parte, Cella (2020) espone alcune considerazioni favorevoli all'*evergreening* (mancata interruzione del finanziamento alle *zombie firms*): tassi di interesse e disponibilità di credito 'agevolati' possono aiutare alcune imprese a uscire dallo stato di *zombie firm* (effetto peraltro da contrapporre alla circostanza che ampia disponibilità di credito a tassi convenienti potrebbe condurre a un generalizzato aumento dell'indebitamento). Inoltre si evidenzia come il legame tra presenza di *zombie firms* e crescita (generale e per imprese dello stesso settore) non sia chiaro e che comunque le *zombie firms* sostengono l'occupazione (e quindi, mediamente, la domanda aggregata, contenendo quindi in generale il rischio di credito).

⁸ Sugli incentivi delle banche a finanziare imprese zombie si veda il §3.

⁹E' così definito il periodo 1991 al 2001 nel quale in Giappone si è sperimentata stagnazione economica, deflazione, stretta creditizia e trappola della liquidità.

Il principale e inequivoco problema della presenza di *zombie firms* è dato comunque dall'impatto che queste possono avere sulla stabilità del sistema bancario, in particolare in condizioni di rialzo dei tassi di interesse (che renderebbe rapidamente il loro debito insostenibile).

Con riferimento all'analisi più recente del fenomeno, Brunnermeier (2020) e Brunnermeier e Krishnamurthy (2020), vanno decisamente controcorrente sul tema delle *zombie firms*, in quanto ne propugnano il finanziamento senza riserve, nella situazione di crisi Covid (postulata come completamente diversa da altre crisi): l'*evergreening* da parte delle banche dei prestiti esistenti prima dell'inizio della pandemia andrebbe incoraggiato e il rientro dei prestiti non perseguito sia mediante la "carota" (nella definizione di Brunnermeier) di politica monetaria costituita da rifinanziamenti e tassi di interesse mantenuti molto bassi sia mediante il "bastone" costituito da politiche di vigilanza più restrittive in termini di conseguenze patrimoniali della classificazione dei prestiti (incentivando così le banche ad azioni che ne ritardino la riclassificazione). Tali indicazioni derivano anche dal fatto che un'ondata di procedure fallimentari tenderebbe a rendere le stesse ancora più inefficienti e di lunga durata, e a deprimere per conseguenza i valori di recupero. L'inefficienza attesa del processo di recupero e il rigore nella classificazione dei prestiti (e nelle sue conseguenze) sono ritenuti positivi da Brunnermeier, in quanto inducono le banche a continuare a concedere finanza alle imprese in difficoltà causa Covid.

Brunnermeier e Krishnamurthy (2020) inoltre operano una distinzione netta tra grandi imprese e PMI. Le grandi imprese (più precisamente, i loro azionisti) in caso di crisi hanno incentivo a ritardare la ristrutturazione e gli investimenti richiesti, per non dover sottoscrivere nuove azioni;

essi preferiscono pertanto ritardare gli investimenti (anche quelli 'di manutenzione') e ricercare l'efficienza anche attraverso la riduzione dell'occupazione. La situazione che si genera è quindi di *debt overhang* per la quale le procedure di risoluzione (Chapter 11 negli USA) sono efficienti, mentre politiche di sussidio alla continuità aziendale possono non esserlo (in quanto perpetuano la situazione di *debt overhang*). Per esse, il caso da manuale di procedura fallimentare vede la situazione di un'impresa con un'attività (impianti, forza lavoro, mercato...) che ha valore e che è gestita in modo inadeguato e allora la procedura che consenta di separare le attività dell'impresa dalla proprietà è efficiente sia dal punto di vista della tutela dei creditori sia dal punto di vista economico.

Per le piccole imprese, invece, il caso è diverso: il capitale è fornito dal proprietario, che è spesso anche occupato nell'impresa e non è in grado comunque di fornire ulteriore capitale e anche le capacità fisiologiche di indebitamento ulteriore (sia dell'impresa sia del suo proprietario) sono sostanzialmente assenti e quindi si è chiaramente in presenza di un vincolo di liquidità che influenza qualsiasi decisione dell'impresa. Inoltre l'impresa potrebbe avere valore significativamente più elevato se gestita dal proprietario corrente e quindi i costi sociali del fallimento sarebbero particolarmente elevati (elevato rischio di cessazione *tout court* dell'attività svolta). Allora la ristrutturazione ordinaria non è un'opzione valida e il costo sociale della liquidazione è elevato. Il problema più significativo per queste aziende è che anche quelle solvibili ma temporaneamente illiquide possono trovare difficile sopravvivere alla recessione. Per esse quindi sono ragionevoli le politiche di sostegno alla liquidità come prevenzione dell'insolvenza e conseguente distruzione di valore. Inoltre, sebbene sia la crisi Covid sia la crisi finanziaria globale del 2008

abbiano portato a significative distruzioni di valore, la natura di tali distruzioni differisce in modi fondamentali. Mentre la crisi del 2008 è derivata da un surriscaldamento del settore immobiliare e quindi una crisi tutto sommato ciclica e 'ordinaria', la pandemia ha indotto uno shock di durata sconosciuta in quella che altrimenti era un'economia generalmente ritenuta sana.

3. Il rischio di banche zombie

La solidità finanziaria delle imprese (e, in misura minore, delle famiglie) è in grado di influenzare la solidità patrimoniale delle banche. La presenza di imprese zombie infatti può essere ad un tempo causa ma anche conseguenza della presenza di banche deboli e in quanto tali riluttanti a riconoscere pienamente la dimensione e l'impatto dei prestiti deteriorati nel loro bilancio. Inoltre, la gestione degli NPL può assorbire tempo e energie importanti e distoglierle dalla gestione ordinaria del credito sano, con ulteriore alimentazione del circolo vizioso cattiva impresa-cattiva banca-cattiva impresa.

Secondo Gandrud e Hallerberg (2017) le banche zombie sono quelle per le quali lo stock di NPL è tale da non renderle insolventi, ma sufficientemente grande da ostacolarne la capacità di erogare nuovo credito al tessuto produttivo¹⁰. Tali banche sono a loro volta catturate dalle imprese di peggiore qualità alle quali continuano a prestare assistenza finanziaria (Andrews e Petroulakis, 2019) per non dovere registrare perdite ancora maggiori a seguito della

riclassificazione del credito in classi di rischio elevato o decisamente anomalo (*bank forbearance, evergreening, zombie lending*).

L'impresa zombie è infatti sostenuta dalla banca per motivi diversi, alcuni estrinseci e alcuni intrinseci. Fra i motivi esterni si possono annoverare ragioni di tipo politico (imprese ritenute strategiche o comunque socialmente degne di 'protezione' o caratterizzate da rilevante impatto sociale in termini per esempio di occupazione), forme di paternalismo e di alimentazione della reputazione ("attenzione al territorio") o anche semplicemente forme di conflitto di interessi¹¹. I motivi di tipo intrinseco sono invece quelli connessi con la struttura degli incentivi che condiziona i decisori in banca. Le banche possono prestare a imprese zombie (Caballero et al. 2008) per mantenere in bonis crediti concessi in passato e per evitare di evidenziare perdite sui propri bilanci.

I risultati della letteratura in tema di *zombie banks* mostrano alcuni fatti stilizzati:

- a vi è una chiara tendenza delle imprese zombie ad essere associate con banche deboli (scarsamente patrimonializzate o zombie, Schivardi et al. 2017; Andrews, 2019) e quindi il persistere del fenomeno delle imprese zombie è associato con politiche di *forbearance* da parte delle banche incentivate a evitare write-offs di porzioni di attivo e aumenti di accantonamenti;
- b il contesto legale e in particolare le procedure di recupero del credito influenzano la relazione tra condizioni delle imprese e stato

¹⁰ Dal punto di vista logico e definitorio va chiarito che una *zombie bank* non necessariamente (anche se frequentemente) emerge a seguito di *zombie lending*, in quanto può trovarsi nello stato di zombie anche a seguito di pesanti predite su altre poste dell'attivo, come pure è possibile che una quota di *forbearance lending* sia erogata da banche non zombie in quanto nell'ambito della loro capienza patrimoniale.

¹¹ A questo proposito è opportuno l'accostamento con il tema dei *soft budget constraints* (Kornai et al., 2003) fatto in Willam (2015).

di salute delle banche. Procedure che rendano difficile ristrutturazione e liquidazione delle aziende tendono a influenzare la decisione da parte delle banche a dare avvio a procedure di recupero, liquidazione o ristrutturazione (Andrews, 2019)

- c il legame impresa zombie-banca debole ostacola la riallocazione dei fattori produttivi, deprimendo per conseguenza la produttività complessiva dell'economia (*capital misallocation*) e rischiando di ingenerare un circolo vizioso di sottosviluppo. Il credito 'catturato' dalle imprese zombie non fluisce (*crowding-out*) inoltre a imprese con potenziale di crescita e ciò può avvenire sia per ragioni dirette ma anche per il tramite del 'circuitto di ritorno' costituito dalla bassa conseguente crescita dell'economia o quanto meno nei dei settori nei quali le imprese zombie operano e che riduce l'attrattività generale dei progetti di investimento

Il rischio di *forbearance lending* non va sottovalutato in un mondo di asimmetrie informative: la qualità del credito è nota in modo sostanzialmente completo al debitore, ad un minor grado ai manager della banca creditrice, ma molto poco nota a qualunque osservatore esterno. Gli osservatori esterni (azionisti, società di revisione, regolatori) possono solo stimare la probabilità e la generale estensione del problema del deterioramento del credito, ma in un ambiente di *delegated monitoring* non possono andare oltre, salvo specifici e dettagliati approfondimenti che non possono, per ovvie ragioni di tempo e risorse, essere generalizzati. Se è possibile, come lo è, e in parte ineliminabile, il *forbearance lending*, allora è possibile esistano banche che impiegano il *forbearance lending* come strategia di sopravvivenza in caso di difficoltà inattese o di

cattiva gestione e in ogni caso in cui la completa ricognizione del problema del cattivo credito porti a deficit patrimoniali non colmabili e magari nella speranza che eventi successivi favorevoli agevolino l'uscita dallo stato di difficoltà (*gamble for resurrection*). Il *forbearance lending* è quindi "giustificato" sia sul lato dell'attivo (evitare di registrare perdite, consentire al debitore tempo per recuperare redditività, evitare di perdere la relazione con il cliente nei confronti di altre banche) sia sul lato del passivo (mantenere una migliore rappresentazione di solvibilità e quindi non necessità di azioni sul capitale, distribuzione di dividendi ecc.).

Il *forbearance lending* è stato associato anche agli incentivi per il management, ovvero ai benefici privati (remunerazione e altre forme di benefici associati con la carica) conseguenti con la continuità e che indurrebbe a non rivelare la vera qualità del credito mediante l'intrapresa di azioni di recupero o di classificazione del credito.

Infine, non va trascurato il fatto che la soluzione al problema delle banche zombie, una volta che il problema si sia verificato, è molto complicata e può basarsi (congiuntamente o distintamente) su: ricapitalizzazione delle banche in grado di proseguire dopo la riduzione del peso dei NPL; chiusura (eventualmente con qualche forma attenuata di bail-out) delle banche che si ritengono non in grado di proseguire; distribuzione sul sistema bancario degli oneri di ristrutturazione; creazione di un mercato secondario di NPL. Le soluzioni sono ovviamente vincolate dalla capienza delle risorse dei meccanismi di intervento (in particolare, sistema bancario e soggetto pubblico). Sullo sfondo è opportuna la presenza di un regolatore severo e indipendente, affinché sia limitato nel tempo e nella dimensione l'inevitabile disallineamento degli incentivi che si verifica sempre in caso di forme di *bail-out* più o meno esplicite.

Riquadro 1 – L'esperienza del Giappone

Il caso giapponese è stato il primo a essere indagato in letteratura in tema di *zombie banks* in un'economia di mercato e in presenza di banche private ¹².

Secondo Peek e Rosengren (2005), la regolamentazione e la vigilanza bancaria in Giappone esercitano sulle banche con prestiti deteriorati e debolezza patrimoniale un limitato incentivo al rigore verso i debitori in difficoltà in quanto hanno interesse a seguire una politica di tolleranza al fine di evitare di dover aumentare i propri accantonamenti per perdite sui prestiti e compromettere ulteriormente la loro dotazione patrimoniale. Ciò a sua volta comporta una politica di "*evergreening*" dei prestiti. In questo modo, il bilancio della banca sembra migliore di quanto non sia in effetti, dal momento che sotto-segna prestiti non performing. La concreta realizzazione di tale incentivo richiede una 'complicità' da parte delle autorità governative e regolamentari, che a sua volta può essere motivata dalla preferenza per rimandare ristrutturazioni costose in termini di impatti occupazionali o in senso lato sociali. Le banche possono inoltre sentirsi "obbligate" a rispondere a tali istanze politiche e sociali, in particolare in sistemi, quali quello giapponese (ma non solo) nei quali l'importanza delle banche nel sistema finanziario ed economico è preponderante. Si osserva anche che il livello di *forbearance lending* è crescente al ridursi della capitalizzazione delle banche.

Secondo Hoshi (2006) in Giappone a partire dall'ultima decade del secolo scorso (*lost decade*) si è dato il caso di imprese virtualmente insolventi e senza significative speranze di recupero che continuavano a vivere grazie al supporto ricevuto dalle banche finanziatrici. In molti casi tali imprese sono supportate per evitare il sorgere di problemi occupazionali (pressione sociale e politica, importante in particolare in sistemi¹³ nei quali è diffuso il *lifetime employment system* e il ruolo dell'*hausbank*¹⁴, nel quale un finanziatore è responsabile di gran parte del credito di un'impresa). Il sostegno pubblico a tale situazione avviene principalmente mantenendo tassi di interesse a livelli molto bassi (repressione finanziaria), ma ciò ha l'effetto collaterale di ridurre il rendimento generale di tutti gli asset (inclusi quelli delle imprese indebitate). Il rapporto di finanziamento (tendenzialmente) esclusivo fa sì che il finanziatore, per evidenti ragioni di reputazione, ma anche di carattere economico e patrimoniale, abbia un fortissimo incentivo a 'soccorrere' l'impresa in difficoltà, ritardandone l'emersione (e la manifestazione delle conseguenti perdite su crediti). Le banche più deboli dal punto di vista della patrimonializzazione potrebbero essere incentivate a rinnovare o ad incrementare crediti a imprese deboli (*extend and pretend*) per evitare di classificarle in classi di rischio più onerose in termini di assorbimento patrimoniale (*evergreening*). In particolare, una banca che si trovi già in area prossima ai minimi regolamentari potrebbe trovare conveniente adottare politiche creditizie 'benevole' nei confronti delle imprese per non essere costretta a una ristrutturazione ad ampia scala del portafoglio prestiti e quindi ad azioni di ricapitalizzazione.

¹² E' importante che le banche siano private e non a partecipazione pubblica perché ciò consente di sostenere, in caso di zombie lending, che queste rispondano a incentivi propri e non etero determinati.

¹³ Il primo a essere studiato per questo fenomeno è stato il Giappone (al quale l'articolo di Hoshi si riferisce).

¹⁴ Si tratta del noto sistema di relazione diffuso nel sistema tedesco nel quale si instaura una relazione stretta, quasi esclusiva, tra una banca e un'impresa che tende a concentrare tutto il suo fabbisogno finanziario (in termini di flussi e servizi) presso un unico interlocutore bancario. Il rapporto può essere stretto al punto che la banca può acquisire una partecipazione azionaria nell'impresa.


TAB. 3 - Imprese zombie, sintesi letteratura principale

Autore (data)	Oggetto	Risultati principali
Peek e Rosengren (2005)	Giappone, <i>zombie firms</i>	Banche prossime ai loro limiti inferiori regolamentari tendono a (ri)finanziare imprese deboli a tassi ingiustificatamente favorevoli (<i>forbearance</i>) e rinnovano i crediti per evitare di dover segnalare perdite e quindi attivare ricapitalizzazioni. In questo modo le imprese sono protette dalle forze che dovrebbero portarle a ristrutturarsi o a essere espulse dal mercato.
Hoshi (2006)	Giappone, <i>zombie firms</i> identificate in base a livello (sotto mercato) degli interessi pagati	Ampio numero imprese pagano tassi inferiori a quello di equilibrio in quanto sussidiate finanziariamente dalle banche. Imprese con poco <i>upside risk</i> e presenti in settori poco esposti a concorrenza internazionale. Uso inefficiente risorse.
Caballero et al. (2008)	Giappone, <i>zombie firms</i> , identificate in base al livello (sotto mercato) degli interessi pagati	Le banche sussidiano le imprese zombie nei periodi di downturn per evitare di registrare perdite. Ciò distorce la competizione a svantaggio delle imprese sane nel mercato dei prodotti, del lavoro e genera instabilità in quanto le zombie possono 'gamble for survival'.
Albertazzi e Marchetti (2010)	evergreening	<i>Evergreening</i> collegato con la situazione della banca erogante, in particolare quando questa sia sottocapitalizzata e si trovi ad affrontare un aumento del grado di stringenza della regolamentazione prudenziale.. Le banche minori e poco capitalizzate (e che hanno processi di credito meno formalizzati) non hanno riallocato il credito in periodi di crisi verso i debitori più robusti, mentre ciò è avvenuto da parte delle banche maggiori, anche le meno capitalizzate.
Banerjee et al.(2018)	<i>zombie firms</i> se IRC<1 per 3 anni consecutivi e almeno 10 anni di età; in alcune elaborazioni aggiunto criterio (Tobin q inferiore e mediana di settore)	Inadeguata pressione all'uscita su <i>zombie firms</i> , che parte da inizio secolo (e non dopo la grande crisi finanziaria) quando <i>zombie firms</i> smettono di ridurre a ritmo elevato loro debito e di cedere assets, pur senza incrementare redditività. Banche indebolite e regimi insolvenza mal disegnati; tassi di interesse bassi che assorbono meno la redditività delle imprese e riducono pressione a pulizia bilancio (evergreening, basso costo finanziamento NPL, distorsione appetito al rischio da bassi tassi) Conseguenze: <i>crowding out</i> di imprese produttive (pressione su prezzi prodotti e fattori produttivi a seguito competizione 'drogata')

Banerjee et al.(2020)	14 paesi sviluppati, <i>zombie firms</i> se IRC< 1; cattive prospettive (Tobin q basso), per due anni	Caratteristiche <i>zombie firms</i> : dimensione inferiore, minore produttività, minore crescita sia in termini di attività sia di occupazione, minori investimenti sia in attività fisiche sia in attività intangibili, maggiore leva finanziaria, riduzione del debito (a un ritmo inferiore rispetto alla riduzione degli asset, per svalutazioni o <i>asset disposal</i>), utilizzo di debito a condizioni favorevoli (sussidiato). Ciclo di vita peculiare delle imprese zombie, caratterizzato, prima dell'ingresso nello stato zombie, da caduta nella profittabilità, produttività, occupazione e investimenti, alla quel fanno fronte mediante ulteriore raccolta di risorse finanziarie, aumento di cessione di asset, aumento della leva finanziaria
Gandrud e Hallerberg (2017)	confronto esperienza giapponese e italian	Definisce <i>zombie banks</i> come quelle il cui stock di NPL è tale da non renderle insolventi, ma è sufficientemente grande da ostacolarne la capacità di erogare nuovo credito a imprese sane. Lla gestione degli NPL può assorbire tempo e energie importanti e distoglierle dalla gestione del credito sano; ruolo degli incentivi nel trattamento del problema.
Hallak et al. (2018)	imprese zombie definite come quelle non in grado di pagare gli interessi sul debito: ICR<1; ICR<1 e 10 anni di anzianità; ICR<1 per 5 anni consecutivi	Producono esternalità negative sulle imprese sane, prevenendo il ricambio e ciò influenza negativamente la crescita. Le banche possono avere incentivi distorti e preferire rifinanziare imprese zombie piuttosto che evidenziare in bilancio perdite su crediti conseguenti a ristrutturazioni ad ampia scala, soprattutto se la banca ha un capitale prossimo ai limiti regolamentari; ciò rende più probabile che siano le banche più deboli a finanziare maggiormente imprese zombie.
Schivardi et al. (2020)	imprese classificate zombie se ottengono un credit scoring sintetico à la Altman nelle tre classi peggiori	I risultati trovati per le imprese zombie in occasione delle crisi 2008-2009 e 2011-2012 potrebbero non essere generalizzabili alla crisi attuale (banche sono in condizioni più robuste). Inoltre si tratta di una crisi sistemica e non una crisi che riguarda alcune banche deboli

Fonte: nostre elaborazioni

4. I predittori della dinamica degli NPL

In considerazione del rischio di *zombification* e a fronte di stime che portano a una quantificazione nell'intorno dei 60-100 miliardi di euro¹⁵ per i nuovi prestiti deteriorati nel bilancio delle banche italiane nel biennio 2021-2022, può essere interessante evidenziare, nell'ambito della vasta letteratura che si è occupata dell'argomento, quali sono i fattori che potranno influenzare l'evoluzione del credito deteriorato al venir meno delle misure di sostegno. La rassegna può costituire la base sulla quale sia le banche sia le autorità di governo e vigilanza potranno impostare le loro azioni di monitoraggio e prevenzione dei deterioramenti evitabili.

Vi è un discreto consenso in letteratura circa le (molte) cause che in passato si sono dimostrate alla base della crescita del credito anomalo presso le banche. Una recente *review* (Manz 2019) organizza le cause degli NPL in macroeconomiche, *bank specific* e *loan specific*.

Per quanto riguarda le prime, si tratta di evidenziare variabili che misurano l'ambiente economico generale, sulla base dell'osservazione, scontata, in base alla quale vi è elevata correlazione tra il generale livello dell'attività economica e la qualità del credito. Le variabili maggiormente impiegate¹⁶ per misurare il tono dell'ambiente economico sono:

- i. la crescita del PIL (reale), con effetto negativo sulla variazione dei NPL, in quanto l'espansione dell'attività economica rende più agevole il servizio del debito sia per le imprese sia per le famiglie (Louzis et al. 2012).

Al contrario, al termine del ciclo economico¹⁷, il credito è erogato a soggetti via via meno meritevoli e quando il ciclo si inverte tali crediti hanno elevato rischio di trasformarsi in NPL;

- ii. tasso di disoccupazione, il cui aumento è associato con la crescita di NPL a causa della riduzione del reddito disponibile per le famiglie indebitate;
- iii. aumento dell'avversione al rischio e il suo effetto che essa ha sul clima economico generale;
- iv. inflazione, che può avere effetti controversi in quanto un'elevata inflazione tende a ridurre l'onerosità del servizio del debito (in termini nominali e se il debito è prevalentemente a tasso fisso) e a essere associata con bassi tassi di disoccupazione. D'altra parte, il reddito disponibile può essere negativamente influenzato dalle azioni di carattere macroeconomico di controllo dell'inflazione adottate dai governi;
- v. tasso di interesse, che influenza direttamente il costo servizio del debito;
- vi. tasso di cambio, che può avere effetti controversi, in quanto una svalutazione migliora la competitività esterna delle imprese, ma allo stesso tempo rende più oneroso il servizio del debito contratto in valuta;
- vii. livello del debito pubblico, attraverso diverse catene di effetti: aumento del debito pubblico-difficoltà di finanziamento-impatto sul tasso di cambio -aumento dei tassi di interesse; *crowding out* da parte del debitore

¹⁵ A seconda della gravità del contesto macro che si determinerà all'uscita dalla pandemia Covid, o ovviamente del tempo richiesto per la sua risoluzione.

¹⁶ Ovviamente alcune di tali variabili sono altamente correlate (es. crescita del PIL e tasso di disoccupazione) e quindi possono non essere impiegate congiuntamente.

¹⁷ Tale situazione, trattandosi di shock esogeno, non dovrebbe invece realizzarsi invece in caso di shock inattesi e repentini come Covid.

pubblico con conseguente aumento delle difficoltà finanziarie dei debitori privati; effetto sulla solvibilità delle banche (e quindi loro propensione a erogare crediti rischiosi) per i loro investimenti in titoli pubblici rischiosi;

- viii. livello dei prezzi azionari, se e nel caso ciò conduca a una variazione del valore delle garanzie;
- ix. qualità del sistema legale, che può esercitare un'influenza sul livello di NPL; istituzioni deboli sono spesso associate con pratiche di governance altrettanto deboli e aprono alla possibilità di comportamenti di conflitto di interessi o corruzione. Il sistema legale è inoltre decisivo per l'efficacia e l'efficienza delle azioni di recupero del credito.

Con riferimento agli aspetti *bank specific*, i più indagati, sulla base dello studio pionieristico di Berger e DeYoung (1997), sono i seguenti:

- i. *bad management*, nell'ipotesi che vi siano differenze nelle capacità di selezione, valutazione delle garanzie, monitoraggio dei debitori ecc. In questo senso una buona gestione dei costi (efficienza operativa) può essere associata con un'altrettanto buona gestione dei crediti in termini di selezione e monitoraggio;
- ii. *bad luck*, in base alla quale eventi esterni sfavorevoli influenzano la gestibilità del rischio creditizio e possono influenzare negativamente i costi;
- iii. *skimping*, in base al quale l'efficienza di costi può sottendere insufficiente spesa in termini di risorse destinate a selezione e monitoraggio del credito, che possono condurre a migliori indicatori di efficienza nel breve periodo, ma a un incremento dei crediti anomali nel medio-lungo. Grande

aggressività sui costi può inoltre essere associata a un elevato livello di *risk taking*;

- iv. accantonamenti per perdite su crediti, che sono attesi avere correlazione positiva con gli NPL in quanto banche che si attendono di realizzare rilevanti perdite in futuro possono preconstituire accantonamenti "abbondanti" per ridurre la volatilità degli utili nei periodi futuri;
- v. per quanto riguarda il livello di patrimonializzazione, i legami sono molteplici e dall'effetto controverso. Sotto l'ipotesi di *moral hazard*, banche poco capitalizzate tendono a erogare prestiti maggiormente rischiosi, ma, d'altra parte, la bassa patrimonializzazione tende a spingerle verso una riduzione del rischio al fine di rispettare i requisiti regolamentari. La ricerca di maggiori ricavi tende inoltre a favorire una accettazione di maggiori livelli di rischio. Inoltre, banche con una migliore patrimonializzazione potrebbero essere tali anche perché comparativamente più efficienti e quindi mostrare una minore incidenza di crediti anomali;
- vi. crescita dei prestiti, in quanto politiche del credito improntate a crescita nel breve periodo possono condurre ad assunzione di maggiori rischi e quindi ad aumenti dei crediti deteriorati. Allo stesso modo, politiche concentrate su particolari settori (es. immobiliare) o che prevedano l'ingresso in nuovi mercati possono comportare aumenti di crediti anomali nei periodi successivi;
- vii. grado di concorrenza tra banche, che può rivestire un ruolo attraverso fenomeni di *adverse selection* in base ai quali i prenditori più rischiosi riescono a farsi selezionare dalle banche più desiderose di espandersi o di difendere la propria quota di mercato in un contesto competitivo acceso;

- viii. dimensione della banca, con effetti controversi in quanto banche più grandi, sfruttando l'ipotesi del *too big to fail* possono adottare comportamenti di azzardo morale; d'altra parte, banche maggiori possono essere maggiormente diversificate, investire in sistemi di gestione del credito più accurati e anche essere in grado di imporre maggiore disciplina ai loro debitori;
- ix. leverage, che può influenzare il rischio di credito in quanto ci si attende che un'alta leva finanziaria sia associata con un'elevata assunzione di rischio;
- x. incidenza dei ricavi non da interessi, in quanto *proxy* delle opportunità di diversificazione dei ricavi al di fuori dell'attività creditizia;
- xi. redditività, con legame negativo in quanto una cattiva redditività è spesso associata con futuri aumenti di crediti problematici, per effetti di incentivo all'assunzione di rischi e quale *proxy* della qualità complessiva del management.

Possono infine ricoprire un ruolo (seppure minore rispetto alle famiglie di fattori precedenti) aspetti *loan specific* quali:

- i. scadenza del prestito, correlata positivamente con la variazione dei NPL, anche se un effetto contrario può derivare dalla presenza di prestiti a tasso fisso in caso di aumento dei tassi di interesse di mercato (in tal caso una scadenza lunga tende a proteggere la solvibilità del soggetto finanziato da un aumento dell'onere del servizio del prestito);
- ii. il LTV del prestito, ovviamente positivamente correlato con la rischiosità a causa dell'effetto garanzia esercitato dal valore del *collateral*.

Dei fattori ricordati, alcuni sono da ritenere degni di particolare attenzione, all'uscita (più o meno graduale) dalle misure di sostegno connesse con la crisi Covid:

- a) la pronunciata contrazione del PIL;
- b) l'evoluzione della propensione al rischio degli operatori economici (di direzione incerta, ma caratterizzata da elevata variabilità)
- c) la situazione del debito pubblico e le sue opportunità di gestione
- d) la robustezza istituzionale sia generale (sistema legale, efficienza dei processi di contezioso, grado di aderenza alla *rule of law*, prevedibilità delle regole) sia specifica (qualità della *corporate governance*) che possono limitare ex ante la crescita degli NPL e facilitarne la risoluzione ex post;
- e) livello di redditività e patrimonializzazione del settore e capienza per gli accantonamenti a fronte dei rischi di credito che si manifesteranno.

5. Gestione del flusso di nuovi NPL, aspetti di governance

A fronte di un dato il livello di credito deteriorato che si determinerà a seguito delle difficoltà incontrate dalle imprese, rilievo decisivo assumerà il processo di governo del credito.

A questo proposito diventa essenziale per le banche istituire un assetto complessivo di governo che riguardi: determinazione dell'appetito al rischio (Risk Appetite Framework – RAF), strutture di monitoraggio (*early warning*), politiche di interlocuzione con la clientela con crediti deteriorati.

Con riferimento all'appetito al rischio, tralasciati qui, anche se assolutamente non trascurabili, i profili di rischio operativo e sistemico, i riflessi in termini di qualità del credito dell'evento pandemico (AIFIRM 2020) devono essere inclusi

nelle variabili (andamento dell'economia reale, della disoccupazione e della domanda aggregata, dei tassi di interesse, di cambio, del livello di propensione al rischio) che alimentano i modelli di determinazione dei livelli di rischio accettabili e delle conseguenti azioni da assumere (*risk appetite framework*). Per il rischio di credito, l'appetito al rischio potrebbe essere declinato per tenere conto del diverso impatto e soprattutto delle diverse prospettive di ripresa per categoria di impresa (grande, media, piccola, micro) per settore economico e per area geografica nonché alle differenze che possono emergere in termini di diversa elasticità di provvedimenti governativi di sostegno.

Per quanto riguarda le strutture di monitoraggio, il rischio di trovarsi di fronte a un diffuso fenomeno di *zombie firms* sottolinea l'importanza di disporre di un assetto il più possibile completo di indicatori caratterizzati da accuratezza (rischio di 'falsi negativi' ma anche di 'falsi positivi'), reattività e predittività. Particolare attenzione andrà pertanto riservata agli indicatori che possono avere la valenza prognostica più tempestiva, per consentire a banca (e cliente) di individuare misure efficaci per contenere il deterioramento. Gli indicatori di monitoraggio (TAB. 4), basati su quanto previsto nelle Linee Guida EBA (*Guidelines on loan origination and monitoring*, EBA/GL/2020/06, 29 maggio 2020), dovrebbero essere costruiti e calibrati da ciascuna banca in coerenza con l'appetito al rischio e della sua evoluzione (anche condizionata all'evoluzione della situazione macroeconomica) ed essere tali da consentire la rapida individuazione delle *zombie firms*. Ovviamente l'individuazione di indicatori di monitoraggio e di soglie di intervento non è sufficiente al governo del credito se non basata su una elevata qualità e tempestività dei dati (architettura IT in primis) e accompagnata da

concrete azioni di rimedio, da chiare procedure di escalation e da concreta individuazione di flussi informativi e dei livelli di responsabilità/autonomia. Quest'ultimo aspetto è particolarmente critico nella situazione in esame, se sarà confermata la congettura che l'uscita dalla crisi pandemica sarà peculiare in particolare per le piccole e medie imprese, per le quali solo indicatori automatici, tempestivi e parsimoniosi quanto ad alimentazione informativa (sfruttando al massimo le informazioni di origine interna – c.d. *andamentale* – e generale – *data mining*, *info providers*, contenendo il ricorso diretto a informazioni richieste alla controparte) possono consentire una gestione proattiva del rischio di deterioramento (e *zombification*).

TAB. 4 - Gli indicatori di allerta EBA per famiglie e imprese

Famiglie	Imprese
Loan to income	Equity ratio
Loan service to income	debt-to-equity ratio
Debt to income	EBITDA
Debt service to income	Debt yield
LTV	Debito gravato da interessi/EBITDA
	Enterprise value
	Capitalisation rate
	Qualità dell'attivo
	Total debt service coverage ratio
	Cash debt coverage ratio
	Coverage ratio
	Analisi dei flussi di cassa futuri
	Loan to cost (LTC)
	Interest coverage ratio
	Return on equity ratio
	Redditività del capitale investito
	Margine di profitto netto
	Andamento del fatturato

Ovviamente, non ci si può illudere che sia sufficiente determinare il rischio accettabile, individuare corrette strutture di monitoraggio, individuare con accuratezza valutazione e accantonamenti. Vi saranno sempre situazioni nelle quali le difficoltà del cliente non possono essere gestite con piani di rientro, concessioni sul tasso di interesse, revisione delle garanzie, estensione delle scadenze. In qualche caso la banca dovrà decidere se dare inizio a una procedura di recupero del credito oppure se procedere ad azioni di stralcio (*debt forgiveness*), quanto meno parziale. E' questo appunto il terzo elemento: l'interlocuzione con la clientela. In quanto segue svolgeremo un'ipotesi relativa alla clientela famiglie.

6. Un'ipotesi di *debt forgiveness* per le famiglie?

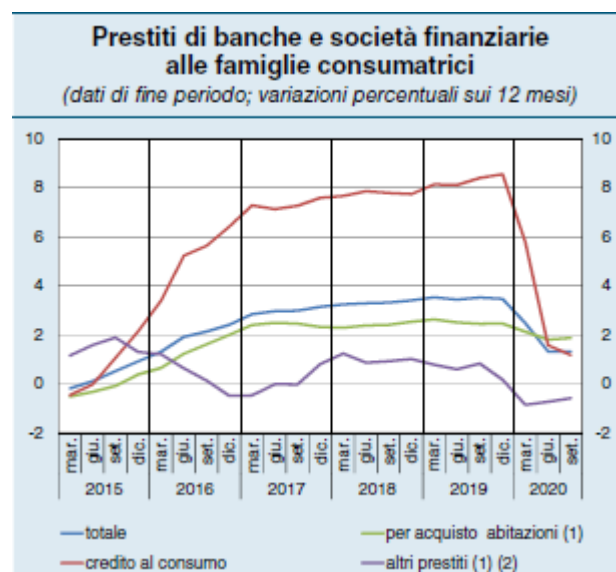
L'indebitamento delle famiglie, la sostenibilità del suo peso (*debt overhang*) e il sovraindebitamento hanno assunto rilevanza in diversi Paesi del mondo sviluppato a seguito della grande crisi finanziaria del 2008.

Sovraindebitamento e insolvenza dei debitori privati sono elementi fattuali, inevitabilmente connessi con l'accesso al credito da parte dei consumatori, dal momento che, a un'espansione del credito, corrisponde (quasi automaticamente) un aggravamento del rischio di sovraindebitamento e di insolvenza.

Il grado di indebitamento delle famiglie italiane, secondo i più recenti dati della Banca d'Italia¹⁸, pur ancora basso in rapporto a quello osservato in altre economie sviluppate comparabili¹⁹, ha

mostrato una tendenza crescente negli anni recenti (sia a fronte di mutui connessi con acquisto di abitazioni sia per finalità di consumo) per poi evidenziare un brusco arresto in corrispondenza con la pandemia Covid-19 del 2020 (FIG. 4).

FIG. 4 - Evoluzione del credito alle famiglie



Fonte: Banca d'Italia, (2020). Rapporto sulla stabilità finanziaria, 2/2020, Roma, novembre.

Anche la quota di debito detenuta da famiglie vulnerabili²⁰, dopo una robusta decrescita registratasi tra il 2012 e il 2016 e un percorso di stabilizzazione (FIG. 5), mostra segni (inevitabili, in considerazione della situazione straordinaria conseguente l'impatto della pandemia Covid-19) di sensibile peggioramento. Il peggioramento (certo) derivante dalla compressione del reddito disponibile potrà essere aggravato in caso di aumento dei tassi di interesse, anche in

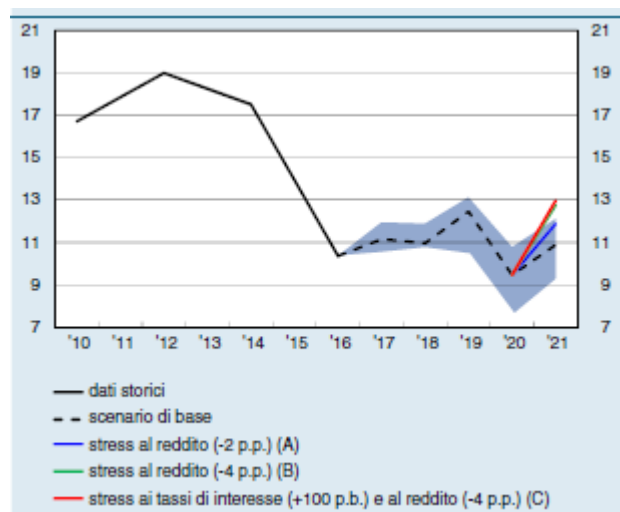
¹⁸ Banca d'Italia, (2020), Rapporto sulla stabilità finanziaria, 2/2020, Roma, novembre

¹⁹ Banca d'Italia (2021), Bollettino economico, 1/2021. Roma, gennaio, p.30.

²⁰ Sono definite vulnerabili le famiglie per le quali il rapporto tra le uscite a fronte del servizio dei debiti esistenti (pagamento interessi e rimborso delle rate di capitale) e reddito disponibile ecceda il 30% e dispongano di un reddito equivalente inferiore al valore mediano.

considerazione delle ampie quote di finanziamenti a tasso variabile detenuti dalle famiglie, e al termine dei provvedimenti di moratoria e delle altre misure di sostegno straordinario.

FIG. 5 - Quota di debito detenuta da famiglie vulnerabili (dati annuali; valori percentuali)



fonte: Banca d'Italia, (2020). Rapporto sulla stabilità finanziaria, 2/2020, Roma, novembre.

Nonostante i dati statistici di sistema non siano, a fine 2020, ancora allarmanti, i segnali di difficoltà che emergono da recenti indagini²¹ sono un chiaro elemento che prelude a un aumento del numero delle famiglie che si troveranno nel futuro prossimo in difficoltà con il servizio dei debiti contratti (TAB. 4).

²¹ Indici di fiducia dei consumatori e delle imprese di fonte ISTAT (<https://www.istat.it/it/congiuntura>) nonché indagini della Banca d'Italia (Rondinelli et al., 2020).

TAB. 4 - Numero e incidenza famiglie in povertà assoluta²²

ANNO	FAMIGLIE POVERE (IN MIGLIAIA)	INCIDENZA DI POVERTÀ (%)
2005	819	3,6
2006	789	3,5
2007	823	3,5
2008	937	4,0
2009	969	4,0
2010	980	4,0
2011	1.081	4,3
2012	1.398	5,6
2013	1.614	6,3
2014	1.470	5,7
2015	1.582	6,1
2016	1.619	6,3
2017	1.778	6,9
2018	1.822	7,0
2019	1.674	6,4

Fonte: ISTAT, Statistiche sulla povertà, anno 2019

Il fenomeno del *debt overhang* (eccesso di indebitamento) per le famiglie, spesso connesso con l'improvviso declino dei valori dell'edilizia residenziale, comporta importanti problemi non solo di tipo sociale, ma anche finanziario ed economico, in quanto rischia di innescare pericolose spirali che transitano attraverso il bilancio delle banche, l'incremento degli NPL, la

²² La soglia di povertà assoluta è definita da ISTAT come "spesa minima necessaria per acquisire i beni e servizi inseriti nel paniere di povertà assoluta" e varia in base alla dimensione della famiglia, alla sua composizione per età, alla ripartizione geografica e alla dimensione del comune di residenza. Il paniere di povertà assoluta è "l'insieme dei beni e servizi che, nel contesto italiano e per una famiglia con determinate caratteristiche, vengono considerati essenziali per una determinata famiglia per conseguire uno standard di vita minimamente accettabile."

riduzione del valore del *collateral* costituito dagli immobili, profili di vulnerabilità e solvibilità, la riduzione della disponibilità a erogare nuovo credito e il conseguente impatto sull'economia. Allo stesso tempo, famiglie con rilevanti problemi di rimborso del debito tendono a contrarre i loro consumi e acquisti di beni durevoli. La bassa crescita dell'economia genera disoccupazione e la spirale negativa tende ad autoalimentarsi (Laeven e Laryea 2014).

In tempi di crisi finanziaria, i governi possono prendere in considerazione provvedimenti di ristrutturazione del debito che coinvolgano i diversi attori al fine di gestire i problemi sociali che sorgono soprattutto quando le famiglie non sono in grado di fare fronte ai prestiti ipotecari sull'immobile di abitazione. Le banche, d'altro lato, possono valutare i costi comparati tra soluzioni transattive e politiche di recupero protratte.

Ci concentriamo ora sulle persone fisiche nell'assunto che i problemi delle persone siano diversi (o quanto meno siano percepiti in maniere diversa²³) da quelli delle imprese, soprattutto delle imprese non piccole - nelle quali proprietà e controllo non coincidono e vige il principio della responsabilità limitata. Infatti, in caso di insolvenza, persone fisiche e persone giuridiche sono distinte dall'ovvia ma fondamentale differenza costituita dal fatto che, al termine del processo di gestione dell'insolvenza stessa, la persona giuridica può cessare di esistere, mentre la persona fisica non può cessare, e con essa i suoi bisogni, anche se viene 'limitata' dal fatto che le sue attività (e la sua capacità di produrre reddito) possono essere (in misura variabile) impiegate per

soddisfare i creditori. Inoltre, nessuno mette in dubbio che esistano diritti umani inviolabili, connessi con la mera esistenza della persona, mentre la stessa cosa non si può dire per le persone giuridiche.

Due serie di problemi possono interferire con una soluzione di mercato al problema dell'insostenibilità del debito delle famiglie e possono giustificare interventi che vadano oltre alle normali procedure esecutive. In primo luogo va considerato il numero di procedure che potrebbero generarsi e la capacità del sistema delle esecuzioni di gestirle (soprattutto in considerazione del fatto che contestualmente potrebbe aumentare anche il numero di procedure a seguito dell'insolvenza delle aziende del settore privato). Inoltre non vanno trascurati i problemi sociali e la distruzione di ricchezza complessiva (che riguarda anche i soggetti non insolventi, in considerazione dell'impatto – e che a livello locale si osserva in modo netto – delle esecuzioni immobiliari sul livello generale dei prezzi immobiliari). Una gestione ordinaria di un fenomeno straordinario di insolvenze generalizzate delle famiglie comporta importanti esternalità negative. Secondo Laeven e Laryea (2014) la scelta tra seguire procedure ordinarie oppure adottare provvedimenti di ristrutturazione generalizzata del debito delle famiglie insolventi dipende sostanzialmente dalla dimensione del problema, che a sua volta va valutato secondo le seguenti direttrici:

- una valutazione la più completa possibile del quadro attuale (importo del debito lordo non performing delle famiglie, in termini

²³ Si veda sul punto Chavanne (2017) il quale, oltre alla responsabilità circa la situazione di insolvenza e agli incentivi del debitore, riscontra che un fattore che influenza il giudizio sulla situazione di inadempimento è dato dal fatto che il soggetto inadempiente sia una persona fisica o un'impresa.

- assoluti e relativi al portafoglio prestiti complessivo delle banche; tipo di credito – ipotecario prima casa, altri debiti - numero di giorni di scaduto, valore delle garanzie, LTV, rata/reddito disponibile, debito/reddito disponibile);
- evoluzione nel tempo degli indicatori di qualità del credito delle famiglie (velocità di deterioramento) come pure degli indicatori dello stato del mercato immobiliare (diffusione di *negative equity*);
- distribuzione del fenomeno tra le diverse istituzioni finanziarie (con particolare riferimento alla loro capacità di assorbire perdite senza violare i requisiti prudenziali);
- impatto del fenomeno per le istituzioni finanziarie (conseguenze di riduzione dei tassi di interesse, di provvedimenti di parziale remissione del debito o estensione della scadenza ad opera della banca su base individuale) in termini di ulteriori accantonamenti sulla redditività e sulla patrimonializzazione.

Peraltro, secondo Guerrieri e Lorenzoni (2017), la limitazione alla capacità di credito delle famiglie che deriverebbe da una diffusa situazione di *debt overhang* porterebbe a una contrazione della spesa delle famiglie indebitate e a un aumento del risparmio precauzionale da parte delle famiglie non indebitate, con un significativo impatto sulla domanda aggregata e quindi sullo stato generale dell'economia. Le cessioni immobiliari a prezzi

svalutati (*fire sales*) hanno un effetto depressivo sul livello generale del mercato immobiliare. Campbell et al. (2011) stimano, con riferimento al mercato immobiliare del Massachusetts²⁴, che una singola esecuzione immobiliare ha un impatto negativo (*spillover*) sul prezzo di una proprietà contigua pari all'1%, ma ci si può attendere che un'ondata di esecuzioni possa portare a un impatto molto maggiore²⁵.

Valutata la situazione, se si ritiene che sia opportuna un'azione di *debt forgiveness*, le strade possono essere: i. volontaria e caso per caso nel rapporto banca-cliente, secondo gli strumenti ordinari; ii. collettiva ma sempre con strumenti ordinari, mediante l'intervento di soggetti *non profit* che cerchino di costruire un meccanismo che, attraverso la partecipazione di tutti i soggetti interessati (non solo le banche quindi, ma tutti i creditori), porti alla riduzione di gravità e ampiezza del fenomeno; iii. governativa, eventualmente a livello UE, mediante l'introduzione di strumenti speciali, con un programma generale di ristrutturazione del debito delle famiglie gravemente incapienti. Ovviamente, all'aumentare della dimensione del fenomeno, prima la soluzione i. e poi anche la soluzione ii. diventano progressivamente meno praticabili.

Nell'eventualità di una soluzione governativa, ovviamente, si presentano e vanno gestiti problemi di azzardo morale (debitori in grado di rimborsare che rappresentano la loro situazione in modo da accedere comunque al beneficio e creditori che cercano di scaricare sul soggetto

²⁴ La precisazione è importante perché l'effetto, ancorché sia da attendere nella medesima direzione, non è detto abbia la stessa ampiezza in altri mercati nei quali gli immobili non occupati siano meno costosi da proteggere (da atti di vandalismo per esempio) rispetto alla situazione che può verificarsi negli USA.

²⁵ Interessante quanto dichiarato dall'Amministrazione Obama in occasione del varo del piano "Making Home Affordable": "*In the absence of decisive action, we risk an intensifying spiral in which lenders foreclose, pushing area home prices still lower, reducing the value of household savings, and making it harder for all families to refinance. In some studies, foreclosure on a home has been found to reduce the prices of nearby homes by as much as 9%*"

pubblico le posizioni più rischiose e meno attraenti). Inoltre, per contenere l'impegno finanziario pubblico nell'ambito dello spazio fiscale disponibile, possono essere sorvegliati con attenzione gli indicatori di disagio finanziario (reddito ISEE, rapporto rata/reddito ecc.) e di capienza delle garanzie (eventuale *negative equity* del mutuo, calcolato sulla base del *judicial value* presunto dell'immobile a garanzia) già disponibili. Con riferimento al valore delle garanzie prestabili, si potrebbe per esempio prevedere la regola che il debito complessivo della famiglia sia decurtato fino a rappresentare un livello determinato di tutte le attività costituibili a garanzia (regola impiegata per esempio nel caso islandese, con soglia pari al 110%).

La ristrutturazione del debito delle famiglie insolventi a causa pandemia potrebbe essere strumento più efficiente rispetto alle alternative rappresentate da stimoli macroeconomici generalizzati (limitati dalla capienza fiscale in termini di debito pubblico, dal livello già particolarmente depresso dei tassi di interesse,

dal fatto che lo stimolo riguarderebbe anche soggetti non negativamente impattati dalla pandemia, secondo criteri di accesso e proporzionalità non facilmente governabili a priori) o dall'assistenza al settore finanziario (ricapitalizzazioni, acquisti di attività deteriorate mediante *asset management companies* – AMC) quale strumento per consentire allo stesso di ristrutturare il debito delle famiglie. Mediante la ristrutturazione diretta del debito, il problema può essere trattato mediante l'istituzione di schemi di ristrutturazione volontaria stragiudiziale caso per caso²⁶. La presenza di schemi di acquisto e ristrutturazione di crediti deteriorati può consentire di contenere il costo complessivo di lungo termine dell'intervento, anche se non ci si può illudere esistano schemi perfettamente neutrali nei loro effetti finali in termini di redistribuzione della ricchezza (debitori, creditori, azionisti delle banche, contribuenti ecc.).

²⁶ La negoziazione caso per caso richiede tempi più lunghi, ma consente di contenere il fenomeno dell'azzardo morale ineliminabile nei programmi di assistenza generalizzata. Una soluzione possibile è la negoziazione caso per caso ma sulla base di un *template* stabilito a livello governativo (es. Islanda nel 2009).

TAB 5 – Alcuni casi di ristrutturazione del debito delle famiglie

<i>Paese</i>	<i>Anno</i>	<i>Sintesi dei provvedimenti</i>
USA	1933	Home Owners Loan Corporation (HOLC) acquistava prestiti ipotecari dalle banche in cambio di bond con garanzia federale. I prestiti ipotecari erano poi ristrutturati in modo da renderli gestibili dai mutuatari, che erano assistiti anche nella ricerca di lavoro. HOLC fu liquidata nel 1951, sostanzialmente senza costi per il governo (ma prevalentemente grazie alla marcata riduzione dei tassi di interesse nel periodo).
Colombia	1999	Il repentino arresto dei flussi esteri di capitale conseguente alla crisi russa e il forte conseguente aumento dei tassi di interesse domestici portò diverse famiglie all'impossibilità di continuare il servizio dei prestiti ipotecari con conseguente ondata di insolvenze. Furono adottate retroattivamente regole tese a prevenire le esecuzioni immobiliari (in particolare i mutui vennero trasformati in non-recourse ²⁷ e venne eliminata la capitalizzazione degli interessi sulle rate insolute). Ciò causò gravi difficoltà a un settore finanziario già debole ed estesi fenomeni di <i>moral hazard</i> da parte dei debitori, con conseguente deterioramento del clima per investimenti (certezza del diritto).
USA	2008, 2009	Nel contesto di crisi dei mutui subprime e esecuzioni immobiliari il governo federale introdusse dei programmi di soccorso ai debitori (FHA-Secure, Hope for Homeowners-H4H) che però ebbero poco successo. Molte banche maggiori svilupparono programmi volontari di gestione dei mutui problematici (es. Citi varò interventi per i soggetti il cui rapporto debito-reddito fosse superiore al 40% sotto forma di riduzione del tasso di interesse, prolungamento della scadenza e, in ultima istanza, stralcio di parte del debito). Alcuni Stati adottarono provvedimenti di moratoria (di breve durata, 3 o 6 mesi) che furono inefficaci. Fu creato il Troubled Asset Relief Program (TARP) per rilevare attività deteriorate dalle banche. Fu varato il Home Affordable Modification Plan (HAMP): per famiglie in default (riduzione tassi interesse su mutui, prolungamento scadenza, misure di forbearance, riduzione del capitale a debito); partecipazione volontaria da parte delle banche, obbligatoria per le banche beneficiarie TARP.
UK	2008	Secondo l'Homeowners Support Mortgage Scheme i debitori potevano rimandare una porzione dei loro pagamenti fino a due anni. I debitori con un debito superiore a GBP 400.000 e risparmi inferiori a GBP 16.000 potevano assorbire le rate nel capitale e effettuare i pagamenti al migliorare delle condizioni. Il Tesoro garantiva i pagamenti di interessi differiti per le banche che (volontariamente) partecipassero allo schema. La partecipazione fu molto alta.

²⁷ Di conseguenza il debitore insolvente poteva liberarsi del suo debito abbandonando al creditore l'attività costituita in garanzia nel caso questa fosse incapiante.

Islanda	2008	Riduzione dell'onere del servizio del debito delle famiglie indebitate in valuta o con prestiti indicizzati all'inflazione mediante rinegoziazione ed estensione della scadenza.
Ungheria	2011	Collasso della capacità di servizio dell'indebitamento in valuta delle famiglie a seguito della svalutazione della divisa nazionale; intervento di ristrutturazione obbligatoria del debito da parte del governo che impose alle banche di consentire ai clienti il rimborso dei loro debiti a un tasso di cambio rivalutato del 30% rispetto al tasso di mercato, con perdite messe a carico esclusivamente delle banche.

Fonte: adattamento da Laeven e Laryea (2014), Igan et al. (2014)

Alcune conclusioni possono essere tratte sul tema della *debt forgiveness* nei confronti delle famiglie insolventi:

- i. la ristrutturazione del debito delle famiglie può essere un percorso obbligato quando il fenomeno sia esteso e la situazione dell'economia in generale deteriorata o a rischio di grave deterioramento (effetto su domanda aggregata sia per famiglie indebitate sia attraverso aumento propensione al risparmio delle famiglie non indebitate);
- ii. è rilevante lo spazio fiscale dello Stato e lo spazio patrimoniale delle banche ²⁸. I programmi di *debt relief* hanno un costo (inferiore rispetto alle alternative, ma comunque rilevante) e tale costo grava su qualche soggetto (azionisti delle banche, contribuenti) che deve essere in grado credibilmente di sopportarlo;
- iii. le modifiche contrattuali a posteriori implicano sempre qualche elemento di danno alla certezza del diritto. In tal senso è importante che tutti gli *stakeholders* (consumatori, banche, governo, altri creditori ecc.) siano al tavolo per poter arrivare a una soluzione condivisa. Soluzioni imposte e unilaterali possono danneggiare il clima economico generale, creando un contesto meno favorevole agli investimenti, con conseguente danno di lungo periodo;
- iv. gli interventi devono essere coordinati con altre forme di assistenza e tutela (es. contributi per disoccupazione o reddito e altri stabilizzatori fiscali automatici);
- v. nel caso, consigliabile, che l'adesione alle politiche di *debt forgiveness* sia di carattere volontario, è importante prevedere equilibrati incentivi alla partecipazione sia dei debitori sia dei creditori, tenuto conto dei rischi che si instaurino successivamente aree di contenzioso legale. In tal senso, il *design* degli schemi di *debt relief* dev'essere tecnicamente molto solido, anche sotto il profilo degli incentivi impliciti;
- vi. qualsiasi soluzione comporta trasferimenti di risorse e quindi "vincitori e vinti" e conseguenti frizioni sociali. Il confronto tra i costi dei diversi possibili interventi con quelli da mancato intervento deve essere il più possibile approfondito e coinvolgere tutti i soggetti potenzialmente interessati, che sono davvero tanti. Trascurando la collettività generale e quindi l'interesse diffuso a evitare situazioni di sofferenza che non possono che

²⁸ Esempi poco noti ma significativi in tal senso sono quelli dell'insuccesso di Colombia e Ungheria, insuccesso riconducibile allo scarso spazio di assorbimento da parte del settore bancario.

alterare il tessuto sociale, si possono menzionare (oltre a debitore e creditore): contribuenti (costo dell'intervento e costo del mancato intervento e quindi di provvidenze alternative, quali *housing sociale*, sostegno al reddito ecc.); autorità di vigilanza (stabilità sistema finanziario); organizzazioni di categoria (di banche e di consumatori); sistema giudiziario (effetto sulle procedure); associazionismo e terzo settore; altri creditori (*utilities*, Agenzia Entrate) ecc.

La crisi pandemica non è paragonabile, per estensione, profondità, sincronicità, fattori eziologici a nessuna delle crisi precedenti (recenti); effetti e azioni di rimedio sono pertanto da investigare in un territorio cognitivo ed empirico inesplorato. Le misure di assistenza a famiglie e imprese varate nell'immediatezza della crisi pandemica non consentono di coglierne l'impatto sul rischio di credito. La predisposizione di schemi di intervento straordinario ai problemi di deterioramento della qualità del credito che saranno osservati al termine delle misure di sostegno dovrebbero tenere conto di complessità ed estensione del fenomeno e non essere lasciate al semplice rapporto tra debitore e creditore. Si ritiene sulla base degli elementi sin qui esposti che sia opportuno promuovere un intervento il più possibile a monte (presso il debitore consumatore), tempestivo (prima dell'inizio delle procedure di recupero), coordinato (che coinvolga, oltre all'attore pubblico, banche, terzo settore, associazioni di consumatori, altri creditori) in direzione di una riconfigurazione del carico debitorio che sia coerente con le concrete possibilità di rimborso e incentive *compatible* per i diversi soggetti colpiti (o comunque toccati) dal problema.

Bibliografia

- Adalet McGowan, M. A., Andrews, D., & Millot, V. (2017). The walking dead?: Zombie firms and productivity performance in OECD countries.
- AIFIRM (2020), Position Paper n.22,| COVID-19 e Governance bancaria, luglio
- Albertazzi, U., & Marchetti, D. J. (2010). Credit supply, flight to quality and evergreening: an analysis of bank-firm relationships after Lehman. Bank of Italy Temi di Discussione (Working Paper) No, 756.
- Andrews, D., & Petroulakis, F. (2019). Breaking the shackles: Zombie firms, weak banks and depressed restructuring in Europe. ECB Working Paper Series, n. 2240, Feb.
- Angelini, P. (2020), Lo stato di attuazione delle misure in materia di finanziamento con garanzie dello Stato previste dai Decreti Legge n. 18 di marzo e n. 23 di aprile 2020, Commissione Parlamentare d'Inchiesta sul Sistema Bancario e Finanziario, Audizione del Capo del Dipartimento Vigilanza bancaria e finanziaria della Banca d'Italia, Roma, 11 giugno.
- Ari, A., Chen, S., & Ratnovski, L. (2020). COVID-19 and non-performing loans: lessons from past crises. Available at SSRN 3632272.
- Ari, M. A., Chen, S., & Ratnovski, M. L. (2019). The dynamics of non-performing loans during banking crises: a new database. International Monetary Fund.
- Banerjee, R., & Hofmann, B. (2018). The rise of zombie firms: causes and consequences. BIS Quarterly Review September.
- Banerjee, R., & Hofmann, B. (2020). Corporate zombies: Anatomy and life cycle. Bank for International Settlements, Monetary and Economic Department.
- Berger, A. N., & DeYoung, R. (1997). Problem loans and cost efficiency in commercial banks. Journal of Banking & Finance, 21(6), 849-870.

- Brunnermeier, M. K. (2020), COVID SME Evergreening Proposal: Inverted Economics, disponibile a https://scholar.princeton.edu/sites/default/files/markus/files/covid_sme_evergreening.pdf
- Brunnermeier, M., & Krishnamurthy, A. (2020, June). Corporate debt overhang and credit policy. BPEA conference (<https://www.brookings.edu/bpea-articles/corporate-debt-overhang-and-credit-policy/>).
- Caballero, R. J., Hoshi, T., & Kashyap, A. K. (2008). Zombie lending and depressed restructuring in Japan. *American economic review*, 98(5), 1943-77.
- Campbell, J. Y., Giglio, S., & Pathak, P. (2011). Forced sales and house prices. *American Economic Review*, 101(5), 2108-31.
- Cella, C. (2020). Zombie firms in Sweden: implications for the real economy and financial stability. Sveriges Riksbank. Staff Memo.
- Chaibi, H., & Ftiti, Z. (2015). Credit risk determinants: Evidence from a cross-country study. *Research in international business and finance*, 33, 1-16.
- Chavanne, D. (2017). Shaking Off Burdens—Debt Relief and Moral Intuitions. *Kyklos*, 70(3), 381-401.
- De Martiis, A., Heil, T., & Peter, F. (2020). Are you a Zombie? Understanding the Determinants of Distressed and Zombie Companies. *Understanding the Determinants of Distressed and Zombie Companies* (June 12, 2020).
- Diamond, D. W. (1991). Monitoring and reputation: The choice between bank loans and directly placed debt. *Journal of political Economy*, 99(4), 689-721.
- Fukuda, S. I., & Nakamura, J. I. (2011). Why did 'zombie' firms recover in Japan?. *The world economy*, 34(7), 1124-1137.
- Gandrud, C., & Hallerberg, M. (2017). How not to create zombie banks: lessons for Italy from Japan (No. 2017/6). Bruegel Policy Contribution.
- Gourinchas, P. O., Kalemli-Özcan, Ş., Penciakova, V., & Sander, N. (2020). Covid-19 and SME failures (No. w27877). National Bureau of Economic Research.
- Guerrieri, V., & Lorenzoni, G. (2017). Credit crises, precautionary savings, and the liquidity trap. *The Quarterly Journal of Economics*, 132(3), 1427-1467.
- Hallak, I., Harasztosi, P., & Schich, S. T. (2018). Fear the Walking Dead?: Incidence and Effects of Zombie Firms in Europe. Publications Office of the European Union.
- Hoshi, T. (2006). Economics of the living dead. *The Japanese Economic Review*, 57(1), 30-49.
- Kanaya, A., & Woo, D. (2000). The Japanese banking crisis of the 1990s: sources and lessons, IMF workin paper, 00/7 January.
- Kawai, M. (2005). Reform of the Japanese banking system. *International Economics and Economic Policy*, 2(4), 307-335.
- Kornai, J., Maskin, E., & Roland, G. (2003). Understanding the soft budget constraint. *Journal of economic literature*, 41(4), 1095-1136.
- Laeven, L., & Laryea, T. (2014). Principles of household debt restructuring. in, *International Monetary Fund, Financial Crises. Casues, Consequences, and Policy Responses*.
- Louzis, D. P., Vouldis, A. T., & Metaxas, V. L. (2012). Macroeconomic and bank-specific determinants of non-performing loans in Greece: A comparative study of mortgage, business and consumer loan portfolios. *Journal of Banking & Finance*, 36(4), 1012-1027.
- Manz, F. (2019). Determinants of non-performing loans: What do we know? A systematic review and avenues for future research. *Management Review Quarterly*, 69(4), 351-389.

- Messai, A. S., & Jouini, F. (2013). Micro and macro determinants of non-performing loans. *International journal of economics and financial issues*, 3(4), 852.
- Nakaso, H. (2001). The financial crisis in Japan during the 1990s: how the Bank of Japan responded and the lessons learnt, BIS Papers, n.6, October
- Ozili, P. K. (2017). Discretionary provisioning practices among Western European banks. *Journal of Financial Economic Policy*.
- Peek, J., & Rosengren, E. S. (2005). Unnatural selection: Perverse incentives and the misallocation of credit in Japan. *American Economic Review*, 95(4), 1144-1166.
- PWC (2014), Stars and Zombies Greek corporates coming out of the crisis, June, <https://www.pwc.com/gr/en/publications/greek-thought-leadership/stars-zombies-2015-greek-companies-coming-out-of-the-crisis.html>
- Rodano, G., & Sette, E. (2019). Zombie firms in Italy: a critical assessment. Bank of Italy Occasional Paper, (483).
- Rondinelli C., F. Zanichelli (2020) "Principali risultati della seconda edizione dell'indagine straordinaria sulle famiglie italiane nel 2020", Banca 'Italia, Note Covid-19, 19 novembre.
- Schivardi, F., Sette, E., & Tabellini, G. (2017). Credit misallocation during the European financial crisis. Bank of Italy Temi di Discussione (Working Paper) N. 1139.
- Schivardi, F., Sette, E., & Tabellini, G. (2020). Identifying the real effects of zombie lending. *The Review of Corporate Finance Studies*, 9(3), 569-592.
- Tracey, B. (2019). The real effects of zombie lending in Europe, Bank of England Working Paper.
- Visco, I. (2021) "Le norme europee sul calendar provisioning e sulla classificazione della clientela da parte delle banche", Commissione Parlamentare di inchiesta sul sistema bancario e finanziario, Audizione del Governatore della Banca d'Italia Ignazio Visco, 10 febbraio, https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-governatore/integov2021/Visco_audizione_10022021.pdf.
- Willam, D. (2015). Zombie banks and forbearance lending: causes, effects, and policy measures, mimeo.

3. COVID, VOLATILITÀ E RISCHIO DI MERCATO

Giulio Anselmi, Giovanni Petrella ♦

In questo capitolo abbiamo esaminato l'evoluzione del rischio di mercato nelle sue diverse dimensioni in relazione alla diffusione dell'epidemia di COVID-19.

I mercati finanziari hanno reagito con perdite di entità significativa all'avvio dell'emergenza pandemica a febbraio 2020. Tali perdite sono state gradualmente recuperate nei mesi successivi, sebbene persistano differenze a livello settoriale. In condizione di elevata volatilità i trader hanno preferito concentrare gli scambi nelle sedi di negoziazione caratterizzate da maggiore trasparenza.

La reazione osservata, e in particolare il recupero dei livelli ante-COVID, può essere spiegata dalle misure di politica monetaria messe in atto dalle banche centrali e dalle iniziative di stimolo promosse dai governi nazionali nonché dai programmi attivati dall'Unione Europea.

Lo scenario prospettico, nonostante le iniziative attivate sul piano istituzionale, si presenta incerto e fortemente dipendente dall'esito dei piani vaccinali, delle misure di supporto fiscale e delle azioni di politica monetaria.

In questo capitolo esaminiamo l'evoluzione del rischio di mercato – nelle sue diverse dimensioni (azionario, obbligazionario governativo e obbligazionario corporate) – in relazione alla diffusione dell'epidemia, evidenziandone la stretta connessione con le decisioni istituzionali, sia dei governi sia delle autorità monetarie.

L'organizzazione del capitolo è la seguente: dapprima ci occupiamo del rischio azionario e del rischio obbligazionario, successivamente ci soffermiamo sulla volatilità del mercato azionario, per poi concludere la trattazione con un'analisi del grado di frammentazione dei volumi negoziati tra le diverse sedi di esecuzione degli scambi (tra cui le cosiddette "dark venues") nei mercati azionari europei.

1. COVID-19, rischio azionario e rischio obbligazionario

La FIG. 1 descrive l'andamento dell'indice azionario Eurostoxx 50 e lo confronta con il numero di nuovi casi di COVID-19 nell'Eurozona: tra metà febbraio 2020 e metà marzo 2020, in corrispondenza con il primo significativo aumento dei casi di COVID-19 e contestualmente all'introduzione delle prime misure di *lockdown* per i Paesi europei, l'indice di mercato ha perso quasi il 40 per cento del proprio valore; andamenti simili sono stati riscontrati negli indici dei mercati azionari nazionali e nell'indice del mercato azionario statunitense S&P 500.

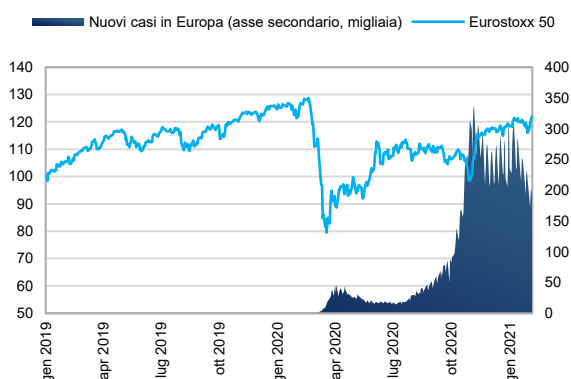
Nei mesi successivi il mercato azionario ha gradualmente recuperato gran parte del valore perso. A fine ottobre 2020, in concomitanza con un forte aumento dei casi di COVID-19, l'indice ha

♦ Università Cattolica del Sacro Cuore, Milano

subito una sensibile riduzione di valore, sebbene nettamente meno marcata rispetto a quanto accaduto durante il primo *lockdown*.

Il mercato azionario ha immediatamente incorporato (“scontato”) nelle valutazioni delle società quotate le conseguenze economiche negative associate all’epidemia quando questa ha delineato, per la prima volta, quello che sarebbe stato il contesto economico per il successivo medio periodo. La reazione osservata all’aumento del numero di casi di ottobre 2020, pur comportando un’immediata depressione delle valutazioni, è stata sensibilmente inferiore a quanto registrato a inizio anno.

FIG. 1 - Andamento dei nuovi casi di COVID-19 e dell’indice azionario Eurostoxx 50

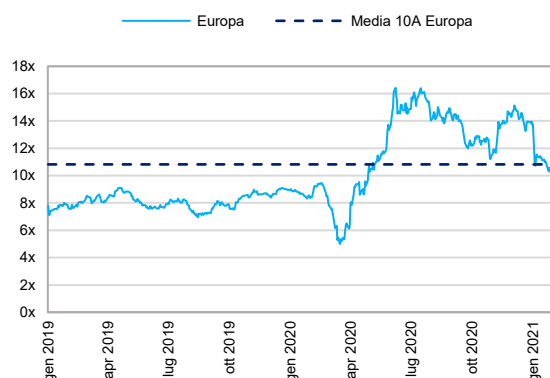


Fonte: Bloomberg, Refinitiv

La motivazione sottostante la perdita di valore del comparto azionario è rinvenibile nelle aspettative di andamento economico prospettico. La sostanziale interruzione dell’attività economica derivante dalla pandemia, seguita dalla possibilità di una lenta ripresa della piena produzione (seguendo una forma a “U” o addirittura “L”), riduce inevitabilmente l’ammontare dei flussi di cassa attesi per le società quotate, con la conseguente riduzione del relativo valore azionario.

La rapida ripresa dei corsi azionari osservata a partire da aprile 2020 ci porta a considerare il rischio di sopravvalutazione degli asset, tenuto conto del deterioramento del contesto macroeconomico. In proposito, la FIG. 2 confronta l’andamento del rapporto tra prezzo azionario e utile netto (noto anche come *price-earning ratio*, *PER*) per l’indice Eurostoxx 50 con la media registrata nel decennio precedente 2010-2019: emerge un valore del PER superiore alla media di lungo periodo per tutta la seconda metà del 2020. Tale evidenza può essere spiegata da fattori di breve e lungo periodo. In relazione ai fattori di breve periodo l’aumento dei corsi azionari trova sostegno nell’importante iniezione di liquidità da parte delle banche centrali. In relazione ai fattori di lungo periodo, la solida aspettativa di tassi d’interesse bassi per gli anni a seguire, comporta una riduzione del costo dell’*equity* (attuale e futuro) e, a parità di altre condizioni, valutazioni più elevate.

FIG. 2 - Andamento del *price-earning ratio* e confronto con la media di lungo periodo

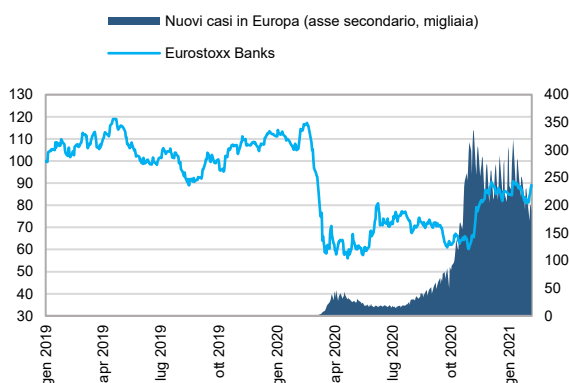


Per l’Europa è stato considerato il *price-earning ratio* medio dell’indice azionario Eurostoxx 50. Fonte: Bloomberg

Focalizzando l’attenzione sul solo settore finanziario emerge un quadro non proprio coincidente con la ripresa di valore presentata in FIG. 2. La FIG. 3 rappresenta l’andamento

dell'indice azionario Eurostoxx Banks e lo confronta – come in FIG. 1 – con il numero di nuovi casi di COVID-19 nell'Eurozona: a fine 2020 il livello dell'indice dei titoli bancari europei sconta ancora una perdita del 25% rispetto al livello ante-COVID. Nella FIG. 4 riportiamo invece l'andamento del rapporto tra prezzo azionario e patrimonio netto contabile (noto anche come *price-to-book value*, *PBV*) delle principali banche commerciali europee, distinguendo i paesi d'appartenenza. Ad esclusione della Germania, che però presenta valori ante-COVID19 sensibilmente inferiori rispetto al resto del campione a causa delle difficoltà riscontrate da una delle due banche che compongono il sotto-campione delle banche tedesche, nessuno degli altri tre paesi rappresentati nel grafico ritorna a valori di PBV simili a quelli registrati prima di febbraio 2020.

FIG. 3 - Andamento dei nuovi casi di COVID-19 e dell'indice bancario Eurostoxx Banks



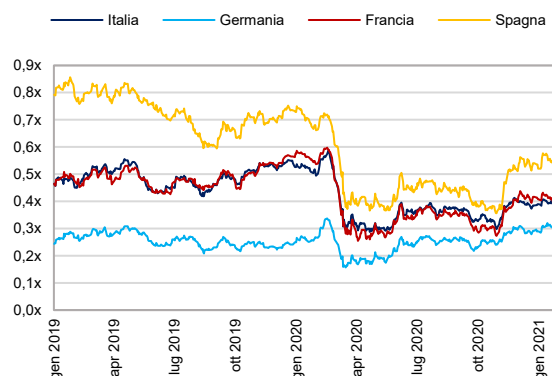
Fonte: Bloomberg, Refinitiv

Un contesto economico difficile comporta un peggioramento della qualità dei prestiti e richiede maggiori rettifiche su crediti. I maggiori accantonamenti per perdite su crediti comportano una compressione della redditività dell'industria bancaria e la conseguente riduzione dei valori azionari. L'attuale contesto macroeconomico beneficia di elevati volumi di liquidità messa a

disposizione dalla BCE nell'ambito della propria politica monetaria espansiva nonché delle iniziative di stimolo promosse dai Governi nazionali. L'aumento dei volumi di credito coincide tuttavia con una fase di progressivo deterioramento della qualità del credito.

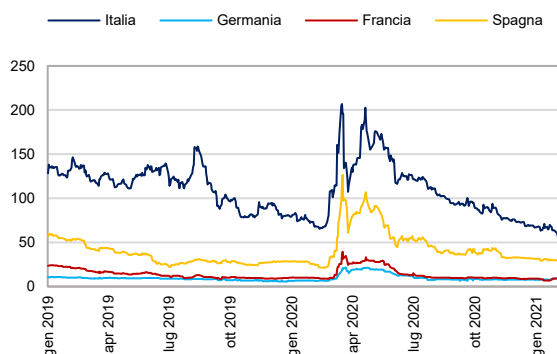
Con riferimento al mercato obbligazionario, e in particolare al rischio di default associato ai titoli governativi, la FIG. 5 descrive l'andamento dei *credit default swap* (CDS) scritti su debito emesso dai quattro principali paesi dell'Eurozona. A fronte di un rapido incremento del rischio di credito di ciascun paese in occasione del primo *lockdown*, il livello dei CDS si è poi normalizzato nei mesi successivi, raggiungendo anche valori inferiori a quelli registrati prima della pandemia. Gli incrementi più marcati del rischio di default sovrano associati all'emergenza da COVID-19 sono stati riscontrati per Italia e Spagna.

FIG. 4 - Andamento del *price-to-book ratio* per il settore bancario europeo



Rapporto *price to book value* per i titoli bancari appartenenti all'indice Eurostoxx Banks con l'esclusione di titoli bancari attivi principalmente/esclusivamente nell'*investment banking e brokerage* Fonte: Bloomberg

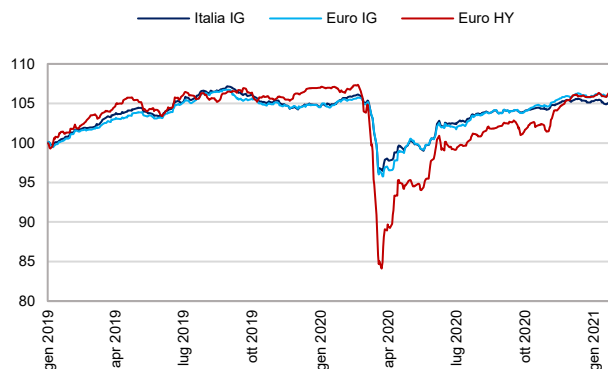
FIG. 5 - Andamento del CDS per titoli di reddito fisso emessi da Stati sovrani



Credit Default Swap a 5 anni in dollari USA per i principali Paesi dell'Eurozona. Fonte: Refinitiv

L'esame della reazione del mercato obbligazionario allo shock pandemico è completato dall'analisi dell'andamento dei principali indici del comparto *fixed income* non governativo. La FIG. 6 riporta l'andamento di indici di titoli obbligazionari *investment grade* (IG) per l'Italia e l'Europa in confronto con gli indici di titoli obbligazionari *high yield* (HY) per l'Europa. Il grafico evidenzia come i titoli a reddito fisso italiani IG abbiano subito un deprezzamento analogo a quello che ha colpito i titoli europei IG. La componente HY ha subito una importante correzione immediata, che è stata pressoché integralmente recuperata entro la fine del 2020.

FIG. 6 - Indici di titoli a reddito fisso corporate



Valore degli indici per titoli a reddito fisso per l'industria privata con base 100 pari ai valori dell'1 gennaio 2019. Per l'Italia è stato considerato l'indice *corporate investment grade* (IG) con rating BAA1/BAA2 (ticker: I02087EU Index), per l'Europa è stato considerato l'indice *corporate investment grade* con rating BAA1/BAA2 (ticker: LE5BTREU Index) e l'indice *corporate high yield* (HY) con rating BA3/BA1 (ticker: I20664 Index). Fonte: Bloomberg

2. La volatilità in prospettiva *forward looking*

L'andamento dei prezzi, sia per il comparto azionario sia per il comparto obbligazionario, consente di esaminare la reazione del mercato registrata in un certo momento storico alla manifestazione di un determinato accadimento. La volatilità osservata non è tuttavia in grado di rappresentare il rischio prospettico percepito dagli operatori. A tal fine si ricorre a un indicatore diverso, e precisamente alla volatilità implicita nelle quotazioni delle opzioni¹.

La volatilità implicita come misura di rischio di mercato si connota sia per essere una misura di natura *forward-looking* sia per derivare da transazioni finanziarie effettive, e non essere il

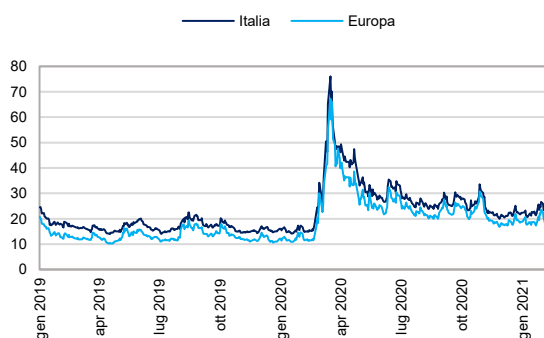
¹ La volatilità implicita rappresenta il livello di volatilità dei rendimenti dell'azione sottostante che gli operatori del mercato delle opzioni associano alla durata dell'opzione negoziata. Se ad esempio gli operatori utilizzano una volatilità annua del 20 per cento nella

formula di *pricing* di una opzione call con scadenza 12 mesi, possiamo assumere che l'aspettativa di volatilità del mercato nel prossimo anno sul titolo sottostante sarà appunto pari a 20 per cento.

risultato di una previsione o di una semplice opinione sulle prospettive di rischiosità del mercato.

La FIG. 7 riporta l'andamento della volatilità implicita per il mercato azionario italiano e per quello europeo. A fronte di un valore costante per il 2019 pari a circa 15-20 punti percentuali per entrambi gli indici, gli avvenimenti di inizio marzo 2020 hanno fatto più che triplicare il livello di volatilità. L'incertezza percepita dal mercato è stata in gran parte riassorbita entro la fine dell'anno, seppure attestandosi a un livello superiore a quello ante-COVID19.

FIG. 7 - L'andamento della volatilità implicita relativa alle opzioni su indici azionari



Volatilità implicita per opzioni put *at-the-money* con scadenza a 2 mesi. Per l'Italia è stato considerato l'indice azionario FTSE MIB, per l'Europa l'indice azionario Eurostoxx 50. Fonte: Bloomberg

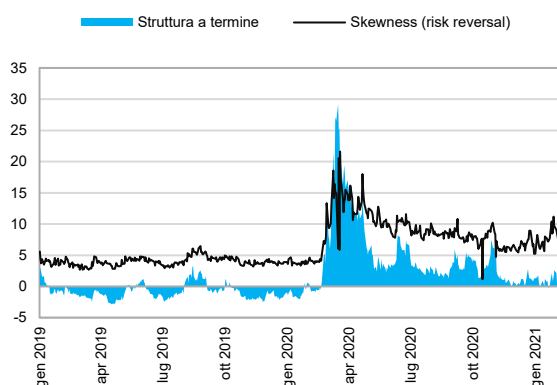
Ulteriori segnali in merito alle aspettative del mercato circa l'andamento atteso della volatilità possono essere ricavati dalla scadenza delle opzioni (struttura a termine della volatilità) e dalla differenza tra le opzioni al rialzo e quelle al ribasso (*skewness*).

La FIG. 8 presenta la differenza tra il prezzo delle opzioni che proteggono da una riduzione dei corsi del mercato azionario italiano nei successivi due mesi (opzioni put) e il prezzo delle stesse opzioni put con scadenza a dodici mesi; la differenza tra i due valori è l'inclinazione della struttura a termine della volatilità implicita. Nel corso del 2019 è possibile osservare il tradizionale comportamento della struttura a termine: le opzioni con scadenza più breve hanno un prezzo tendenzialmente inferiore o pari a quelle che offrono protezione per un periodo più lungo. Con l'accentuarsi dell'emergenza sanitaria, tuttavia, la relazione si è invertita: il 16 marzo 2020 la protezione contro i ribassi a breve termine ha raggiunto un valore pari a 1,6 volte quello riguardante un periodo di 12 mesi². Gli operatori avvertivano maggiore incertezza nel breve che nel lungo periodo.

La FIG. 8 presenta anche l'andamento della differenza tra il prezzo delle opzioni che proteggono contro una diminuzione delle quotazioni (opzioni put) e quelle che traggono profitto da un incremento delle stesse (opzioni call). Un incremento di prezzo delle opzioni put rispetto a quello delle call rappresenta una maggiore probabilità di ribasso rispetto a quella di rialzo.

² La volatilità implicita delle opzioni con scadenza a 2 mesi era pari al 76,1 per cento, quella delle opzioni con scadenza a 12 mesi era pari al 46,9 per cento.

FIG. 8 - La struttura a termine e la *skewness* della volatilità implicita relativa alle opzioni su indici azionari

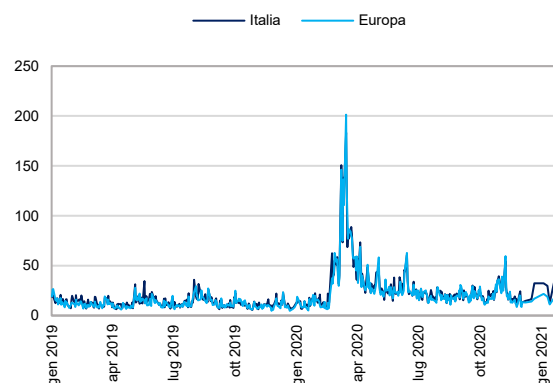


Per la struttura a termine è stata considerata la differenza tra la volatilità implicita di opzioni put *at-the-money* con scadenza 2 mesi e per opzioni put con scadenza 12 mesi. Per la *skewness* (*risk reversal*) è stata considerata la differenza tra la volatilità implicita delle opzioni put *out-of-the-money* (OTM) con delta 0,25 e scadenza 2 mesi e la volatilità implicita delle opzioni call OTM con delta 0,25 e pari scadenza. L'indice azionario considerato è il FTSE MIB. Per semplicità è stato omesso l'andamento dell'indice azionario Eurostoxx 50 che presenta risultati simili a quanto riportato. Fonte: Bloomberg

Nel 2019 la *skewness* ha manifestato il tradizionale comportamento con le opzioni put marginalmente più costose delle opzioni call. Con l'acuirsi della pandemia la probabilità di un deprezzamento delle quotazioni è sensibilmente aumentata: la *skewness* è aumentata in modo significativo, segnalando maggiore incertezza da parte degli operatori di mercato sul valore delle quotazioni nel breve termine.

La FIG. 9 riporta l'andamento della volatilità realizzata relativa agli indici azionari FTSE MIB e Eurostoxx 50 calcolata sulla base di rendimenti infra-giornalieri³. Il grafico conferma le evidenze precedenti: lo *shock* sugli indici azionari è stato tale da produrre una volatilità realizzata che, su base annua, ha raggiunto il 200 per cento nel mese di marzo 2020. Successivamente il livello dell'indice si è attestato su valori nettamente più contenuti, sebbene più elevati di quelli osservati nel 2019.

FIG. 9 - Volatilità realizzata basata sui rendimenti infra-giornalieri



Volatilità realizzata basata sui rendimenti infra-giornalieri di 10 minuti. Per l'Italia è stato considerato l'indice azionario FTSE MIB, per l'Europa l'indice azionario Eurostoxx 50. Fonte: Dukascopy

A considerazioni analoghe si perviene allorché si considera la volatilità implicita delle opzioni su titoli obbligazionari emessi da Stati sovrani. Nel mese di marzo 2020 i titoli di Stato italiani sono stati oggetto di significativi disinvestimenti. Secondo stime predisposte dalla Banca d'Italia, un

³ La seguente formula riporta il metodo di calcolo della volatilità realizzata:

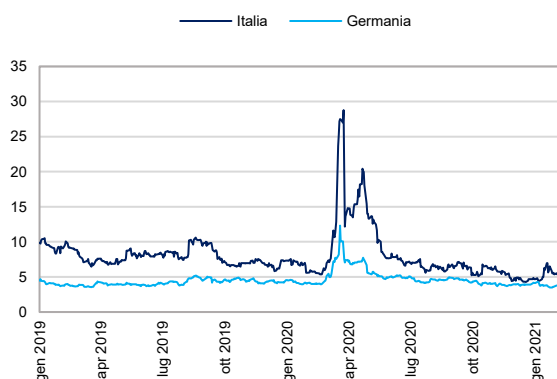
$$RV_{i,t} = \sqrt{\frac{252}{n} \sum_{j=1}^n ret_{i,j,t}^2} \quad (1)$$

dove $ret_{i,j,t}$ rappresenta il rendimento logaritmico per l'intervallo infra-giornaliero j del titolo i al giorno t .

disinvestimento da parte di *asset managers* e *hedge funds* per circa 150-170 milioni di euro genera, in condizioni di mercato normali, un rialzo dei rendimenti dei titoli di Stato di 10 punti base. In un contesto di mercato caratterizzato da elevata tensione l'effetto sui rendimenti è più che raddoppiato⁴. A fronte di tali disinvestimenti le banche attive come *market makers* svolgono una funzione di stabilizzazione del mercato, acquistando i titoli dismessi dagli investitori.

La condizione di forte tensione del mercato dei titoli di Stato è evidenziata dalla FIG. 10, dove la volatilità implicita, mediamente inferiore al 10 per cento nel 2019, raggiunge tra marzo e aprile 2020 valori superiori al doppio. L'elevato livello di volatilità osservato ha richiesto l'intervento ad aprile 2020 della BCE, con un transitorio allentamento dei requisiti di capitale al fine di incentivare un maggiore apporto di liquidità da parte delle banche attive sul mercato dei titoli di Stato⁵.

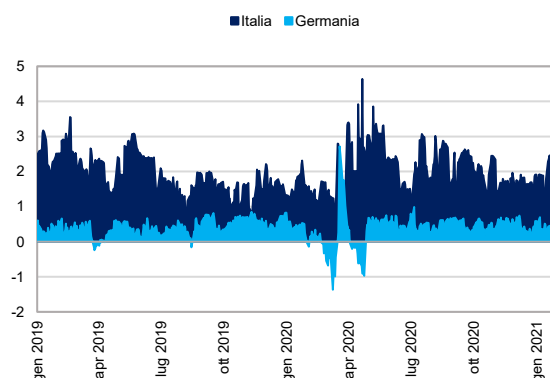
FIG. 10 - Andamento della volatilità implicita delle opzioni su titoli di Stato



Volatilità implicita per opzioni put *at-the-money* (ATM) con scadenza a 3 mesi scritte su *futures* per BTP italiani a 10 anni e Bund tedeschi a 10 anni. Fonte: Bloomberg

La FIG. 11 presenta la *skewness* delle opzioni su titoli di Stato italiani e tedeschi. E' significativo osservare che, nelle prime fasi della crisi pandemica, il prezzo delle opzioni call sui titoli di Stato tedeschi è risultato relativamente più alto rispetto a quello delle opzioni put, svolgendo una funzione di *flight-to-quality* per il mercato. Tale ruolo è stato tuttavia momentaneo in quanto, a partire da maggio 2020, anche per i Bund a 10 anni il rischio di ribasso è stato ritenuto più costoso rispetto alla possibilità di rialzo.

FIG. 11 - La *skewness* della volatilità implicita relativa alle opzioni su titoli di Stato



Skewness (risk reversal) quale differenza tra la volatilità implicita per opzioni put OTM con *moneyness* (K/S) pari a 90 per cento e scadenza 2 mesi e la volatilità implicita per opzioni call OTM con *moneyness* pari a 110 per cento e uguale scadenza. Per l'Italia il sottostante considerato è il *futures* per BTP italiani a 10 anni, per la Germania è il *futures* su Bund tedeschi a 10 anni. Fonte: Bloomberg

L'analisi grafica finora condotta ha evidenziato un contesto di mercato post-COVID-19 certamente caratterizzato da un accresciuto grado di incertezza, con una sensibile attenzione al rischio di deprezzamento degli asset. Riteniamo utile a

⁴ Banca d'Italia, *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, novembre 2020, p. 26.

⁵ BCE, *ECB banking supervision provides temporary relief for capital requirements for market risk*, comunicato stampa, 16 aprile 2020.

questo punto completare l'indagine presentando un'analisi di regressione sulle determinanti che incidono sulla volatilità implicita delle opzioni, anche al fine di comprendere se l'emergenza pandemica abbia alterato il *pricing* delle opzioni. L'analisi condotta è stata svolta eliminando l'assunzione di volatilità costante del tradizionale modello di Black-Scholes (1973)⁶ e considerando la volatilità implicita come dipendente da specifici

fattori quali il rapporto tra prezzo di esercizio e prezzo del sottostante (*moneyness*), la scadenza dell'opzione e la tipologia di opzione (call vs. put). L'equazione descrittiva dell'andamento della volatilità implicita è stata impostata in coerenza con i risultati degli studi di Dumas et al. (1998)⁷ e Christoffersen e Jacobs (2004)⁸. In dettaglio:

$$\sigma_{i,z,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta_{i,z,t} + \alpha_2 T_{i,z,t} + \alpha_3 T_{i,z,t}^2 + \alpha_4 call_{i,z,t} + \alpha_5 covid_{i,z,t} + \gamma_1 x_{i,z,t} * covid_{i,z,t} + \varepsilon_{i,z,t} \quad (2)$$

dove $\sigma_{i,z,t}$ rappresenta la volatilità implicita dell'opzione i per l'azione z al tempo t ; $\Delta_{i,z,t} = \left| \frac{\partial f_i}{\partial S_z} \right|$ indica la sensibilità del prezzo dell'opzione i al variare del prezzo dell'azione z (la variabile è espressa in valore assoluto così da rappresentare una misura di *moneyness* dell'opzione, assumendo un valore compreso tra 0,10 e 0,50 poiché sono state considerate opzioni ATM e OTM); $T_{i,z,t}$ rappresenta la scadenza dell'opzione espressa in mesi e $T_{i,z,t}^2$ "cattura" l'effetto quadratico associato alla struttura a termine della volatilità implicita; $call_{i,z,t}$ è una *dummy* con valore pari a uno se l'opzione i è una call e zero altrimenti; $covid_{i,z,t}$ è una *dummy* temporale con valore pari a uno per le osservazioni successive al 15 febbraio 2020.

Con l'obiettivo di comprendere se la volatilità implicita si modifica con l'emergenza pandemica si è incluso anche un regressore di interazione che

descrive l'effetto della variabile selezionata $x_{i,z,t}$ per il periodo successivo al 15 febbraio 2020.

Inoltre, per meglio catturare l'incertezza del mercato rispetto a possibili improvvisi ribassi delle quotazioni, le variabili $\Delta_{i,z,t}$ e $call_{i,z,t}$ sono state sostituite dalla variabile ***tail risk*** $_{i,z,t}$ pari a $1/\Delta_{i,z,t}$ se l'opzione è put e zero altrimenti. Questa variabile consente di evidenziare gli effetti sulla volatilità implicita della rischiosità percepita in relazione all'eventualità di ribassi estremi.

L'analisi considera un campione di circa 18.000 opzioni scritte su 252 azioni europee nel triennio 2018-2020, per un totale oltre 2,8 milioni di osservazioni settimanali.

La TAB. 1 riporta i risultati delle stime relative al modello presentato. La volatilità implicita cresce al diminuire della *moneyness*, con ogni punto di delta aggiuntivo⁹ che riduce la volatilità di 0,05 punti percentuali. Per quanto riguarda la scadenza, ogni mese aggiuntivo riduce la volatilità

⁶ Black F. e Scholes M. S., 1973. "The Pricing of Options and Corporate Liabilities", *Journal of Political Economy*, 81, 637-659.

⁷ Dumas B., Fleming J. e Whaley R. E., 1998. "Implied Volatility Functions: Empirical Tests", *Journal of Finance*, 53(6), 2059-2106.

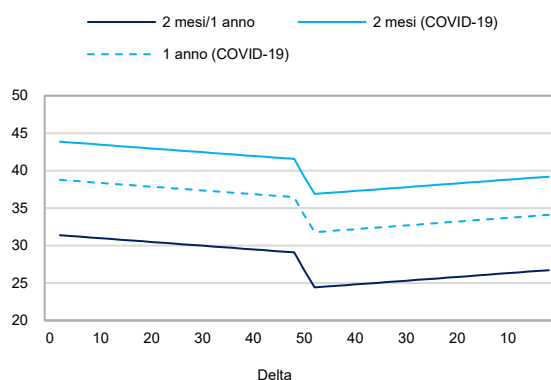
⁸ Christoffersen, P., e Jacobs, K., 2004. "The Importance of the Loss Function in Option Pricing", *Journal of Financial Economics*, 72(2), 291-318.

⁹ Il valore assoluto del delta è espresso da 0 a 100, anziché da 0 a 1.

di 0,6 punti percentuali; questo effetto – apparentemente controintuitivo – è tuttavia parzialmente compensato dall’effetto quadratico descritto dalla struttura a termine. Il costo di opzioni per beneficiare di un rialzo dei prezzi è inferiore di 4,6 punti percentuali rispetto a quello delle opzioni per coprirsi da un ribasso. Il minor costo delle opzioni call diventa pari a 6,41 punti percentuali durante l’attuale periodo di emergenza pandemica (modello S2).

Nel complesso, come evidenziato dai grafici presentati, l’emergenza sanitaria ha aumentato il costo di tutte le opzioni tra 9 e 13 punti percentuali (modelli S1-S4). L’emergenza ha inoltre prodotto un ulteriore apprezzamento delle opzioni OTM (modello S3) e ha accresciuto l’incertezza nel breve periodo, con una riduzione addizionale sul prezzo dell’opzione di 0,93 punti percentuali per ogni mese di scadenza aggiuntivo dopo il 15 febbraio 2020 (modello S4). La FIG. 12 fornisce una rappresentazione stilizzata delle differenti superfici di volatilità prima e durante la pandemia.

FIG. 12 - Superficie di volatilità



La figura descrive le differenti superfici di volatilità per opzioni a 2 mesi e per opzioni a 1 anno nel periodo precedente e durante l’emergenza sanitaria secondo la (S4) della TAB. 1. La *moneyness* delle opzioni è espressa in Delta di opzioni OTM, tranne che per il valore di volatilità implicita centrale che è stato ottenuto come media dei valori stimati per opzioni call e put ATM. Per il periodo precedente l’emergenza sanitaria la superficie

di volatilità per opzioni a 2 mesi e 1 anno assume valori sostanzialmente identici. Fonte: Bloomberg

Gli ultimi due modelli offrono un approfondimento ulteriore sulla percezione del rischio di eventi estremi da parte dei *trader*. Le opzioni put OTM risultano più costose anche prima della crisi pandemica e la variabile *tail risk* evidenzia un costo che aumenta più che proporzionalmente al ridursi del prezzo d’esercizio (modello S5). Con l’avvento dell’emergenza sanitaria l’incertezza è ulteriormente aumentata comportando un ulteriore apprezzamento delle opzioni put OTM (modello S6). Consideriamo, per esempio, una riduzione del delta di 10 punti per due opzioni put con delta pari a 20 e 50. In assenza del coefficiente d’interazione (modello S5) il prezzo di una opzione put aumenta di 4,6 punti percentuali se il delta passa da 20 a 10 punti e aumenta di 0,5 punti percentuali se il delta passa da 50 a 40 punti. In presenza del coefficiente di interazione (modello S6) l’aumento è pari a 6,4 punti percentuali nel primo caso e 0,6 punti percentuali nel secondo caso.

In sintesi, l’emergenza pandemica ha prodotto un contesto di maggiore incertezza in merito alla possibilità di variazioni significative dei prezzi degli asset finanziari, specialmente al ribasso. L’effetto è più marcato in occasione del primo *lockdown* decretato dai Governi nazionali e minore in corrispondenza del secondo *lockdown* iniziato nella fase autunnale del 2020, nonostante in questo secondo momento il numero dei contagi sia stato sensibilmente superiore a quello evidenziato a marzo 2020.

Le motivazioni della differente intensità di reazione, apparentemente scollegata dal numero di casi, sono molteplici. In questa sede ci limitiamo a elencare quelle che sono maggiormente collegabili al funzionamento del mercato finanziario.

La prima e più importante motivazione risiede nell’effetto sorpresa: il contesto di mercato di

gennaio 2020 offriva agli investitori, agli intermediari e alle autorità di vigilanza un quadro sensibilmente differente da quello che sarebbe poi emerso nei mesi successivi. La novità della pandemia ha generato una notevole incertezza sull'entità delle perdite, umane ed economiche, oltre che sulla durata e sull'efficacia delle misure implementate. La novità della pandemia ha anche modificato il terreno del dibattito economico: prima del COVID-19 gli argomenti riguardavano la durata delle politiche espansive delle banche centrali, il recupero di una condizione di normalità per il costo del credito e la necessità di ridurre il rapporto tra debito e PIL per diversi dei Paesi appartenenti all'Eurozona; da marzo 2020 il dibattito economico ha riguardato esclusivamente la limitazione della perdita di ricchezza prodotta sia nel breve che nel lungo termine dalla crisi pandemica.

In secondo luogo, sotto il profilo statistico, una motivazione dell'impatto differenziale è legata alla circostanza che i dati sui minori casi complessivi registrati a inizio pandemia risultano caratterizzati da maggiori difficoltà nella fase di raccolta, e in tal senso esprimono una maggiore gravità, essendo presumibilmente approssimati per difetto, dei numeri più elevati registrati a fine 2020.

Infine, occorre considerare la differente preparazione della società e del sistema economico a contrastare la pandemia. Laddove a marzo 2020 vi era una maggiore incertezza sulle misure da intraprendere sia sul piano sanitario sia sul piano economico per risolvere la crisi sanitaria, il contesto di fine anno sembra diradare almeno parte della nebbia che avvolgeva le corrette soluzioni. La maggiore preparazione delle istituzioni e del settore privato comporta quindi un minore aggiustamento delle aspettative a seguito del secondo *lockdown*.

3. La frammentazione degli scambi nei mercati azionari europei

Nei precedenti paragrafi abbiamo esaminato l'effetto prodotto dalla crisi pandemica sulla volatilità e sull'incertezza dei valori degli asset finanziari. In questo paragrafo consideriamo gli effetti della pandemia sul funzionamento dei mercati secondari, anche in relazione alla frammentazione degli scambi tra le sedi di esecuzione caratterizzate da diversi livelli di trasparenza.

Negli ultimi anni la negoziazione di azioni ha evidenziato una proliferazione di nuove sedi di negoziazione. Le tradizionali borse valori sono oggi in competizione con nuovi e alternativi meccanismi di negoziazione nati per rispondere alle differenti esigenze dei partecipanti al mercato. Alcuni di questi nuovi arrivati sono anch'essi organizzati come *limit order books* (LOBs) con elevati livelli di trasparenza, altri invece non offrono un simile livello di pubblicità delle quotazioni e degli ordini eseguiti (*dark pools*, internalizzatori sistematici e trading *over-the-counter*). Una rilevante conseguenza della riorganizzazione del sistema dei mercati secondari è la frammentazione degli scambi su diverse sedi di esecuzione, alcune delle quali sono caratterizzate da elevati livelli di trasparenza (cosiddette "lit") a differenza di altre (cosiddette "dark").

La frammentazione degli scambi ha tradizionalmente suscitato l'interesse da parte di studiosi, autorità di regolamentazione e partecipanti al mercato. Numerose ricerche si sono concentrate sui benefici e sui costi derivanti da un mercato più frammentato. Anche per via dell'incremento di trading effettuato su piattaforme dark il dibattito più recente si è concentrato sulla relazione tra negoziazione lit e

dark. In proposito, Nimalendran e Ray (2014)¹⁰ evidenziano che il dark *trading* è associato a un maggiore impatto sul prezzo delle negoziazioni nelle piattaforme lit, mentre Hatheway et al.(2017)¹¹ mostrano che le *dark pools* producono un effetto negativo sulla qualità del mercato.

L'epidemia di COVID-19 offre una opportunità unica per studiare la frammentazione degli scambi e il dark *trading* in un contesto di forte stress dei mercati finanziari. Ciò può anche aiutare a comprendere come si modificano le strategie di *trading* e di indirizzamento degli ordini in condizioni di tensione sui mercati. Vista l'elevata volatilità i partecipanti al mercato possono, ad esempio, ritenere preferibile concentrare gli ordini in un numero ridotto di (più liquide) sedi di negoziazione oppure anche rinunciare ai benefici offerti da piattaforme dark in termini di minore impatto sul prezzo, reindirizzando gli ordini verso piattaforme più trasparenti (*flight-to-transparency*).

L'analisi riguarda 450 azioni negoziate in 14 mercati azionari europei¹² per un totale di oltre 21.700 osservazioni settimanali da metà 2019 a metà 2020¹³.

Abbiamo misurato la frammentazione del mercato ($FI_{i,t}$) come segue:

$$FI_{i,t} = \frac{1}{\sum_{j=1}^N v_{j,i,t}^2} \quad (3)$$

dove $FI_{i,t}$ è l'indice di frammentazione per l'azione i al tempo t e $v_{j,i,t}^2$ rappresenta il quadrato della percentuale di volume scambiato nella sede di negoziazione j per l'azione i al tempo t .

L'indice di frammentazione è stato calcolato come il rapporto inverso dell'indice Herfindhal-Hirschman anche utilizzato da Gresse (2017)¹⁴. Oltre all'indice di frammentazione abbiamo altresì considerato la quota di transazioni che avviene su piattaforme lit, $lit_{i,t}$, e la quota di transazioni che avviene su piattaforme dark, $dark_{i,t}$.

La FIG. 13 rappresenta l'indice di frammentazione medio per il periodo considerato: il grafico mostra una improvvisa riduzione della frammentazione delle negoziazioni proprio tra febbraio e marzo 2020, quando l'indicatore si riduce da 6,90 (14 febbraio 2020) a 6,03 (13 marzo 2020), per poi recuperare parte della frammentazione persa nelle due settimane successive, raggiungendo il valore di 6,30 (27 marzo 2020).

¹⁰ Nimalendran M. e Ray S., 2014. "Informational Linkages between Dark and Lit Trading Venues", *Journal of Financial Markets*, 17, 230-261.

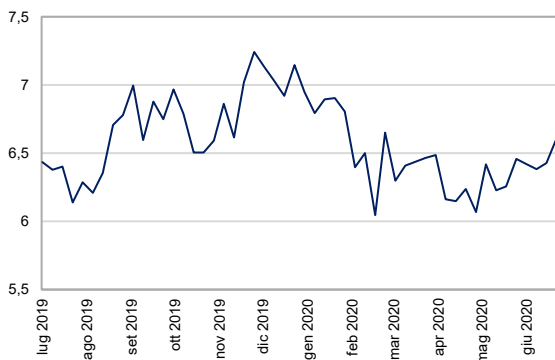
¹¹ Hatheway F., Kwan A. e Zheng H., 2017. "An Empirical Analysis of Market Segmentation on US Equity Markets", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 52(6), 2399-2427.

¹² Sono stati collezionati i dati per azioni provenienti dai seguenti listini azionari: AEX, BEL 20, CAC 30, DAX, FTSE 100, FTSEMIB, IBEX, ISEQ, OMX 20, OMXH 25, OMXS 30, OSLO OBX, PSI 20, SMI.

¹³ L'analisi di concentra sul primo periodo di stress sui mercati finanziari, dal 15 febbraio 2020 al 15 marzo 2020 poiché, come mostrato in precedenza, questo rappresenta il momento di massima incertezza da parte degli operatori finanziari rispetto agli effetti prodotti dall'epidemia.

¹⁴ Gresse C., 2017. "Effects of Lit and Dark Market Fragmentation on Liquidity", *Journal of Financial Markets*, 35, 1-20.

FIG. 13 - La frammentazione degli scambi delle azioni europee



Indice di frammentazione medio per i listini azionari considerati. Fonte: elaborazioni su dati Fidessa

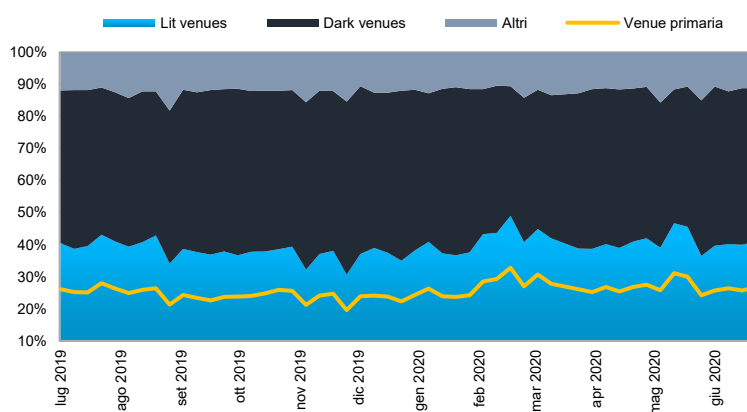
La FIG. 14 illustra la composizione del volume di trading ripartito nelle differenti tipologie di sedi di negoziazione. Le sedi più trasparenti processano poco meno del 40 per cento degli scambi complessivi, con la sede principale che intercetta più del 20 per cento delle transazioni. Tra febbraio e marzo 2020 la quota attribuita alle sedi lit è cresciuta di circa 10 punti percentuali a discapito

della quota scambiata nelle sedi meno trasparenti. Inoltre, gran parte della crescita è confluita nella principale piattaforma di negoziazione che a fine marzo 2020 è arrivata a pesare per circa il 30 per cento del totale dei volumi negoziati.

L'evidenza grafica sembra suggerire che il forte momento di stress per i mercati finanziari abbia spinto i *trader* a reindirizzare gli ordini verso sedi di esecuzione più trasparenti, anche consolidando la quota di scambi effettuata sulla principale piattaforma di scambio, evidenziando che in condizione di elevata volatilità i *trader* preferiscono maggiore liquidità e trasparenza.

La relazione tra volatilità e strategie di *order routing* merita quindi esame più approfondito, a livello di singole azioni anziché di indice di mercato. L'Equazione (4) rappresenta il modello econometrico applicato alle tre variabili oggetto di indagine precedentemente menzionate utilizzando il campione di 450 azioni europee.

FIG. 14 - Il trading di azioni europee ripartito per tipologia di sede di negoziazione



Volume di scambi organizzato per tipologia di sede di negoziazione. Lit venues è la percentuale di scambi operata su sedi di negoziazione con LOB pubblicamente accessibile, Dark venues è la percentuale di scambi operata su sedi non trasparenti quali dark pools, internalizzatori sistematici e scambi OTC, Altri rappresenta la percentuale di scambi operata su meccanismi di negoziazione diversi quale ad esempio le aste. Venue primaria è la sede dove avviene il maggiore numero di scambi per l'azione di riferimento, la venue primaria è sempre lit e la sua quota è anche parte della serie Lit venues. Le serie riportate rappresentano il valore medio per i listini azionari considerati. Fonte: elaborazioni su dati Fidessa.

$$y_{i,t} = \alpha_{0,i} + \alpha_1 rv_{i,t} + \alpha_2 covid_{i,t} + \alpha_3 covid_{i,t} * rv_{i,t} + \alpha_4 mktcap_{i,t} + \alpha_5 spread_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

dove $rv_{i,t}$ rappresenta la volatilità realizzata per il titolo i al tempo t , $covid_{i,t}$, a differenza del modello proposto nel paragrafo 2, assume un valore pari a 1 per le osservazioni temporalmente collocate tra metà febbraio e metà marzo 2020 e zero altrimenti, mentre $mktcap_{i,t}$ e $spread_{i,t}$ rappresentano le primarie variabili di controllo e descrivono, rispettivamente, il logaritmo naturale della capitalizzazione di mercato in euro e il *bid-ask spread* percentuale del titolo.

La TAB. 2 riporta i risultati delle stime del modello descritto dall'Equazione (4). La relazione tra volatilità e frammentazione degli scambi appare non significativa o debolmente positiva in assenza di stress sui mercati finanziari. Nel periodo di maggiore tensione a causa dell'emergenza da COVID-19 la relazione diventa invece fortemente negativa (modello S2). Nel complesso la frammentazione degli scambi si riduce tra febbraio e marzo 2020 e la riduzione è più importante per quelle azioni che presentano un maggior livello di volatilità dei rendimenti. In relazione alla quota di trading eseguito su piattaforme lit questa risulta maggiore durante il periodo di massima emergenza del COVID-19, non emergono tuttavia relazioni con la volatilità nemmeno in periodi di forte stress (modello S4). Un risultato speculare emerge per la quota di negoziazioni eseguita su piattaforme dark, che processano meno transazioni nel periodo d'interesse e in relazione alle quali non emerge alcuna relazione con la volatilità dei prezzi (modello S6).

L'analisi è stata condotta anche organizzando il campione in quartili di capitalizzazione e in quartili di frammentazione. Questo approfondimento ha evidenziato effetti differenti a seconda della capitalizzazione del titolo e della frammentazione

degli scambi, con le azioni più capitalizzate e frammentate che risultano maggiormente interessate dall'incertezza prodotta dalla pandemia.

I risultati sono illustrati in TAB. 3. In particolare, i titoli a maggiore capitalizzazione subiscono una più severa riduzione della frammentazione in relazione ai maggiori valori di volatilità osservati tra febbraio e marzo 2020 (modello S7). Risultato analogo si ottiene quando consideriamo il quarto quartile per indice di frammentazione (modello S8): con riferimento alla quota di negoziazioni eseguita su piattaforme lit e dark risultano maggiormente colpiti i titoli che, prima dell'emergenza sanitaria, presentavano un elevato grado di frammentazione e che durante l'emergenza sanitaria hanno riscontrato una volatilità maggiore rispetto al resto del mercato (modelli S10 e S12).

4. Conclusioni

In questo capitolo abbiamo esaminato l'evoluzione del rischio di mercato in relazione alla diffusione dell'epidemia di COVID-19.

Il mercato azionario ha reagito con una perdita significativa, nell'ordine del 40 per cento, all'avvio dell'emergenza pandemica a febbraio 2020. Tale perdita è stata gradualmente recuperata nei mesi successivi. Il recupero è stato solo transitoriamente interrotto a fine ottobre 2020, in concomitanza con un forte aumento dei contagi. Le metriche di valore fondamentale evidenziano comportamenti differenziati per settore: il *price-earning ratio* del mercato azionario europeo generale si colloca attualmente a livelli superiori a quelli osservati ante-COVID, mentre il *price-to-book value* delle principali banche commerciali

europee si colloca a livelli inferiori a quelli osservati ante-COVID.

Il mercato obbligazionario, sia nel comparto governativo sia nel comparto corporate, ha evidenziato un andamento analogo: la correzione osservata all'avvio dell'emergenza è stata progressivamente riassorbita entro la fine del 2020.

L'analisi svolta sulla volatilità in prospettiva *forward looking* ha evidenziato, come peraltro atteso, un contesto di mercato post-COVID caratterizzato da un accresciuto grado di incertezza, con una sensibile attenzione al rischio di deprezzamento degli asset.

La condizione di forte stress sui mercati ha spinto i *trader* a indirizzare gli ordini di negoziazione verso le sedi di esecuzione più trasparenti, riducendo la frammentazione e accrescendo la quota di volumi negoziati nel mercato principale. Tale comportamento ha evidenziato che in condizione di elevata volatilità i *trader* preferiscono maggiore liquidità e trasparenza.

La reazione osservata sui mercati, e in particolare il recupero dei livelli ante-COVID, può essere

spiegata dalle misure di politica monetaria messe in atto dalle banche centrali (che verranno analizzate nei prossimi due capitoli) e dalle iniziative di stimolo promosse dai governi nazionali nonché dai programmi attivati dall'Unione Europea.

Le condizioni dei mercati sono ulteriormente migliorate con l'eliminazione dell'incertezza sull'esito delle elezioni statunitensi e con la progressiva diffusione dei vaccini in alcune zone del mondo. Ciononostante, non può essere trascurato il rischio di una correzione delle quotazioni, presente ogniqualvolta si assiste a una divaricazione tra le valutazioni dei mercati finanziari e l'andamento dei fondamentali economici (*decoupling risk*).

Lo scenario prospettico, nonostante le iniziative attivate sul piano istituzionale, si presenta dunque incerto e fortemente dipendente dall'esito dei piani vaccinali, delle misure di supporto fiscale e delle azioni di politica monetaria.

TAB. 1 - I fattori determinanti dell'andamento della volatilità implicita

La Tabella descrive la funzione deterministica della volatilità implicita presentata in Equazione (2). Il campione è composto da oltre 18.000 opzioni scritte su 252 azioni appartenenti ai principali listini europei con l'esclusione di Gran Bretagna e Svezia. Per tutte le specificazioni presentate (S1)-(S6) la variabile dipendente è $\sigma_{i,z,t}$, corrispondente alla volatilità implicita applicata dai *traders* per il *pricing* di opzioni americane su azioni. La *moneyness* è rappresentata dal valore assoluto del delta dell'opzione, la scadenza è espressa in mesi e l'inclinazione della struttura a termine è rappresentata dalla scadenza al quadrato, *call* è una variabile *dummy* con valore pari a 1 se l'opzione è una call e zero altrimenti, *covid* è una variabile *dummy* con valore pari a 1 per osservazioni successive al 15 febbraio 2020 e zero altrimenti e *tail risk* è l'inversa del delta per le sole opzioni put e pari a zero altrimenti. Sono stati anche considerate specificazioni alternative dove sono state escluse le osservazioni relative al periodo di maggiore incertezza tra il 15 febbraio 2020 e il 15 marzo 2020 e dove la variabile *covid* rappresenta un valore pari a 1 per osservazioni successive al 15 marzo 2020 e zero altrimenti, i risultati, non mostrati nella presente Tabella, sono speculari a quanto presentato. Gli errori standard sono clusterizzati per azione. Fonte: Refinitiv.

	(S1)	(S2)	(S3)	(S4)	(S5)	(S6)
<i>Moneyness</i> (Δ)	-.05*** (-18.67)	-.05*** (-18.63)	-.04*** (-14.69)	-.05*** (-18.65)		
Scadenza (<i>T</i>)	-.60*** (-18.62)	-.60*** (-18.62)	-.60*** (-18.62)	-.44*** (-13.83)	-.60*** (-18.62)	-.60*** (-18.62)
Struttura a termine (T^2)	.03*** (16.78)	.03*** (16.78)	.03*** (16.78)	.03*** (16.75)	.03*** (16.78)	.03*** (16.78)
<i>call</i>	-4.66*** (-34.54)	-3.80*** (-27.14)	-4.66*** (-34.54)	-4.67*** (-34.54)		
<i>covid</i>	10.55*** (22.48)	11.97*** (25.38)	11.22*** (23.02)	13.26*** (24.94)	10.55*** (22.48)	9.47*** (20.1)
<i>call * covid</i>		-2.61*** (-17.99)				
$\Delta * covid$			-.02*** (-9.01)			
<i>T * covid</i>				-.49*** (-24.37)		
<i>tail risk</i>					92.94*** (42.51)	76.05*** (32.49)
<i>tail risk * covid</i>						51.42*** (22.73)
Costante	33.33*** (48.11)	32.86*** (47.4)	33.11*** (47.31)	32.44*** (46.62)	27.27*** (44.66)	27.62*** (45.32)
N. di osservazioni	2,857,050	2,857,050	2,857,050	2,857,050	2,857,050	2,857,050
R ² (overall)	17%	17%	17%	17%	18%	18%

*** p<.01, ** p<.05, * p<.1

TAB. 2 - Le strategie di order routing in presenza di stress dei mercati

La Tabella rappresenta il modello descritto in Equazione (4) applicato su un campione di 450 azioni europee per 21.783 osservazioni settimanali. L'indicatore di frammentazione, $FI_{i,t}$ è calcolato come illustrato nell'Equazione (3) e assume valori più alti quando gli scambi sono distribuiti tra più sedi. $lit_{i,t}$ rappresenta la quota di scambi operata in sedi trasparenti basate su LOB, $dark_{i,t}$ rappresenta la quota di scambi operata in sedi non trasparenti quali *dark pools*, internalizzatori sistematici e piattaforme OTC. Tutte le specificazioni applicano effetti fissi per indice, anno e mese. Gli errori standard sono clusterizzati per azione. Fonte: Refinitiv, Fidessa.

	(S1)	(S2)	(S3)	(S4)	(S5)	(S6)
	FI	FI	lit	lit	$dark$	$dark$
<i>rv</i>	0.15 (1.58)	0.22* (1.78)	0.01 (1.09)	0.01 (0.91)	-0.02** (-2.09)	-0.02** (-1.98)
<i>covid</i>		-0.24*** (-6.11)		0.03*** (12.66)		-0.02*** (-6.76)
<i>covid * rv</i>		-0.58** (-2.27)		0.02 (1.19)		-0.03 (-1.33)
<i>mktcap</i>	0.61*** (10.34)	0.62*** (10.48)	-0.04*** (-9.95)	-0.04*** (-10.20)	0.02*** (6.74)	0.02*** (6.78)
<i>spread</i>	7.98* (1.72)	6.34 (1.42)	0.23 (0.51)	0.40 (0.97)	-0.44 (-0.91)	-0.54 (-1.18)
Costante	1.31** (2.10)	1.24** (2.00)	0.81*** (16.36)	0.82*** (16.570)	0.29*** (7.92)	0.29*** (7.95)
N. Osservazioni	21,783	21,783	21,783	21,783	21,783	21,783
R ² (overall)	48%	48%	41%	41%	45%	45%

*** p<.01, ** p<.05, * p<.1

TAB. 3 - Le strategie di order routing dei titoli più liquidi in presenza di stress dei mercati

La Tabella rappresenta il modello descritto in Equazione (4) applicato su due sotto-campioni di 112 azioni europee con maggiore capitalizzazione (compresa tra 18 e 311 miliardi di euro) e con un maggiore indice di frammentazione (compreso tra 7,6 e 14), entrambi composti da 5.425 osservazioni settimanali. L'indicatore di frammentazione, $FI_{i,t}$ è calcolato come illustrato nell'Equazione (3) e assume valori più alti quando gli scambi sono distribuiti tra più sedi. $lit_{i,t}$ rappresenta la quota di scambi operata in sedi trasparenti basate su LOB, $dark_{i,t}$ rappresenta la quota di scambi operata in sedi non trasparenti quali *dark pools*, internalizzatori sistematici e piattaforme OTC. Tutte le specificazioni applicano effetti fissi per indice, anno e mese. Gli errori standard sono clusterizzati per azione. Fonte: Refinitiv, Fidessa.

	(S7)	(S8)	(S9)	(S10)	(S11)	(S12)
	<i>FI</i>	<i>FI</i>	<i>lit</i>	<i>lit</i>	<i>dark</i>	<i>dark</i>
<i>rv</i>	0.40 (0.46)	0.93*** (4.57)	0.08 (1.57)	0.02 (1.04)	-0.07 (-1.15)	-0.01 (-0.73)
<i>covid</i>	-0.33*** (-4.00)	-0.28*** (-5.73)	0.05*** (9.18)	0.02*** (5.87)	-0.03*** (-5.75)	-0.008* (-1.649)
<i>covid * rv</i>	-1.93*** (-2.72)	-1.82*** (-4.72)	0.05 (0.99)	0.11*** (3.51)	-0.06 (-1.07)	-0.12*** (-3.73)
<i>mktcap</i>	0.32* (1.93)	0.08*** (3.39)	-0.04*** (-4.08)	0.00 (0.12)	0.02*** (2.63)	-0.01** (-2.19)
<i>spread</i>	17.88 (0.93)	-15.06 (-0.72)	-0.44 (-0.37)	-0.58 (-0.58)	0.57 (0.579)	-0.34 (-0.38)
Costante	4.26** (2.41)	8.31*** (36.46)	0.85*** (6.40)	0.34*** (7.36)	0.30*** (3.278)	0.62*** (19.30)
4° quartile per	<i>mktcap</i>	<i>FI</i>	<i>mktcap</i>	<i>FI</i>	<i>mktcap</i>	<i>FI</i>
N. Osservazioni	5,425	5,425	5,425	5,425	5,425	5,425
R ² (overall)	53%	13%	26%	21%	35%	21%

*** p<.01, ** p<.05, * p<.1

4. LIQUIDITA' BANCARIA, FINANZIAMENTI DI BANCA CENTRALE E TASSI NEGATIVI

Angelo Baglioni♦

Le misure non convenzionali di politica monetaria, introdotte dalla Bce nel marzo del 2020 e rafforzate in dicembre, hanno determinato un significativo aumento del grado di espansione monetaria. Per il sistema bancario della zona euro, esse hanno prodotto un balzo di circa 1000 miliardi delle riserve in eccesso depositate presso l'Eurosistema. Sotto il profilo della disponibilità di risorse liquide e di attività stanziabili come collaterale presso l'Eurosistema, le condizioni di liquidità del sistema bancario italiano sono più che soddisfacenti: i rischi di rifinanziamento e di liquidità sono limitati. Tuttavia, qualche preoccupazione emerge per la crescente dipendenza dalla banca centrale come fonte di finanziamento. Si prevede che la politica dei tassi di interesse negativi proseguirà ancora a lungo: questa, unitamente all'eccesso strutturale di liquidità, mantiene i tassi di interesse di mercato su livelli estremamente bassi, se non negativi. Ciò può avere effetti collaterali indesiderati, a cominciare dalla compressione della redditività degli intermediari finanziari: in primo luogo, banche e compagnie di assicurazione.

La seconda ondata della pandemia, con le relative restrizioni all'attività economica e le implicazioni negative per le prospettive della zona euro, hanno indotto la Bce a rafforzare, nel dicembre scorso, le misure di politica monetaria non convenzionale già adottate nella fase iniziale (marzo 2020) della crisi legata al Covid-19: dal nuovo programma di acquisti di attività finanziarie (*Pandemic Emergency Purchase Programme - PEPP*) ai programmi di prestiti mirati a più lungo termine al sistema bancario: *Targeted-Longer Term Refinancing Operations* (T-LTRO III) e *Pandemic Emergency Longer Term Refinancing Operations* (PELTROs). Allo stesso tempo, la *forward guidance* del Consiglio direttivo lascia prevedere che la politica dei tassi di interesse non subirà variazioni nel prossimo futuro, rimanendo così su livelli estremamente bassi se non negativi. Queste misure contribuiscono a rafforzare la *stance* già

molto espansiva della politica monetaria e ad assicurarne la trasmissione in tutta l'area euro.

Questo capitolo analizza la situazione di liquidità del sistema bancario italiano, alla luce delle operazioni di prestito a lungo termine attuate dall'Eurosistema e delle misure adottate dalla Bce in relazione al *collateral framework*. Verranno prese in considerazione anche le conseguenze della perdurante politica di tassi di interesse negativi (*Negative Interest Rate Policy - NIRP*). Le altre misure di politica monetaria, quali il *PEPP*, introdotte nel corso del 2020 in reazione alle diverse fasi della crisi pandemica, verranno analizzate nel prossimo capitolo.

♦ Università Cattolica del Sacro Cuore

1. Le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine

Il 10 dicembre 2020 il Consiglio direttivo della Bce ha adottato una serie di misure volte a rafforzare il grado di espansione monetaria nella zona euro, a fronte della seconda ondata della pandemia e dell'impatto delle conseguenti misure di restrizione delle attività economiche. Fanno parte di tali misure alcune importanti novità relative alla terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a lungo termine (*Targeted-Longer Term Refinancing Operations* – T-LTRO III), introdotte per rendere queste operazioni più convenienti per il sistema bancario, sotto il profilo del tasso di interesse applicato, aumentando l'incentivo delle banche a farvi ricorso e ad incrementare l'offerta di prestiti alle imprese e alle famiglie. In particolare, il Consiglio ha deciso di estendere di 12 mesi, fino a giugno 2022, il periodo nel quale si applicheranno condizioni più favorevoli rispetto a quelle standard per questo tipo di operazioni. Sono previste tre operazioni aggiuntive, che saranno condotte fra il giugno e il dicembre di quest'anno. Inoltre, il Consiglio ha deciso di incrementare l'ammontare totale che le controparti potranno ottenere in prestito, nelle T-LTRO-III, dal 50% al 55% del rispettivo stock di prestiti idonei. Al fine di incentivare le banche a sostenere il livello di credito bancario, le condizioni ricalibrate delle T-LTRO-III sono offerte solo alle banche che raggiungono un nuovo obiettivo in termini di volume dei prestiti erogati. La durata delle misure di allentamento dei criteri di idoneità applicabili alle garanzie, adottate nell'aprile scorso, è stata estesa fino a giugno 2022, al fine di assicurare un pieno utilizzo delle operazioni di erogazione di liquidità dell'Eurosistema, in particolare delle T-LTRO III ricalibrate. Infine, il Consiglio ha deciso di offrire quattro ulteriori operazioni di rifinanziamento a più lungo termine per l'emergenza pandemica

(*Pandemic Emergency Longer Term Refinancing Operations* - PELTROs) nel corso del 2021.

Avevamo già trattato delle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine nell'ultimo numero di *Osservatorio monetario* (n.2/2020, Capitolo 4). Alla luce di quanto deciso dalla Bce nel dicembre scorso, possiamo ora aggiornare le informazioni contenute in quell'analisi. Il programma T-LTRO III prevede operazioni di prestito con durata triennale, effettuate ogni trimestre a partire dal settembre del 2019. Il meccanismo di base, con cui funzionano queste operazioni, è il seguente. Per ogni banca, viene stabilito un *benchmark*. Per le banche che abbiano registrato un aumento degli *eligible loans* (prestiti alle imprese e alle famiglie, esclusi i mutui immobiliari) nel periodo di riferimento, il *benchmark* è costante. Per le banche che abbiano registrato una riduzione degli *eligible loans* nel periodo di riferimento, il *benchmark* si riduce allo stesso ritmo. Il *benchmark* serve per determinare il tasso d'interesse da applicare ai finanziamenti della banca centrale. Il tasso applicato a ciascuna operazione è fissato ad un livello pari al tasso sulle MRO, fatta eccezione per il periodo compreso tra il giugno 2020 e il giugno 2022 (*special interest rate period*) in cui si applica un tasso di interesse inferiore di 50 p.b.: quindi rispettivamente zero e -0,50%. Tuttavia, al fine di fornire un incentivo alle banche ad espandere il volume di prestiti alla clientela, è previsto un meccanismo premiale per le banche i cui prestiti idonei siano superiori al *benchmark*: in questo caso, il tasso d'interesse applicato è pari a quello sulla *deposit facility*, con l'eccezione dello *special interest rate period* in cui il tasso è inferiore di 50 p.b.: quindi rispettivamente -0,50% e -1%.

La quantità lorda di prestiti ottenibili complessivamente tramite le TLTRO III è pari al 55% dei prestiti alla clientela in essere alla fine di febbraio 2019. Da tale quantità occorre sottrarre

l'importo dei finanziamenti ancora in essere, derivanti dalle precedenti operazioni T-LTRO II, per ottenere la somma netta di nuova liquidità effettivamente disponibile. Ai prestiti erogati nel 2021 si applica l'opzione di estinzione anticipata, esercitabile a partire dal giugno 2022, cioè allo scadere dello *special interest rate period*. Questa opzione lascia che il grado di espansione creditizia, esercitato tramite queste operazioni, possa variare nel tempo in funzione del comportamento delle banche. In passato, questo aspetto si rivelò critico: in particolare, lo fu per le operazioni LTRO del 2011-2012, quando creò le premesse per il *deleveraging* avvenuto nei due anni successivi, che si tradusse in una restrizione monetaria non voluta. Nel contesto attuale, questa caratteristica può essere meno problematica, dato che la banca centrale mantiene comunque un controllo sulla dimensione del suo bilancio tramite le operazioni di acquisto di titoli: APP e PEPP.

La Bce ha messo in campo altre operazioni di prestito a più lungo termine, in aggiunta alle T-LTROs: le PELTROs, introdotte nell'aprile del 2020. Questi prestiti, effettuati ogni mese tra il maggio e il dicembre 2020 e ogni trimestre nel 2021, con scadenze comprese tra gli 8 e i 16 mesi, hanno un tasso d'interesse fissato a 25 p.b. al di sotto del tasso sulle MRO, quindi al -0,25%. Essi prevedono una piena aggiudicazione (*full allotment*). Le PELTROs sono perciò meno convenienti delle T-LTROs per il tasso d'interesse applicato, ma offrono una liquidità potenzialmente illimitata: è chiara quindi la loro funzione di *backstop*.

Nel complesso, le misure qui descritte, insieme ai programmi di acquisto di titoli descritte nel prossimo capitolo, hanno determinato un significativo aumento del grado di espansione monetaria nell'area euro. Dal lato dell'attivo della banca centrale, esso è ben visibile nella

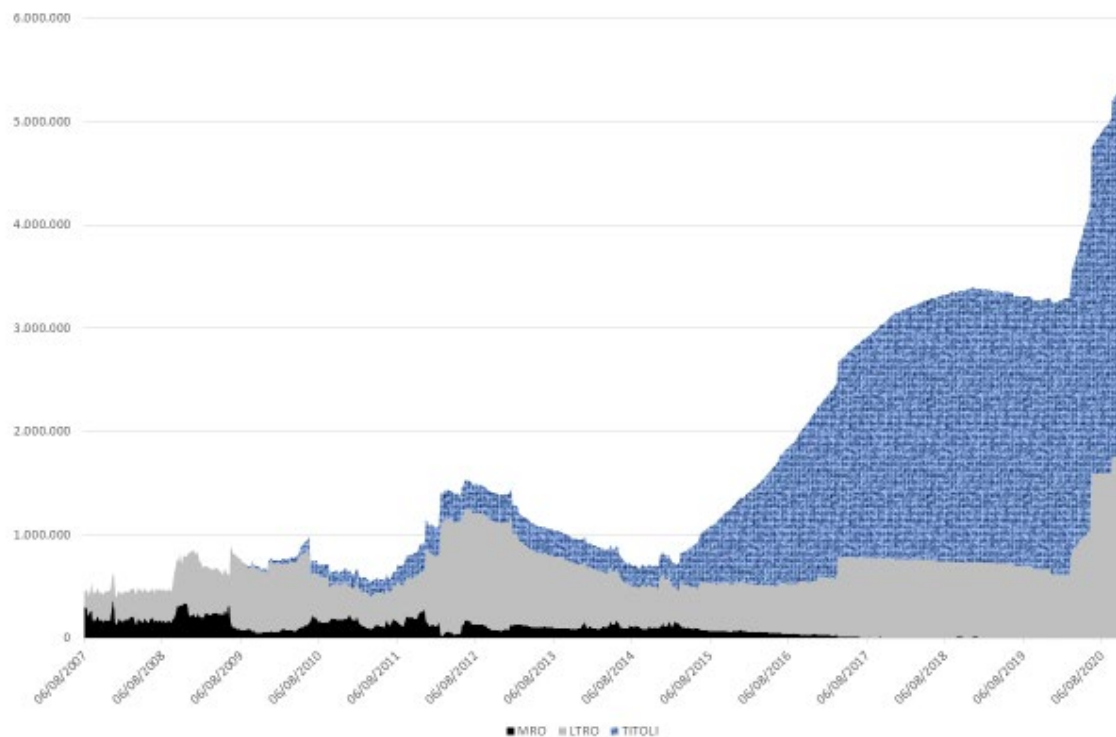
espansione del portafoglio-titoli e dello stock di prestiti a lungo termine al sistema bancario, avvenuti nel 2020: si veda la FIG. 1. Dal lato del passivo, queste misure di espansione quantitativa (*quantitative easing* - QE) si sono riflesse in un balzo di circa 1000 miliardi delle riserve in eccesso depositate dalle banche della zona euro presso l'Eurosistema: si veda la FIG. 2.

2. La revisione del collateral framework

Nel corso del 2020, la Bce ha modificato in senso espansivo le regole applicate alle attività depositate dalle banche presso l'Eurosistema, utilizzabili come garanzia nelle operazioni di politica monetaria. Questa revisione del *collateral framework* ha lo scopo di contribuire al rafforzamento del profilo di liquidità del sistema bancario, in una situazione di tensione come quella creata a causa della pandemia. In sintesi, le modifiche apportate implicano un incremento del valore delle attività stanziabili come garanzia nelle operazioni di rifinanziamento. La misura di maggiore impatto, stimabile in circa 40 miliardi di aumento di valore delle garanzie depositate dalle banche italiane,¹ consiste nella riduzione del 20% degli scarti di garanzia (*haircuts*) applicati a tutte le attività idonee:

¹ Si veda il *Rapporto sulla stabilità finanziaria* della Banca d'Italia, n.2/2020.

FIG. 1 – Le misure di espansione monetaria
(milioni di euro, consistenze - dati settimanali 6/8/2007 – 30/11/2020)



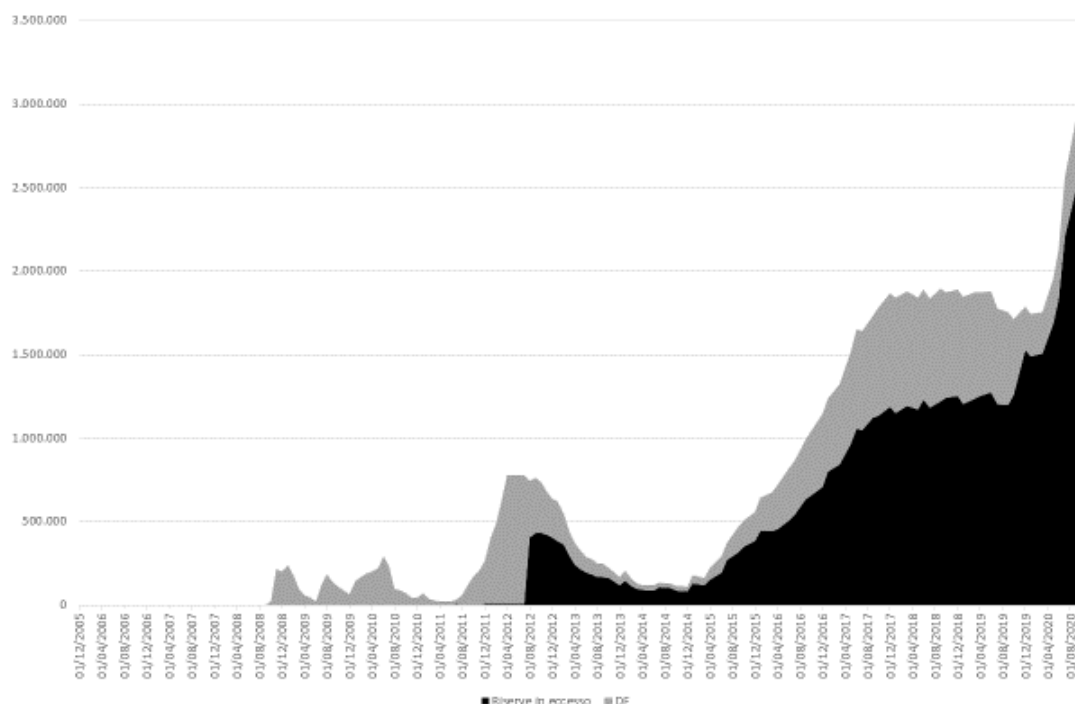
MRO: Base monetaria immessa tramite *Main refinancing operations*

LTRO: Base monetaria immessa tramite *Longer-term refinancing operations* (include T-LTRO)

TITOLI: Acquisti cumulati di obbligazioni (*Securities held for monetary policy purposes*)

Fonte: nostre elaborazioni su dati Bce (*Statistical Data Warehouse*)

FIG. 2 – La liquidità in eccesso nella zona euro
(milioni di euro, consistenze – dati mensili 12/2005 – 11/2020)



Riserve in eccesso: saldi detenuti dal sistema bancario dell'area euro sui conti correnti presso l'Eurosistema, in eccesso rispetto all'obbligo di riserva

DF: saldi detenuti dal sistema bancario dell'area euro sulla *Deposit facility*

Fonte dei dati: nostre elaborazioni su dati Bce (*Statistical Data Warehouse*)

titoli e prestiti. Sono state ridotte anche le soglie minime di rating per i titoli accettabili come garanzia: questo mette al riparo le banche da eventuali declassamenti di titoli in portafoglio. A partire da maggio 2020, i prestiti bancari aggiuntivi (*additional credit claims* - ACC) accettati in garanzia dalla Banca d'Italia includono anche quelli assistiti dalla garanzia pubblica rilasciata, in base al "decreto liquidità" (DL 23/2020), da SACE e dal Fondo di garanzia per le PMI. Essi includono anche i portafogli di prestiti omogenei composti da crediti al consumo. Per le banche italiane, l'ampliamento dello schema ACC ha comportato

un aumento delle garanzie disponibili nell'ordine dei 7 miliardi, di cui 5 a favore delle banche di media e piccola dimensione e 2 a beneficio delle grandi banche.

3. Tassi di interesse negativi ed eccesso di liquidità

Le attuali condizioni dell'economia della zona euro, con un tasso d'inflazione ben al di sotto del target del 2%, lasciano prevedere che la politica dei tassi di interesse negativi (*Negative Interest Rate Policy* - NIRP) continuerà ancora a lungo.

Quando venne introdotta nel 2014, la NIRP venne vista come un espediente tecnico, necessario per mantenere una sufficiente ampiezza del corridoio dei tassi di *policy* (almeno 25 punti base tra il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali e quello sulla *deposit facility*). Poi ci si rese conto che questa politica, creando un costo per la detenzione di riserve in eccesso presso la banca centrale, può essere utile per incentivare le banche a “fare circolare” l’enorme quantità di liquidità che si è venuta via via a creare con il *quantitative easing*.

Tuttavia, l’applicazione di un tasso d’interesse negativo a uno stock di riserve in eccesso sempre più grande finisce per addossare un onere rilevante sul sistema bancario: una sorta di tassa sulla detenzione di riserve liquide. Questa è la ragione per cui la Bce ha deciso, a partire dall’ottobre 2019, di applicare un sistema *two-tier*, che ha introdotto una franchigia (*allowance*) pari a sei volte la dimensione della riserva obbligatoria. I saldi detenuti da una banca sul suo conto corrente presso la banca centrale, in eccesso

rispetto alla riserva obbligatoria purché entro il limite della franchigia, ricevono una remunerazione pari a zero: in sostanza, sono esentati dalla tassa rappresentata dal tasso d’interesse negativo. Alle riserve in eccesso rispetto alla ROB, che eccedano la franchigia, continua invece ad essere applicato il tasso sulla *Deposit Facility*.

Le massicce operazioni di acquisto di titoli e di prestito a lungo termine hanno creato nel tempo un eccesso strutturale di riserve bancarie, visibile nella FIG. 2. La TAB. 1 mostra come, alla fine del 2020, il sistema bancario della zona euro abbia accumulato riserve liquide presso l’Eurosistema (saldi sui conti correnti + saldi sul deposito marginale) pari ad un elevato multiplo (24) dell’obbligo di riserva. La *excess liquidity* accumulata a quella data sfiora i 3400 miliardi di euro, anche per effetto delle misure prese a fronte della crisi causata dal coronavirus.

TAB. 1 – Condizioni di liquidità dell’area euro

(miliardi di euro, consistenze – dicembre 2020)

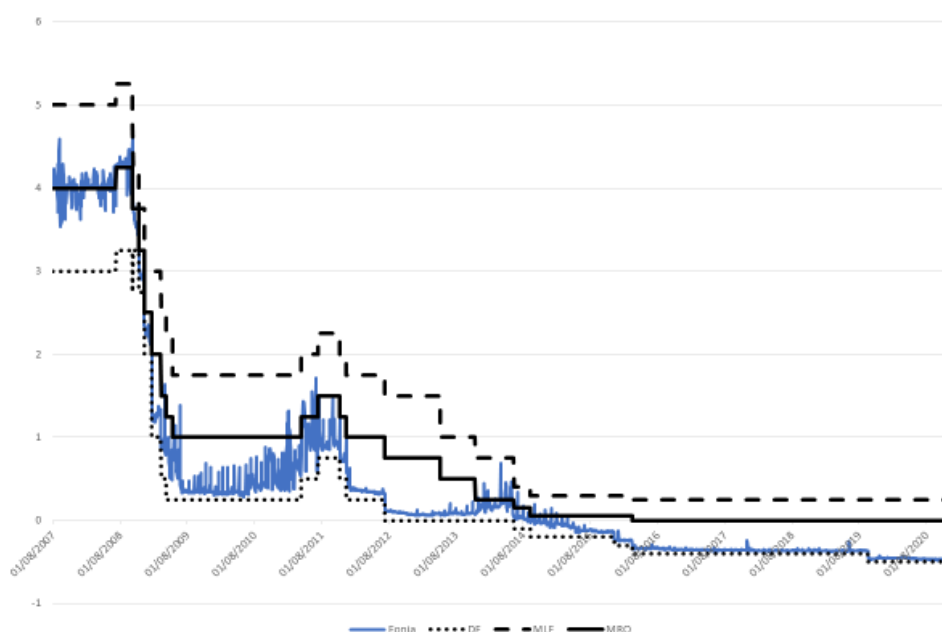
Riserva obbligatoria (A)	146
Saldi sui conti correnti (B)	2886
Saldi sulla <i>Deposit facility</i> (C)	648
Liquidità in eccesso = B + C - A	3388
Utilizzo della <i>Marginal lending facility</i>	44

Fonte dei dati: Bce, *Liquidity Analysis*

L'eccesso di offerta sul mercato delle riserve bancarie ne ha fatto crollare il prezzo di mercato, rappresentato dal tasso d'interesse interbancario, al livello del tasso sulla *Deposit Facility*, che si colloca a -0,5% dal settembre 2019: si veda la FIG. 3. La NIRP, insieme alle misure di *quantitative easing* attuate dalla Bce, ha portato ad una compressione dei rendimenti nel mercato finanziario, attraverso un effetto di *portfolio-rebalancing*. A fronte di rendimenti significativamente sotto lo zero sugli strumenti finanziari a breve termine, gli intermediari

finanziari sono stati indotti a sostituire nei loro portafogli attività a breve scadenza con altre a più lungo termine: questo processo di sostituzione ha portato ad una compressione dei rendimenti lungo tutta la curva per scadenze. La FIG. 4 mostra la curva dei rendimenti dei titoli sovrani della zona euro alla fine di gennaio. Si può notare come i tassi di rendimento siano negativi su tutte le scadenze per le obbligazioni degli emittenti AAA. Anche per un paniere che include tutti gli emittenti, i rendimenti sono negativi fino a scadenze oltre quella decennale.

FIG. 3 – Il corridoio dei tassi di interesse
(punti percentuali - dati giornalieri 1/8/2007 – 28/12/2020)



Eonia: tasso di interesse del mercato interbancario *overnight* (*European O/N index average*), calcolato come spread (+8,5 punti base) sul tasso €STR (*euro short-term rate*) dal 1/10/2019.

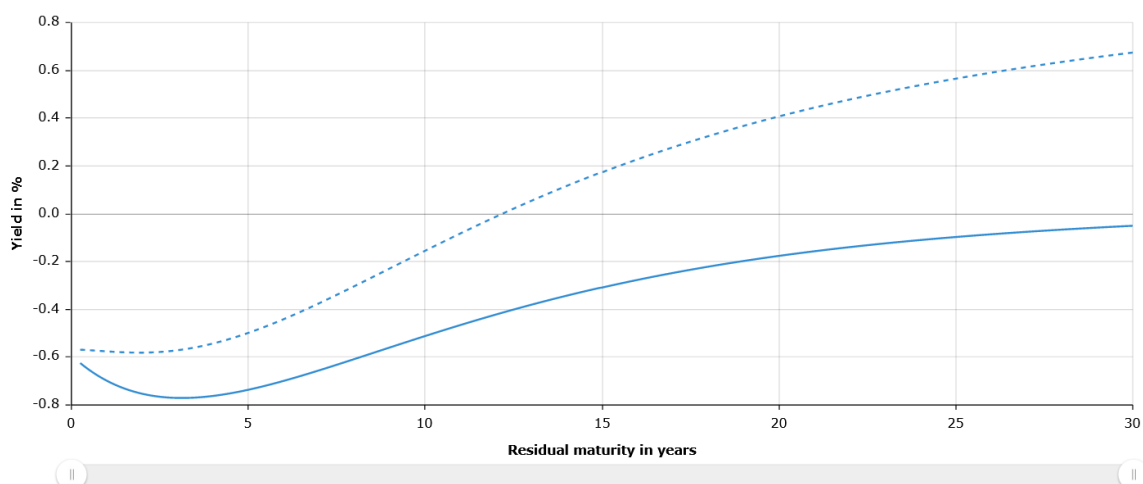
MRO: tasso sulle *Main refinancing operations* (tasso minimo d'asta fino al 8/10/2008, poi tasso fisso)

DF: tasso sulla *Deposit facility*

MLF: tasso sulla *Marginal lending facility*

Fonte: nostre elaborazioni su dati Bce (*Statistical Data Warehouse*)

FIG. 4 – La curva per scadenze nell’area euro (29/1/2021)



Linea tratteggiata: curva per scadenze calcolata su tutti i titoli governativi della zona euro

Linea continua: curva per scadenze calcolata sui titoli governativi AAA della zona euro

Fonte: Bce.

4. La situazione di liquidità delle banche italiane²

Sotto il profilo della disponibilità di risorse liquide e di attività stanziabili come collaterale presso l'Eurosistema, per partecipare alle operazioni di politica monetaria, le condizioni di liquidità del sistema bancario italiano sono più che soddisfacenti. I rischi di rifinanziamento e di liquidità sembrano quindi molto contenuti. Qualche preoccupazione può emergere dalla crescente dipendenza dalla banca centrale, come fonte di finanziamento stabile a lungo termine.

La politica monetaria ultra-accomodante della Bce, in reazione allo scoppio della crisi pandemica, ha creato un forte eccesso di liquidità, come abbiamo già visto con riferimento alla zona euro. Il nostro paese non fa eccezione: il sistema bancario italiano ha accumulato riserve depositate presso la Banca d'Italia, in eccesso rispetto alla riserva obbligatoria, per 210 miliardi (a novembre

2020). Grazie alla liquidità messa a disposizione dalla banca centrale e alla crescita dei depositi al dettaglio, le banche italiane hanno fatto ricorso in misura limitata al mercato obbligazionario all'ingrosso: le emissioni sono state pressoché compensate dai titoli in scadenza.

Le banche hanno mantenuto politiche di prestito distese pur in un periodo così difficile: il debito bancario delle imprese medio-grandi e di quelle più piccole è cresciuto complessivamente del 6,9% nei dodici mesi terminanti a settembre, a fronte di una sostanziale stabilità nel triennio precedente. A loro volta, le imprese hanno in parte utilizzato questi prestiti per accumulare riserve liquide, detenute nei loro depositi presso il sistema bancario: è aumentata così l'incidenza dei depositi delle imprese nella raccolta bancaria, che ha raggiunto il 16% (15,1%) per gli intermediari significativi (meno significativi). Il problema della liquidità, che era ritenuto quello più urgente nella

² Salvo diversa indicazione, i dati riportati in questa sezione sono tratti dal *Rapporto sulla stabilità finanziaria* della Banca d'Italia, n.2/2020.

prima fase di *lockdown* da Covid-19 (marzo-aprile) sembra essere stato superato già nel corso del 2020 (tranne forse nei settori turismo e ristorazione): nel settembre scorso, solo il 9% delle imprese intervistate dalla Banca d'Italia lamentava una insufficienza di disponibilità liquide.

Gli indicatori prudenziali di liquidità delle banche italiane sono migliorati nel corso del 2020, anche a seguito delle operazioni messe in campo dall'Eurosistema. Tra marzo e settembre, il *Liquidity Coverage Ratio* (LCR) del sistema bancario del nostro paese è aumentato mediamente di 28 punti percentuali, portandosi al 208%, a fronte di un limite inferiore regolamentare del 100%: questo è avvenuto soprattutto per effetto dell'aumento delle riserve detenute presso la banca centrale. Per le banche meno significative il LCR arriva addirittura al 340%, mentre per quelle significative esso è pari al 192%. Il *Net Stable Funding Ratio* (NSFR), divenuto vincolante a partire da quest'anno, è nettamente al di sopra del minimo regolamentare (100%): esso risultava pari al 121% per le banche italiane significative già nel giugno dello scorso anno.

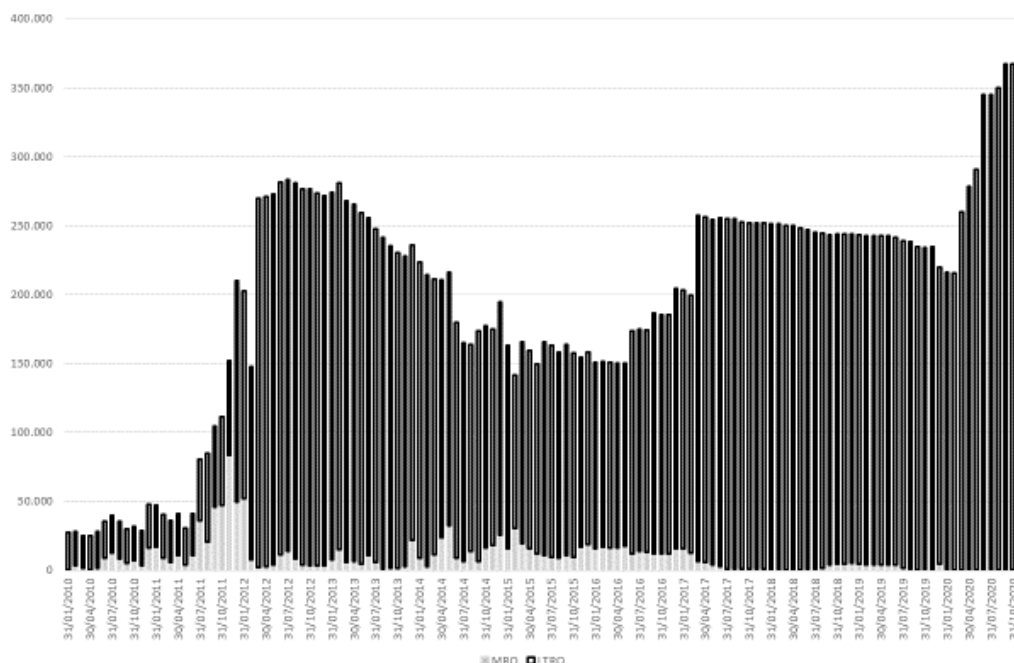
Nell'ultimo anno, il valore delle attività collaterali a disposizione del sistema bancario italiano, per partecipare alle operazioni di politica monetaria, è aumentato considerevolmente, anche a seguito della revisione del *collateral framework* illustrata più sopra. Tra marzo e settembre 2020, le attività stanziate nel *collateral pool* presso l'Eurosistema sono cresciute di 93 miliardi, portandosi al livello di 438 miliardi. Il margine disponibile, ovvero sia il valore delle attività depositate e non impegnate, è pari a circa 80 miliardi. I prestiti e i titoli di Stato rappresentano le due componenti principali del *collateral pool*: ciascuna pari a circa il 31% sul totale, seguite dai *covered bonds* (23%) e dalle *Asset Backed Securities* (12%). Al di fuori del

collateral pool, il sistema dispone di attività stanziabili per oltre 300 miliardi.

Un effetto collaterale delle operazioni di politica monetaria, attuate nel corso dell'emergenza pandemica, è stato quello di aumentare la dipendenza delle banche dal finanziamento presso la banca centrale: i prestiti a lunga scadenza sono ormai diventati una fonte stabile di raccolta. A livello aggregato nella zona euro, ciò è compensato dalla liquidità in eccesso depositata presso la banca centrale stessa. Ma non è detto che questo sia vero per ogni singola banca e per ogni segmento del sistema bancario. In effetti, per le banche italiane nel loro complesso, nel settembre 2020 le passività verso l'Eurosistema erano pari al 10,8% del bilancio totale, solo in parte compensate da attività verso l'Eurosistema pari al 6,2% del totale. Durante lo scorso anno, il ricorso aggiuntivo ai prestiti a lungo termine presso la banca centrale, da parte delle banche italiane, è stato massiccio: oltre 100 miliardi, arrivando ad uno stock di 367 miliardi a novembre (come si può vedere nella FIG. 5), a fronte di 301 miliardi di attività verso l'Eurosistema (di cui solo 210 rappresentano liquidità in eccesso rispetto all'obbligo di riserva).³

³ Si veda il *Bollettino economico* della Banca d'Italia, n. 1/2021 (Tavola13).

FIG. 5 - Banche italiane: finanziamenti da Banca d'Italia
(milioni di euro, consistenze - dati mensili 1/2010 – 11/2020)



MRO: Finanziamenti ottenuti tramite *Main refinancing operations*

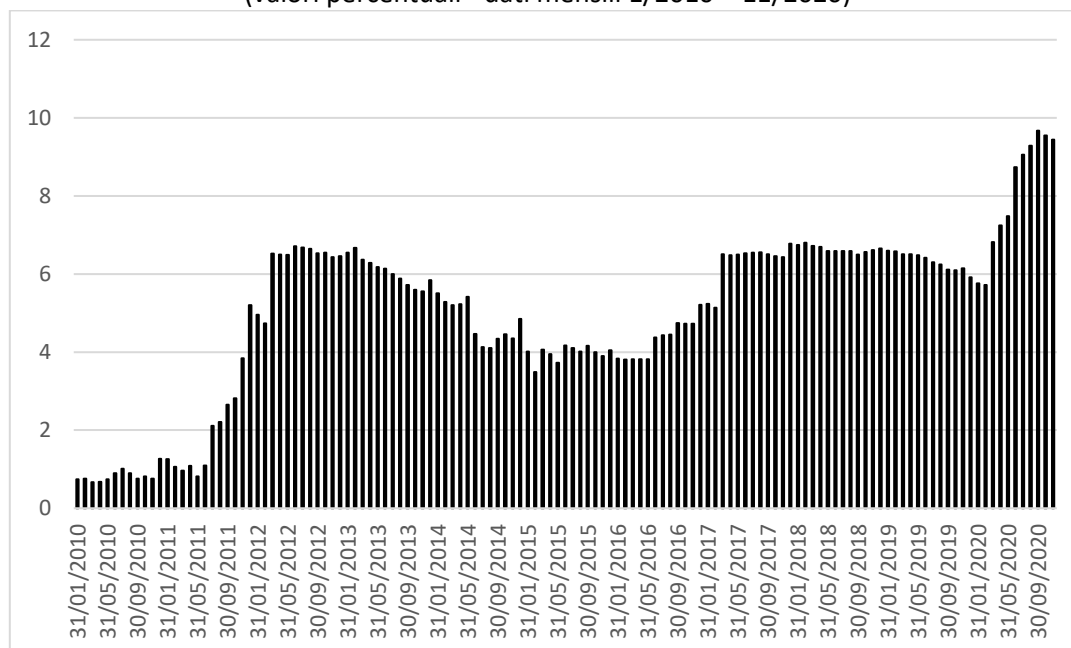
LTRO: Finanziamenti ottenuti tramite *Longer-term refinancing operations* (incluse T-LTRO)

Fonte dei dati: Bilancio statistico della Banca d'Italia

La rilevanza dei finanziamenti a medio-lungo termine ricevuti dalla banca centrale non è un fenomeno nuovo. Come si vede nella FIG. 6, la loro incidenza sul totale delle passività delle banche italiane è salita bruscamente a partire dalle due *Longer Term Refinancing Operations* (LTROs) realizzate tra la fine del 2011 e l'inizio del 2012, per rimediare alle tensioni sui mercati monetari e finanziari dovuti alla crisi del debito sovrano. Da allora, le diverse serie di operazioni di rifinanziamento a più lungo termine hanno rappresentato una quota significativa delle fonti di finanziamento del sistema bancario. Il programma T-LTRO III in corso attualmente ha impresso una accelerazione a questo fenomeno: l'incidenza di queste operazioni sul bilancio delle banche

italiane è passato da circa il 6% a quasi il 10% tra l'inizio e la fine del 2020. In prospettiva, questa evoluzione espone le banche italiane ad una potenziale fonte di fragilità, qualora la Bce dovesse decidere di non rinnovare (o di rinnovare solo in parte) le operazioni di rifinanziamento in essere, all'interno di una *exit strategy*, seppure graduale, dalla politica monetaria ultra-accomodante attualmente in corso.

FIG. 6 - Banche italiane: finanziamenti da Banca d'Italia in rapporto al passivo totale
(valori percentuali - dati mensili 1/2010 – 11/2020)



Fonte: nostre elaborazioni su dati Banca d'Italia (Base dati statistica)

5. Gli effetti collaterali della politica dei tassi di interesse negativi

Più sopra (sezione 3) abbiamo documentato l'impatto della *Negative Interest Rate Policy* (NIRP) sul mercato monetario e finanziario. Per quanto giustificato dalla necessità di mantenere un ampio grado di accomodamento monetario nelle condizioni economiche create dalla pandemia, il prevedibile prolungarsi di questa politica potrebbe alla lunga avere effetti collaterali indesiderati, alcuni dei quali iniziano già a manifestarsi.

Anzitutto, la permanenza dei tassi di interesse su livelli estremamente bassi, negativi su alcuni strumenti finanziari, ha conseguenze significative sul settore finanziario. Tra di esse, la principale è la compressione del margine di interesse, che naturalmente ha un impatto negativo sulla redditività delle banche. A ciò si aggiunge la "tassa" rappresentata dalla remunerazione negativa (-0,50%) applicata alla liquidità in

eccesso, detenuta dalle banche presso l'Eurosistema, anche se il suo impatto è attenuato da due fattori. Il primo è la franchigia prevista dal sistema *two-tier*, illustrato più sopra. Per le banche italiane, la franchigia evita l'applicazione del tasso negativo alla metà della liquidità in eccesso: 104 miliardi su 210 (dato riferito al novembre 2020). Il secondo è dato dalla applicazione di tassi di interesse negativi (fino a -1%) ai prestiti effettuati dall'Eurosistema alle banche per mezzo delle operazioni T-LTROs III. La compressione della redditività ha un effetto negativo sulla dotazione patrimoniale del sistema bancario, riducendo i profitti che possono essere accantonati. A sua volta, un grado più basso di patrimonializzazione si accompagna generalmente ad una minore capacità di erogare credito alle imprese e alle famiglie. Per questa ragione, la NIRP potrebbe addirittura diventare controproducente, se spinta troppo in là. Le

banche non possono traslare sui depositanti la “tassa” che pagano sulla detenzione di riserve presso la banca centrale e sulla parte del portafoglio-titoli che ha un rendimento negativo: è molto difficile che un depositante accetti che gli vengano applicati tassi negativi. È possibile individuare un “*reversal interest rate*”: un livello negativo del tasso di interesse, al di sotto del quale la politica monetaria diventa controproducente. La banca centrale, abbassando il tasso di *policy* sotto quella soglia, con l’intento di imprimere un impulso espansivo all’economia, otterrebbe l’effetto opposto. La ragione è che, generando perdite che incidono negativamente sul patrimonio delle banche, essa ne ridurrebbe la capacità di erogare credito. Per la zona euro, è stato stimato che il *reversal interest rate* si collochi ad un livello attorno a -1%.⁴

La NIRP crea problemi anche per il settore assicurativo. Le compagnie di assicurazione investono in larga parte le loro riserve in titoli di Stato e in obbligazioni emesse da soggetti privati di elevato *standing* creditizio: sono proprio quelli che presentano rendimenti nulli o negativi, anche sulle scadenze lunghe, come effetto della NIRP e delle altre misure non convenzionali di politica monetaria (si veda ancora la FIG. 4).

La permanenza dei tassi di interesse su valori prossimi a zero può spingere gli investitori ad esporsi a rischi maggiori che in passato, alla ricerca di rendimenti attesi più accettabili. Questo incentivo al *risk-taking* può coinvolgere gli intermediari finanziari così come gli investitori individuali. Esso, unitamente alla abbondante liquidità in circolazione, può sostenere la valutazione di mercato di alcune attività, portandola in qualche caso a divergere

significativamente dai loro valori fondamentali: vi è quindi il rischio di alimentare una “bolla” in alcuni comparti del mercato finanziario ed eventualmente anche di quello immobiliare.

Infine, la NIRP e il *quantitative easing* presentano potenziali effetti re-distributivi. Il piccolo risparmiatore è tipicamente abituato a investire larga parte della sua ricchezza finanziaria in titoli sicuri (come le obbligazioni governative) che gli assicurano rendimenti relativamente bassi ma accettabili: è il cosiddetto *risk-free asset*. Il fatto che questo tipo di titoli abbia un rendimento nullo, o perfino negativo, lo danneggia e lo mette di fronte ad una scelta difficile: o rinuncia a qualsiasi remunerazione dei suoi risparmi o si espone a rischi elevati, alla ricerca di un rendimento positivo. Gli investitori più facoltosi, al contrario, hanno generalmente un portafoglio diversificato di attività finanziarie, dove il *risk-free asset* ha un peso minore e dove sono inclusi, direttamente o tramite prodotti di risparmio gestito, anche azioni e obbligazioni societarie quotate. L’aumento dei valori di borsa, propiziato dai massicci programmi di acquisto di titoli da parte della banca centrale e di creazione di liquidità, tende a favorire questo tipo di investitori, che possono beneficiare di significativi *capital gains*.

4 Si veda Pariès M. – Kok C. – Rottner M. (2020), *Reversal interest rate and macroprudential policy*, ECB Working Paper n.2487. Il termine “*reversal interest*

rate” è stato introdotto da Brunnermeier M. – Koby Y. (2018), *The reversal interest rate*, NBER Working Paper n.25406.

5. OPERAZIONI DI POLITICA MONETARIA, LIQUIDITA' E RISCHIO SOVRANO NELL'AREA DELL'EURO

Alberto Banfi e Fiorenzo Di Pasquali[♦]

Il lavoro mette innanzitutto in evidenza i mutamenti osservati nell'azione della Banca Centrale Europea nel corso degli ultimi quattro anni, con riguardo sia alla dimensione e composizione delle operazioni di politica monetaria e sia all'entità dell'apporto alla liquidità dell'area dell'euro, che ne rappresenta l'immagine speculare. Quanto al primo aspetto, si osserva come sia cresciuto il peso delle operazioni di finanziamento cui ha corrisposto un fenomeno opposto sul versante delle operazioni definitive di acquisto di titoli, che mantengono comunque un peso tutt'ora preponderante. Quanto al secondo aspetto si nota come, accanto al soddisfacimento del fabbisogno fisiologico di liquidità del sistema bancario dell'Area dell'euro, l'azione della BCE abbia determinato una ingentissima crescita della cosiddetta liquidità in eccesso.

L'esame si incentra quindi sulle dimensioni del portafoglio titoli per la politica monetaria della BCE. Esso è tutt'ora alimentato da due programmi: Asset Purchase Programme (APP), in corso dal 2015, e Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP), avviato nel marzo 2020, entrambi largamente incentrati sugli acquisti di titoli del debito pubblico dei 19 paesi dell'Area dell'euro. Per cogliere quanto il rischio sovrano sia diffuso anche tra gli operatori di mercato, il lavoro propone altresì una indagine volta a misurare l'esposizione di banche e investitori esteri al rischio connesso ai titoli pubblici dell'Area dell'euro.

Da ultimo, viene proposta un'analisi delle caratteristiche tecniche dei titoli pubblici dei principali paesi dell'Area dell'euro con l'obiettivo di individuare una loro possibile struttura prevalente e verificare quindi il sussistere di sostanziali uniformità di tratti caratteristici degli strumenti emessi.

Nel breve arco temporale che va dal dicembre 2016 al dicembre 2020 si è assistito ad avvenimenti che hanno condizionato lo scenario economico, sia relativamente al contesto globale che a quello più direttamente riconducibile all'Area dell'euro, tali da indurre il Consiglio direttivo della Banca Centrale Europea (CdBCE) a rimodulare il proprio atteggiamento - per quanto di competenza della politica monetaria - assumendo e motivando le misure operative ritenute più opportune come annunciato nelle riunioni di politica monetaria della Banca ¹. Infatti, come rilevabile nell'Appendice di questo lavoro in

cui si opera una sintetica ricostruzione dei principali eventi e atti che hanno caratterizzato l'attività del CdBCE, tra il dicembre 2016 e la metà 2018 si è assistito all'attenuarsi dei rischi al ribasso per l'economia globale e dell'Area dell'euro, cui la BCE ha dato seguito prospettando un'attenuazione delle misure severe in atto sin da metà 2014. Successivamente, nell'estate 2019, lo scenario è radicalmente mutato a causa degli insoddisfacenti risultati sul fronte della crescita dell'inflazione che hanno indotto la BCE a tornare sui suoi passi per ricalibrare le misure a sostegno dell'economia dell'area euro; misure che sono

[♦] Università Cattolica del Sacro Cuore

¹ Le riunioni del CdBCE si tengono ogni 6 settimane (il giovedì) e i loro esiti vengono pubblicati il secondo giovedì successivo nel *Bollettino Economico* della Banca; per ciò che qui interessa, vengono pubblicati nel paragrafo introduttivo titolato "Aggiornamento sugli andamenti economici e monetari. Sintesi".

state ulteriormente rafforzate, da marzo 2020, allorché si sono manifestati i primi segnali della crisi pandemica che, da quel momento, avrebbe mostrato tutta la sua gravità.

Il lavoro che segue intende delineare l'evoluzione quantitativa delle voci del bilancio della BCE a seguito delle decisioni del CdBCE riguardanti le operazioni di politica monetaria condotte nel periodo e degli aggregati di liquidità da esse desumibili (paragrafo 1); esaminare il portafoglio titoli della BCE a seguito dell'adozione delle misure di sostegno all'economia colpita dalla pandemia (paragrafo 2); analizzare il bilancio e il portafoglio di titoli pubblici dei sistemi bancari dei principali paesi dell'area euro e dei cosiddetti "investitori esteri" (paragrafo 3); esporre i risultati dell'esame delle caratteristiche tecniche dei titoli del debito pubblico negoziabile dei più importanti Paesi dell'Area dell'euro con l'obiettivo di individuare una possibile struttura prevalente (o comune) di titolo pubblico (paragrafo 4).

1. L'impatto delle decisioni del CdBCE sulle Operazioni di politica monetaria e sui relativi aggregati di liquidità

Le risposte del CdBCE ai mutamenti, talora repentini, delle condizioni reali e finanziarie a livello globale e dell'Area dell'euro, si traducono nella esplicitazione di uno scenario prospettico nel quale poi si calerà l'azione della Banca Centrale Europea (*forward guidance*) che, pertanto, impatterà sull'evoluzione quantitativa delle voci relative alle Operazioni di politica monetaria (OPM) contenute nel suo bilancio e degli aggregati di liquidità che da esse derivano.

Le informazioni e i dati per elaborare tali statistiche sono tratti dal *Weekly Financial Statement* pubblicato dalla BCE a cadenza settimanale dal quale è possibile riconoscere due tipologie di Operazioni di Politica monetaria

(OPM): le *Operazioni di mercato aperto* (OMA) e le *Operazioni su iniziativa delle controparti* (OIC). A seconda che esse si collochino all'attivo o al passivo di bilancio si definiscono operazioni di finanziamento (o immissione) oppure di assorbimento della liquidità.

Prima di procedere con l'analisi è comunque opportuno riprendere la terminologia che sarà utilizzata nel presente lavoro.

Le OMA sono composte, all'attivo, dalle *Operazioni di rifinanziamento principali* (ORP), dalle *Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine* (ORLT) nonché dalle *Operazioni definitive* (OD) mentre al passivo assumono la veste di operazioni di *Deposito a tempo determinato* (DTD).

Le OIC sono presenti all'attivo del bilancio come *Operazioni di rifinanziamento marginale overnight* (RM) e, al passivo, come *Depositi overnight accesi presso la BCE* (DepBCE).

E' compito della BCE mantenere condizioni equilibrate di liquidità nel sistema bancario dell'Area dell'euro, il che avviene attraverso la definizione quantitativa del fabbisogno di liquidità e quindi delle OPM da porre in essere. Accade così che le OPM siano l'immagine speculare della liquidità presente nel sistema finanziario dell'area. L'ammontare di Operazioni di politica monetaria necessario a soddisfare le esigenze finanziarie dell'area è determinato dalla somma tra il saldo dei *Fattori Autonomi* (FA), ossia esogeni rispetto all'azione della BCE (come il circolante e i depositi delle amministrazioni pubbliche), e le *Riserve obbligatorie* (ROB), che insieme definiscono il *Fabbisogno di liquidità*.

In un contesto ordinario (ossia non di crisi), si ha quindi che:

$$\text{Saldo Fattori Autonomi} + \text{ROB} = \text{Fabbisogno di liquidità} = \text{OPM}$$

Per fronteggiare contesti di crisi, la BCE, oltre a disporre della manovra sui tassi di riferimento (o di *policy*) può agire immettendo, attraverso le più opportune OPM, della *Liquidità in eccesso* rispetto a quanto necessario per soddisfare il *Fabbisogno di liquidità*, venendosi così a determinare l'uguaglianza:

Fabbisogno di Liquidità + Liquidità in eccesso = OPM.

Anche in questo caso è opportuno procedere con l'individuazione dei principali aggregati di liquidità desumibili dal *Weekly Financial Statement*, allo scopo di poterli porre in relazione con le corrispondenti voci tra le Operazioni di politica monetaria. Per cui:

- *Liquidità lorda* = OPM di immissione di liquidità (OMA + OIC di finanziamento);
- *Liquidità assorbita* = OPM di assorbimento di liquidità (OMA + OIC di assorbimento);
- *Liquidità netta* = Liquidità lorda - Liquidità assorbita;
- *Fabbisogno di liquidità* = Saldo dei Fattori Autonomi + ROB;
- *Riserve libere o in eccesso* = Riserve bancarie non impegnate nella ROB;

- *Liquidità in eccesso* = Liquidità lorda - Fabbisogno di liquidità, oppure anche Liquidità assorbita + Riserve libere.

Tenuto conto di quanto precede, in questo paragrafo si propongono le tabelle da 1 a 3 e la FIG. 1, costruite appunto considerando – come sopra richiamato – le informazioni tratte dal *Weekly Financial Statement* ².

Il periodo considerato, che va dal dicembre 2016 al dicembre 2020, ha visto l'accrescersi del volume delle OPM, sia lorde che nette, e, di riflesso, le dimensioni degli aggregati di liquidità, in particolare quelli relativi alla *Liquidità lorda* e alla *Liquidità in eccesso*. Tutto ciò è avvenuto allo scopo di orientare il flusso del credito a favore dell'economia reale, soprattutto di famiglie ed imprese non finanziarie (in particolare le PMI), e allo scopo di contribuire al raggiungimento di un livello obiettivo di inflazione quanto più prossimo, ma inferiore, al 2%.

Come mostra la TAB. 1, le OPM lorde (rappresentate di fatto solo dalle OMA in quanto del tutto insignificanti nel periodo le OIC di finanziamento) sono più che raddoppiate passando da 2.173 mld. € a dicembre 2016 a 5.437 mld. € a fine 2020, vedendo così accresciuto dal 60,2% al 78,2% il loro peso sul bilancio della BCE³.

² Le tabelle e i grafici riportano i valori delle consistenze di OPM lorde e nette in essere il giorno successivo al giorno in cui si sono svolte, nel quadriennio considerato, le riunioni del CdBCE ritenute più rilevanti a motivo delle decisioni assunte (così come riportato e commentato in Appendice); al contempo forniscono, secondo il medesimo criterio, i corrispondenti valori in termini di aggregati di liquidità. Si è ritenuto di scansionare temporalmente l'azione della BCE secondo la tempistica decisionale del CdBCE per cui gli interventi annunciati in quella sede per trovare riscontri

quantitativi richiedono tempi adeguati che risulteranno apprezzabili solo successivamente agli annunci stessi.

³ Nella definizione delle OPM all'attivo non si è tenuto conto degli importi relativi alle OIC in veste di Rifinanziamento marginale data la quasi irrilevanza dei valori. Inoltre, va sottolineato come in un contesto di tassi estremamente bassi, sino a risultare ampiamente negativi, sia venuta quasi completamente meno la convenienza per le banche di fare ricorso alle ORP che, come mostra sempre la TAB. 1, hanno anch'esse assunto valori del tutto marginali sin quasi ad azzerarsi.

TAB. 1 - Operazioni di politica monetaria della BCE (dicembre 2016 - dicembre 2020) (miliardi di euro)

	09/12/16	27/10/17	15/06/18	13/09/19	19/03/20	30/10/20	11/12/20
ORP	36	5	1	2	1	1	0
ORLT	510	764	757	692	725	1.753	1.756
OD	1.627	2.278	2.535	2.611	2.697	3.530	3.681
Totale OPM lorde (1)	2.173	3.047	3.293	3.306	3.424	5.284	5.437
(meno) OIC di assorbimento (2)	-452	-638	-642	-557	-200	-620	-572
OPM nette	1.721	2.409	2.651	2.749	3.223	4.664	4.865
Bilancio BCE	3.610	4.371	4.578	4.675	4.927	6.776	6.950
OPM lorde /Bilancio BCE	60,2%	69,7%	71,9%	70,7%	69,9%	78,0%	78,2%

(1) Coincidono con le operazioni di mercato aperto (ORP+ORLT+OD) data la non significatività nel periodo delle OIC di finanziamento.

(2) Le operazioni di assorbimento sono rappresentate nel periodo unicamente dalle OIC di assorbimento data la non significatività delle OMA di assorbimento

Fonte: ns. rielaborazioni da BCE, Weekly Financial Statement

Dall'esame di dettaglio dei dati relativi alle OPM di finanziamento (ossia l'aggregato delle OMA rappresentato dalla sommatoria di ORP, ORLT e OD) sempre dalla TAB. 1 si possono trarre indicazioni relativamente alla risposta del sistema bancario dell'area alle decisioni della BCE a seconda degli strumenti adottati: il finanziamento diretto al sistema creditizio (attraverso ORLT) ovvero gli acquisti di titoli di debito sui mercati secondari (attraverso OD).

Come noto, il finanziamento attraverso ORLT – seppur incentivato dalle soluzioni tecniche e dai tassi vantaggiosi che lo hanno caratterizzato di tempo in tempo - dipende dalle scelte delle banche di accedervi o meno: esso, in termini di consistenze, nel periodo in esame è più che triplicato passando da 510 mld. € a 1.756 mld. € con una crescita che ha assunto valori maggiormente rilevanti a partire da marzo 2020 a motivo, ancora una volta, della crescente vantaggiosità delle condizioni proposte dal CdBCE al sistema bancario dell'area.

Gli interventi della BCE sui mercati dei titoli di debito per finalità di politica monetaria (OD) – ossia alimentati dalla dimensione dei programmi di acquisto decisi dalla Banca - ne hanno più che raddoppiato il portafoglio titoli durante l'intero periodo, passato così da 1.627 mld. € a 3.681 mld. €. Tale crescita si è manifestata dapprima tra dicembre 2016 e giugno 2018 (da 1.627 mld. € a 2.535 mld. €) alla quale però è succeduta una fase di sostanziale stasi sino a marzo 2020 a cui è seguita una ulteriore rapida impennata nel rimanente scorcio d'anno a motivo del dispiegarsi di precedenti e di nuovi programmi di acquisto titoli volti a fronteggiare le conseguenze della pandemia.

Tenuto conto dell'irrelevanza ormai assunta dalle Operazioni di rifinanziamento principali (ORP), l'evolvere delle operazioni di politica monetaria appena descritto evidenzia che, al di là della crescita rilevante nei valori assoluti per entrambe le operazioni (sia le ORLT che le OD), il variare del loro peso relativo si è spostato a favore di quelle

temporanee a medio termine (ORLT) che hanno avuto un'incidenza sul totale delle OPM di finanziamento lorde cresciuta (anche a motivo della loro appetibilità per il sistema bancario) da poco meno di un quarto ad un terzo a fronte di quanto osservato per le operazioni di acquisti definitivi (OD) che, pur rappresentando valori costantemente superiori, sono diminuiti da tre quarti a due terzi del totale delle OPM lorde (TAB. 1).

Venendo alle operazioni di assorbimento, il loro ammontare durante il periodo considerato è rimasto compreso tra i circa 450 mld. € e i circa 600 mld. €: una cifra significativa determinata dalla crescita della liquidità conseguente all'azione della BCE condotta via OMA attive. Peraltro, nel corso del 2020 tale valore ha evidenziato una notevole flessione, successivamente rientrata. La causa di tale andamento è riferibile soprattutto alla significativa influenza del regime di remunerazione della Riserva obbligatoria sul quale, dato il livello dei tassi di *policy*, è intervenuta recentemente la BCE esentando le banche dal pagamento di tassi di interesse

negativi per parte delle riserve in eccesso detenute⁴.

Se dai valori sopra richiamati delle OPM lorde si sottraggono i valori delle operazioni di assorbimento di liquidità - di fatto rappresentate nel periodo quasi esclusivamente dalle OIC in veste di *Depositi overnight presso la BCE* (Dep.BCE) attivabili ad iniziativa delle controparti⁵ - sempre dalla TAB. 1 si può avere il dato relativo alle OPM nette che evidenziano la misura del reale contributo apportato all'aumento della liquidità nel sistema finanziario dell'area.

Ne consegue che l'ammontare delle OPM nette è passato da 1.721 mld. € a 4.865 mld. €, quasi triplicando nel periodo in esame, peraltro con una crescita che si è concentrata in particolare tra marzo e dicembre 2020.

Come riportato in precedenza, i valori relativi alle consistenze in essere degli interventi di politica monetaria condotti dalla BCE trovano riscontro in modo speculare negli aggregati di liquidità, nonché nel *Fabbisogno di liquidità* e, in contesti di crisi quale quello qui commentato, nella *Liquidità in eccesso* (TABB. 2 e 3)⁶.

⁴ Il costo associato alla liquidità detenuta sul conto di riserva è contenuto per effetto del nuovo sistema di remunerazione delle riserve bancarie che esclude dal pagamento del tasso negativo una quota della liquidità in eccesso. In base a questo sistema parte delle riserve in eccesso detenute dalle banche, calcolata come multiplo della riserva obbligatoria, è esentata dal pagamento del tasso negativo calcolato sui *Depositi overnight presso la BCE*. Il CdBCE ha fissato inizialmente l'ammontare massimo di riserve cui si applica l'esenzione in sei volte il requisito di riserva obbligatoria minima per ciascuna banca; il tasso di interesse per le riserve esentate è pari allo 0,00 per cento. Cfr. Banca d'Italia, *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, n. 2, 202, pag. 43e anche la decisione della BCE assunta nel CdBCE del 12 settembre 2019.

⁵ Infatti, poco significativi sono stati gli importi delle OMA di assorbimento rappresentate dai *Depositi a tempo determinato* (DTD) in quanto la BCE vi ha fatto ricorso solo tra maggio 2010 e giugno 2014 per

sterilizzare l'ammontare di acquisti di titoli statali all'epoca condotti a seguito della crisi dei debiti sovrani in atto, in particolare, dei debiti pubblici di Grecia, Irlanda, Spagna, Portogallo e Italia.

⁶ Liquidità che la BCE deve costantemente soddisfare a servizio della ordinaria vita finanziaria dell'area, nel qual caso *Fabbisogno* e OPM non differiscono tra loro (se non in misura marginale). Tuttavia, qualora si manifestino condizioni di criticità, così come sta accadendo da ben oltre un decennio, in misura particolarmente grave proprio dal 2020, allora tra gli strumenti della BCE vi sono - oltre all'arma dei tassi di *policy* (peraltro meno efficace che nel passato per aver essi raggiunto valori inferiori allo zero) - anche quella dell'accrescere la liquidità, proprio attraverso le OPM, così che ne possa derivare stimolo per il sistema finanziario di venire in soccorso del sistema reale anche grazie all'impatto che tali operazioni esercitano sui tassi a medio e lungo termine. La nuova liquidità creata

TAB. 2 - Gli aggregati di liquidità nel periodo dicembre 2016 - dicembre 2020 (miliardi di euro)

Aggregati di liquidità	09/12/16	27/10/17	15/06/18	13/09/19	19/03/20	30/10/20	11/12/20
Liquidità lorda	2.173	3.048	3.293	3.306	3.423	5.284	5.437
Liquidità assorbita	-452	-638	-642	-557	-200	-620	-572
Liquidità netta	1.721	2.410	2.651	2.749	3.222	4.664	4.865
Fabbisogno di liquidità	969	1.220	1.430	1.543	1.648	2.056	1.971
Riserve libere o in eccesso	752	1.190	1.220	1.206	1.574	2.608	2.895

Fonte: ns. rielaborazioni da BCE, Weekly Financial Statement.

TAB. 3 - La liquidità in eccesso e il bilancio della BCE nel periodo dicembre 2016 - dicembre 2020 (miliardi di euro)

LIQUIDITA'	09/12/16	27/10/17	15/06/18	13/09/19	19/03/20	30/10/20	11/12/20
Liquidità in eccesso	1.203	1.828	1.863	1.763	1.775	3.228	3.466
ossia							
Liquidità lorda	2.173	3.048	3.293	3.306	3.423	5.284	5.437
Fabbisogno di liquidità	-969	-1.220	-1.430	-1.543	-1.648	-2.056	-1.971
oppure							
Liquidità assorbita	452	638	642	557	200	620	572
Riserve libere o in eccesso	752	1.190	1.220	1.206	1.574	2.608	2.895
Liquidità in eccesso / Fabbisogno di liquidità	+24,1%	+49,9%	+30,2%	+14,2%	+7,7%	+57,0%	+75,9
Fabbisogno di liquidità/Bilancio BCE	+26,9%	+27,9%	+31,2%	+33,0%	+33,4%	+30,3%	+28,4%
Liquidità in eccesso/Bilancio BCE	+33,3%	+41,8%	+40,7%	+37,7%	+36%	+47,6%	+49,9%

Venendo al *Fabbisogno di liquidità*, determinato dall'andamento del saldo dei Fattori Autonomi (FA) - che non dipendono cioè dall'azione della BCE - e dalla Riserva obbligatoria (ROB)⁷, e che di solito hanno una variabilità ridotta, si osserva però dalla TAB. 2 che tale fabbisogno nel quadriennio

considerato è più che raddoppiato passando da 969 mld. € a 1.971 mld. €, con una crescita di circa 1.000 mld. € (+ 103,3%). Sempre dall'osservazione della TAB. 2 si nota quanto sia cresciuta nel periodo la *Liquidità netta* a motivo tuttavia di un notevole incremento della *Liquidità lorda*, grazie

quindi dovrà essere ben superiore al mero *Fabbisogno*, assumendo così la veste di *Liquidità in eccesso*.

⁷ Peraltro, la Riserva obbligatoria, dal 2012 pari all'1% degli aggregati soggetti, ricopre un ruolo modesto dato

il suo relativamente piccolo ammontare, passato, nel periodo in esame, da circa 117 mld. € a poco più di 144 mld. €.

alle massicce operazioni di politica monetaria effettuate nel periodo a cui si sono accompagnate operazioni di assorbimento sostanzialmente stabili. Pertanto, si è di fronte ad un quadro per cui con la *Liquidità lorda* passata da 2.173 mld. € a 5.437 mld. € (+ 150,2%) e con un *Fabbisogno di liquidità* che – come visto sopra - è anch'esso cresciuto ma di meno, ci si è trovati di fronte ad una espansione significativa della *Liquidità in eccesso*, quasi triplicata passando da 1.203 mld. € a 3.466 mld. € (TAB. 3) ⁸.

La *Liquidità in eccesso*, come noto, è data dalle risorse finanziarie eccedenti il *Fabbisogno* che la BCE decide di mettere in campo offrendole alle banche dell'area (via OPM di finanziamento temporanee) oppure di immettere a tempo indeterminato di propria iniziativa (via acquisti definitivi di titoli di debito) con impatto immediato sui conti delle banche dal momento che per tale via ne vengono incrementate le loro riserve. Ciò viene attuato dalla BCE allo scopo di favorire l'impulso alla crescita dell'economia reale dell'area, spingendo il livello dell'inflazione verso i valori obiettivo, come pure di contrastare *shock* esterni o interni ad essa, come attualmente sta avvenendo a seguito dell'esplosione della pandemia: in altri termini, la *Liquidità in eccesso* costituisce un fondamentale combustibile per alimentare il motore della ripresa economica in una situazione avversa.

Data la sua importante crescita, sempre la TAB. 3 (che riporta una analisi dettagliata delle sue componenti) analizza l'evoluzione della *Liquidità in eccesso* in relazione agli aggregati che la compongono (così come indicati all'inizio di questo lavoro).

Una prima definizione di *Liquidità in eccesso* la pone, infatti, pari alla differenza tra *Liquidità lorda* e *Fabbisogno*; peraltro si è rilevato che la *Liquidità in eccesso* è anche pari alla sommatoria tra le *Riserve libere* di liquidità delle banche⁹ e la *Liquidità assorbita*¹⁰, dove le prime sono cresciute nel periodo da 752 mld. € a 2.895 mld. € (ossia del 285%) mentre la seconda è passata da 452 mld. € a 572 mld. €, ossia con un incremento di solo il 26,5%.

Venendo ora al raffronto tra *Liquidità in eccesso* e *Fabbisogno*, sempre dalla TAB. 3 e dalla FIG. 1 si nota come la prima sia risultata costantemente superiore al *Fabbisogno* fin da dicembre 2016 in cui era superiore del 24,1% (ossia 1.203 mld. € contro 969 mld. €), per raggiungere quasi il 50% a ottobre 2017, per scendere sino al 7% a marzo 2020 per infine risalire nel volgere di pochi mesi, sotto la pressione dell'emergenza, al 75,9% a dicembre 2020 (ossia 3.466 mld. € contro 1.971 mld. €), valore mai raggiunto prima.

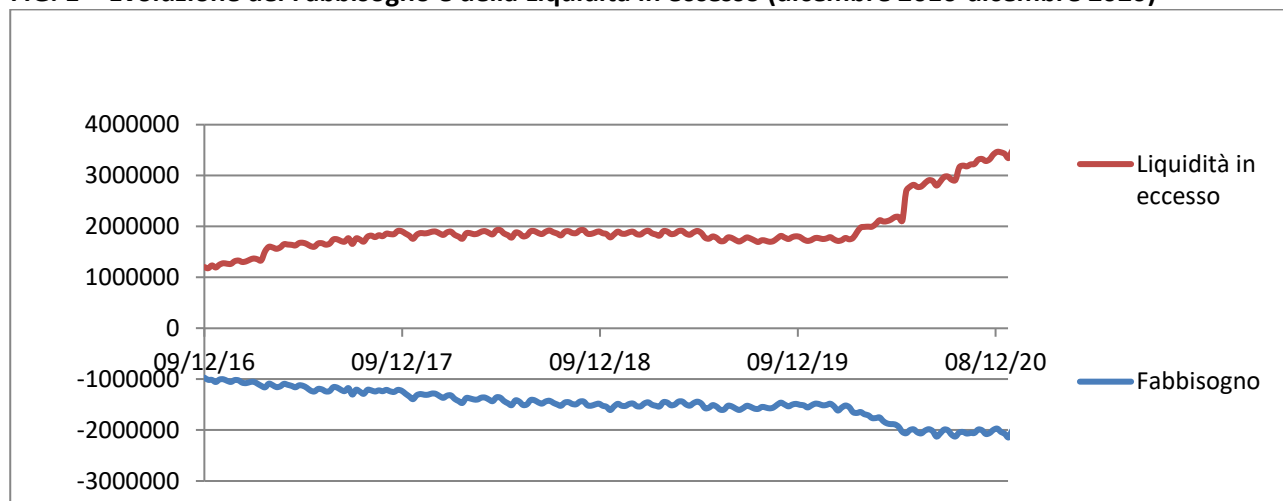
In altri termini, la BCE ha immesso liquidità aggiuntiva a disposizione del sistema bancario dell'area in misura quasi doppia rispetto al suo valore fisiologico, ossia al *Fabbisogno*.

Da ultimo si è voluto rapportare al bilancio della BCE il *Fabbisogno* e la *Liquidità in eccesso*: ancora dalla TAB. 3 emerge che il *Fabbisogno*, agli estremi del periodo considerato, ha assunto valori compresi tra poco più di un quarto e poco meno di un terzo mentre la *Liquidità in eccesso* ha evidenziato valori che sono cresciuti da un terzo a poco meno della metà del bilancio della BCE.

⁸ Va osservato come sino ad agosto 2008, ossia all'epoca in cui si produsse il fallimento della banca d'affari americana *Lehman Brothers*, la *Liquidità in eccesso* è sempre stata pari a zero.

⁹ Per *Riserve libere* si intende la differenza tra le *Riserve bancarie totali* e la *ROB*.

¹⁰ Pari alla somma tra *DTD* e *Depositi overnight presso la BCE*, diminuiti dell'ammontare del *Rifinanziamento marginale*.

FIG. 1 - Evoluzione del Fabbisogno e della Liquidità in eccesso (dicembre 2016-dicembre 2020)


Fonte: nostra elaborazione da *Weekly Financial Statement*

2. L'evoluzione del portafoglio titoli della BCE

Si è già rilevata l'importanza tra le Operazioni di politica monetaria delle cosiddette Operazioni definitive (OD), ossia degli acquisti di titoli (per lo più pubblici) che concorrono a comporre il portafoglio titoli della BCE per finalità di politica monetaria. Con esse viene a completarsi lo strumentario a disposizione della Banca: infatti, se attraverso le Operazioni di rifinanziamento principali (e le OIC) essa dispone in via diretta della possibilità di fissare i tassi di *policy* (ossia a breve termine), le Operazioni definitive le permettono di creare liquidità a sua discrezione (quantitativa e temporale) e implicitamente di influenzare significativamente anche i rendimenti dei titoli a medio e a lungo termine.

E' noto come la decisione di fare ricorso alle Operazioni definitive sia stata lungamente ponderata per tenere conto dei vincoli posti dallo statuto della BCE (e dal Trattato sul

funzionamento dell'Unione). Alla fine la soluzione si è trovata riconoscendo la possibilità per la BCE di agire, si potrebbe dire "per interposto mercato", ossia sui mercati secondari dei titoli pubblici anziché su quelli del primo collocamento¹¹, conseguendo peraltro il medesimo effetto a livello aggregato in quanto la liquidità creata attraverso l'acquisto ad opera della BCE di titoli già esistenti può venire agevolmente indirizzata alla sottoscrizione delle nuove emissioni ad opera dei soggetti venditori (in prevalenza banche).

Le Operazioni definitive, una volta decise dal CdBCE, sono poste in essere a fronte di programmi annunciati dalla BCE con riguardo alla loro dimensione, alla tempistica, alle tipologie di titoli coinvolti nonché agli obiettivi che con esse si vogliono perseguire.

L'avvio dei primi programmi di Operazioni definitive è avvenuto tra maggio 2009 e giugno 2010¹².

¹¹ Cfr. l'art. 21 dello statuto del SEBC che stabilisce, conformemente all'art. 123 del Trattato sul funzionamento dell'Ue, il divieto di finanziare le amministrazioni statali per mezzo di acquisto diretto di

titoli di debito da parte della BCE e delle Banche centrali nazionali.

¹² Il primo programma di acquisto definitivo di titoli di debito (*Covered Bond Purchase Programme - CBPP1*) fu lanciato nel maggio 2009 per una durata di un anno, per

A giugno 2014 è stato annunciato l'avvio di un nuovo programma omnicomprensivo di acquisti definito *Asset Purchase Programme* (APP, noto anche come *Quantitative easing*) finalizzato a creare nuova liquidità. Tale Programma si compone dei seguenti quattro sottoprogrammi, in ordine di avvio:

- Programma CBPP3, dedicato agli acquisti sul mercato primario e secondario della terza *tranche* di *Covered Bond*, iniziati a fine ottobre 2014;
 - Programma ABSPP3, dedicato agli acquisti di *Asset Backed Securities*, avviati da fine novembre 2014;
 - Programma PSPP, dedicato agli acquisti di titoli di Stato e degli emittenti sovranazionali (*Public Sector Purchase Programme*), realizzati unicamente sui mercati secondari di tali titoli da metà marzo 2015;
 - Programma CSPP, dedicato agli acquisti di *Corporate Securities* avviati da metà giugno 2015.
- L'*Asset Purchase Programme* è tuttora attivo nel rispetto di un programma di acquisti stabilito e reso noto dal CdBCE, che lo scorso 10 dicembre 2020 ha deciso che gli interventi " *proseguiranno a un ritmo mensile di 20 mld. € di euro ... finché necessario* " ¹³ .

complessivi 60 mld. €, con l'obiettivo di fronteggiare il malfunzionamento del mercato primario e secondario delle obbligazioni bancarie garantite. A giugno 2010 fu annunciato un secondo programma, con la medesima motivazione, per l'acquisto di *covered bond* (CBPP2), per l'ammontare di circa 16 mld. €. Il 10 maggio 2010 il CdBCE decise di avviare il *Securities Market Programme* (SMP) per fronteggiare il malfunzionamento del mercato dei titoli pubblici di alcuni paesi dell'area (Grecia, Irlanda, Spagna, Portogallo e Italia) e ripristinare adeguatamente il meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Tutti i programmi citati prevedevano il mantenimento nel portafoglio della BCE dei titoli acquistati sino alla loro naturale scadenza ed anche che la liquidità generata dagli acquisti fosse sterilizzata attraverso aste standard a tasso variabile aventi ad oggetto operazioni in veste di

Da ultimo, la crisi pandemica ha portato all'introduzione di un nuovo programma di acquisti con gestione separata, denominato *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP), ad alimentare il quale il CdBCE ha destinato inizialmente, a marzo 2020, 750 mld. €, saliti a 1.350 mld. € nella riunione del 4 giugno 2020, cui sono stati aggiunti ulteriori 500 mld. in quella del 10 dicembre 2020, portando così il totale del Programma a 1850 mld. €.

Al *Pandemic Emergency Purchase Programme* sono specificamente riconducibili acquisti di titoli pubblici e sovranazionali, di obbligazioni bancarie garantite, di obbligazioni corporate e di ABS cui, da ultimo, possono sommarsi anche acquisti di *commercial paper*.

E' di rilievo infine osservare che in ciascuna delle sue riunioni il CdBCE ha ribadito, a valere sui programmi in corso, l'intendimento di reinvestire l'ammontare del valore nominale dei titoli facenti parte dei programmi che verranno a scadenza: sino a fine 2023 nel caso del *Pandemic Emergency Purchase Programme* e "finché sarà necessario" nel caso dell'*Asset Purchase Programme*. In quest'ultimo caso si pone un vincolo stringente sull'ammontare di liquidità lorda immessa via titoli, che quindi non sarebbe destinata a

depositi presso la BCE di durata settimanale (DTD). I citati programmi non vengono più alimentati e sono in essere limitatamente alla durata residua dei titoli ancora in circolazione.

¹³ Il CdBCE ha stabilito che gli acquisti a fronte dell'APP ammontassero a: 60 mld. € mensili tra marzo 2015 e marzo 2016; 80 mld. € mensili tra aprile 2016 e marzo 2017; 60 mld. € mensili tra aprile e dicembre 2017; 30 mld. € mensili tra gennaio e settembre 2018; 15 mld. € mensili tra ottobre e dicembre 2018; tra gennaio e ottobre 2019 il programma è stato chiuso ma successivamente riaperto con acquisti per 20 mld. € mensili da novembre 2019 a tempo indeterminato. A marzo 2020 il CdBCE ha deciso di rafforzare il programma con acquisti aggiuntivi per 120 mld. € da realizzarsi tra marzo e dicembre 2020.

diminuire almeno fino a quando il CdBCE non deciderà altrimenti, comunicandolo con largo anticipo. Per quanto precede risulta oltremodo opportuno analizzare l'evoluzione negli ultimi quattro anni del portafoglio titoli per finalità di politica monetaria della BCE. Al riguardo, la TAB. 4 mette in evidenza che la consistenza complessiva di tale portafoglio è passata da 1.626 mld € di fine

2016 a 3.681 mld. € di fine 2020, con valori che sono quindi più che raddoppiati per il progressivo incremento lungo il periodo in esame dei titoli riferibili all'*Asset Purchase Programme* (APP) e per l'impatto del *Pandemic Emergency Purchase Programme* a partire dall'ultimo trimestre del 2020.

TAB. 4 - Programmi di acquisto definitivo di titoli in essere tra fine 2016 e fine 2020 (miliardi di euro)

	09/12/16	27/10/17	15/06/18	13/09/19	11/12/20
VECCHI PROGRAMMI AD ESTINZIONE	122	100	91	58	32
<i>di cui SPM - Titoli pubblici</i>	102	89	83	52	29
ASSET PURCHASE PROGRAMME	1.504	2.179	2.444	2.553	2.913
<i>di cui PSPP - Titoli pubblici</i>	1.228	1.797	2.003	2.088	2.344
PANDEMIC EMERGENCY PURCHASE PROGRAMME	-	-	-	-	737
<i>di cui Titoli pubblici</i>	-	-	-	-	597
TOTALE PORTAFOGLIO POLITICA MONETARIA	1.626	2.278	2.535	2.611	3.681
<i>di cui titoli pubblici</i>	1.330	1.885	2.085	2.140	2.969
<i>in percentuale</i>	81,8%	82,8%	82,3%	81,9%	80,7%

Fonte: ns. rielaborazioni da Weekly Financial Statement

Tenuto altresì conto della tipologia di titoli oggetto dei Programmi realizzati si rileva che nella stragrande maggioranza dei casi il portafoglio della BCE per finalità di politica monetaria è composto da titoli rappresentativi del debito

sovrano. Infatti, i titoli pubblici negoziabili¹⁴ sono passati da 1.330 mld. € di dicembre 2016 a 2.969 mld. € a fine 2020 mantenendo lungo tutto il periodo osservato una quota di oltre l'80% dell'intero portafoglio¹⁵.

¹⁴ Serve precisare come non tutto il debito pubblico di un paese sia composto da titoli pubblici negoziabili sui mercati secondari. Il debito pubblico dell'area è infatti composto per circa l'80-85% da titoli e per il rimanente da finanziamenti bancari, dalla monetazione e dalla raccolta postale (come nel caso dell'Italia). D'ora innanzi si assumerà come debito soltanto quello in veste di titoli negoziabili, o DPN. Va peraltro precisato come l'aggregato DPN risulti inferiore al totale del

debito espresso in veste di titoli in quanto non è infrequente che vengano collocati anche titoli non destinati a venire negoziati

¹⁵ Nel portafoglio della BCE sono compresi anche titoli emessi da banche, titoli oggetto di cartolarizzazione (ABS) e titoli di società non finanziarie (corporate) con una iniziale prevalenza per le emissioni delle banche poi progressivamente affiancate anche da titoli delle società non finanziarie: a fine 2020 il peso dei titoli

La disciplina dei programmi *Asset Purchase Programme* e *Pandemic Emergency Purchase Programme* prevede che gli acquisti dei titoli del debito pubblico vengano distribuiti tra i 19 Paesi dell'area proporzionalmente al peso di ciascuno sul capitale della BCE (*key capital*). Dalla TAB. 5 si rileva che i titoli del debito pubblico dei 19 Paesi dell'Area dell'euro presente nel portafoglio della BCE a fine 2020 assommavano a 2.799 mld. € a fronte degli 8.713 mld. € dell'intero *stock*¹⁶, pari quindi a quasi un terzo dell'intero debito pubblico negoziabile dei paesi dell'Area dell'euro; importo e percentuale verosimilmente destinati a crescere nei prossimi mesi di circa 1.200 mld. € a fronte del *Pandemic Emergency Purchase Programme* e di non meno di 240 mld. € previsti per l'APP (se resterà attivo almeno fino a fine 2021).

La TAB. 5 mostra anche l'entità dei titoli pubblici nel portafoglio della BCE emessi dai primi 6 Paesi dell'Unione europea: si nota come la consistenza dei titoli pubblici di tali Paesi ammonti a 2.491 mld € rappresentando l'89% della composizione totale del portafoglio di titoli pubblici detenuto dalla BCE. Percentuale comunque allineata al peso del debito pubblico negoziabile di questi 6 Paesi rispetto al totale dell'Area dell'euro che, infatti, si attesta all'86,3%.

A conclusione di tale analisi si può sostenere che la rischiosità del portafoglio titoli della BCE è rappresentata quasi interamente da quella dei titoli del debito pubblico dei principali Paesi dell'Area dell'euro, rendendola di fatto esposta al rischio sovrano dei singoli Paesi che li emettono.

TAB. 5 - Composizione del portafoglio della BCE costituito dai titoli pubblici negoziabili (al 30.11.2020)

Titoli pubblici in portafoglio BCE emessi da	Portafoglio della BCE		Consistenze titoli pubblici negoziabili emessi da	
	In mld. €	in %	In mld. €	in %
Principali Paesi UE	2.491	89,0	7.521	86,3
di cui:				
ITALIA	530	18,9	2.109	24,2
FRANCIA	596	21,3	2.126	24,4
GERMANIA	736	26,3	1.444	16,6
SPAGNA	368	13,1	1.088	12,5
OLANDA	153	5,5	358	4,1
BELGIO	108	3,9	396	4,5
Altri Paesi UE	308	11,0	1.192	13,7
Totale Paesi UE	2.799	100,0	8.713	100

Fonte: per portafoglio BCE nostre elaborazioni da sito BCE.

emessi dalle banche era pari all'8,7% contro il 6,8% delle società non finanziarie.

¹⁶ Cfr. BCE, *Bollettino Economico*, n. 8, 2020, pag. s5, tav. 2.7.

3. Il portafoglio titoli di Stato “domestico” delle banche e degli investitori esteri.

Per avere un quadro completo di quanto il rischio sovrano sia diffuso tra gli operatori occorre altresì indagare quanto i titoli pubblici siano rappresentati nel portafoglio delle banche nazionali (detentrici pertanto di debito per esse “domestico”) e degli investitori esteri in quanto possessori di debito pubblico di Paesi rispetto ai quali risultano non residenti.

Le consistenze di titoli del debito pubblico “domestico” detenuto dalle banche nazionali, che trova ragione in una fisiologica forma di investimento alternativo ai crediti, si è accresciuto nel corso degli ultimi 10 anni a fronte di un minor interesse mostrato dagli investitori *retail*, maggiormente attratti dal risparmio gestito.

Con l’inserimento nel portafoglio di titoli pubblici, indubbiamente le banche svolgono una importante funzione di supplenza rispetto al decrescente supporto del risparmio individuale; tuttavia vedono crescere il rischio sovrano ¹⁷ laddove significative dimensioni del portafoglio pubblico convivano con uno *stock* di debito elevato e crescente e un fabbisogno in prospettiva difficilmente comprimibile. Se, quindi, da un lato il legame “simbiotico” tra sistema bancario e debito pubblico può essere visto, in un certo senso, come fisiologico a vantaggio del sistema economico, dall’altro lato potrebbe diventare, però, un legame patologico – con tutti i rischi e le

preoccupazioni che ne conseguono - allorquando, posto sotto controllo il pericolo generato dalla pandemia, torneranno ad essere di attualità tra gli investitori e i mercati, le politiche di rientro dal debito oggi in buona misura accantonate¹⁸.

Ciò premesso, venendo ai titoli di Stato “domestici” presenti all’attivo del bilancio dei sistemi bancari nazionali, la TAB. 6 (che considera i 4 Paesi dell’Area dell’Euro con maggiore incidenza del debito pubblico negoziabile) mette in evidenza il peso crescente dei titoli pubblici nei portafogli delle banche a partire dal 2008, con un valore che quasi raddoppia a livello di Area UE (da 2,1% a 3,5%). Per quanto riguarda il sistema bancario italiano, tale peso risulta particolarmente elevato, evidenziando dal 2008 una progressione ben maggiore rispetto a tutti gli altri Paesi dell’Area dell’euro che porta ad individuare un peso pari all’11,9% (era il 4,7% nel 2008).

TAB. 6 - Debito pubblico negoziabile domestico in percentuale dell'attivo bancario

	31/08/2008	31/12/2016
Italia	4,7%	11,9%
Francia	2,0%	2,0%
Germania	1,8%	2,9%
Spagna	2,3%	8,0%
Area euro	2,1%	3,5%

Fonte: S. Lozano, B. Guerrero e A. Scopelliti, novembre 2020

¹⁷ Per le banche italiane, secondo la Banca d’Italia, “...un aumento parallelo della curva dei rendimenti dei titoli di Stato di 100 punti base ridurrebbe mediamente il rapporto tra il capitale di migliore qualità e le attività ponderate per il rischio *Common equity tier 1 ratio*, *CET1 ratio*) in misura contenuta, di 27 punti base. ... L’impatto beneficia dell’elevata quota di titoli allocati nel portafoglio delle attività valutate al costo ammortizzato”. Cfr. Banca d’Italia, *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, n. 2, 2020, pagg. 36 – 37.

¹⁸ Si veda per tutti quanto ripreso in un recente lavoro pubblicato dalla BCE (cfr. S. Lozano, B. Guerrero e A.

Scopelliti, *Development in sovereign-bank nexus in the euro area*, in BCE, *Financial Stability Review*, Box 4 Chart A, novembre 2020) in cui si afferma: “*In recent years, many euro area countries have observed a decline in sovereign-bank interlinkages and, in turn, in the risk of intertwined crises. However, the pandemic and the fiscal measures to support the economy that followed are likely to prompt an increase in sovereign debt, and in turn in the exposures between governments and their banking system.*”

Verosimilmente ciò è attribuibile alla maggior redditività offerta dai titoli pubblici italiani, a sua volta alimentata dalle impellenti necessità di copertura dell'ingente (e in continua crescita) debito pubblico italiano.

La successiva TAB. 7, per i medesimi 4 principali Paesi, intende evidenziare, a settembre 2020, la percentuale di titoli pubblici domestici detenuti dai rispettivi sistemi bancari e dagli investitori esteri (come per esempio banche, fondi comuni di investimento e fondi pensione), con l'obiettivo di mettere in luce quanto del debito pubblico negoziabile di un Paese sia detenuto da tali operatori che, di fatto, ne rappresentano il mercato di riferimento (al netto ovviamente degli investitori *retail* con i loro possessi diretti o attraverso strumenti di risparmio gestito), e ne sopportano il rischio.

TAB. 7 - Quota del debito pubblico negoziabile domestico detenuto da Banche ed estero

	Banche	Investitori esteri
	30/09/2020	30/10/2020
Italia	20,9%	35,1%
Francia	9,9%	58,0%
Germania	9,7%	52,8%
Spagna	17,9%	55,6%

Fonte: S. Lozano, B. Guerrero e A. Scopelliti, novembre 2020 (per dati banche) e Banca d'Italia, Rapporto sulla stabilità finanziaria, n. 2, 2020, pag. 65 (per dati investitori esteri)

¹⁹ Per memoria si ricorda che a fine 2016 tali percentuali erano del 30% per il sistema bancario italiano, del 36,8% per quello spagnolo, del 22,6% per quello tedesco e del 13,3% per quello francese

²⁰ Un esempio della significatività del ruolo degli investitori esteri è rinvenibile nel Comunicato stampa del Ministro dell'Economia del 7 gennaio 2021, relativo al collocamento avvenuto tramite consorzio della prima *tranche* di BTP quindicennali, 1° marzo 2037. Infatti, a fronte di una domanda per 105 mld. €, soddisfatta per 10 mld. €, la distribuzione geografica del titolo ha visto

Si osserva che ancora una volta il sistema bancario italiano detiene la quota maggiore di debito pubblico negoziabile rispetto agli altri Paesi: il 20,9% contro il 17,9% del sistema bancario spagnolo, il 9,9% di quello francese e il 9,7% di quello tedesco¹⁹.

Per quanto riguarda, invece, il debito pubblico negoziabile di ciascun Paese detenuto da investitori esteri (che così offrono indicazioni del suo grado di sostenibilità, e quindi di affidabilità del paese emittente²⁰), si osserva che ad ottobre 2020 il debito pubblico negoziabile italiano nei portafogli degli investitori esteri si attestava al 35,1%²¹ risultando quindi la quota più contenuta se confrontata a quella degli altri Paesi considerati, con valori per essi rispettivamente pari al 52,8% della Germania, al 55,6% della Spagna e al 58,0% della Francia.

Va però ulteriormente considerato che una percentuale più o meno elevata di debito pubblico negoziabile detenuto dagli investitori esteri può presentare non solo aspetti positivi ma anche elementi di preoccupazione.

In primo luogo si sottolinea come la rapidità d'azione con cui gli investitori esteri agiscono sui mercati, sia quando decidono di "entrare" così come quando decidono di "uscire" da quella componente di portafoglio, costituisce pur sempre un elemento di potenziale criticità in quanto potrebbe generare effetti emulativi nei comportamenti di altre categorie di investitori

la partecipazione di investitori esteri di 50 paesi, che si sono aggiudicati il 73,7% dell'emissione. Quanto a tipologia di sottoscrittori, per il 57,8% i titoli sono stati sottoscritti da *fund manager*, per il 4,4% da fondi pensione e assicurazioni, per il 3,5% da banche centrali, per il 7,4% da *hedge fund*.

²¹ Si ricorda che nel 2010 tale dato per l'Italia era superiore e pari al 42,4%. Cfr. Banca d'Italia, *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, n. 2, 2011, pag. 13.

condizionando in modo evidente il buon funzionamento del mercato dei titoli in questione. In secondo luogo, un valore elevato della quota di titoli detenuti da soggetti istituzionali stranieri se da un lato evidenzia apprezzamento in condizioni ordinarie, in caso di mercati avversi - data la prociclicità dei loro comportamenti operativi - può costituire motivo di preoccupazione per l'enorme pressione che possono esercitare sui prezzi/rendimenti, fino al punto da destabilizzarli. Allo stesso tempo, un valore contenuto, se può risultare indicativo di diffidenza verso il Paese, può allo stesso tempo rappresentare un limite ai già richiamati danni collaterali che potrebbero derivare da detti comportamenti.

Ne consegue che pare evidente quanto una quota significativa di titoli pubblici nei portafogli domestici di investitori residenti, meglio se investitori *retail*, possa mitigare tali rischi.

4. Caratteristiche dei titoli del debito pubblico negoziabile dei principali paesi dell'Area dell'euro

Quanto precede induce ad operare un ulteriore approfondimento allo scopo di comprendere se sia possibile riconoscere una certa uniformità nelle caratteristiche dei titoli pubblici in circolazione nei vari Paesi considerati: uniformità (o meno) che pare opportuno evidenziare anche a seguito della massiccia e sistematica presenza sui mercati che la Commissione europea ha avviato dall'ottobre 2020 con l'emissione di propri titoli di debito negoziabili i quali, sia per quantità (si

stimano emissioni nette per circa 100 mld. € entro il primo semestre 2021) che per merito di credito, concorreranno ad accentuare nel mercato del debito sovrano elementi di concorrenza ben maggiori di quelli già presenti ²². Pertanto, pare opportuno in questa sede operare una ricognizione delle principali caratteristiche tecniche dei titoli pubblici in circolazione al fine di riconoscere se si sia di fronte a titoli dai tratti diversificati per tipologia e struttura e con caratteristiche segmentate per Paese, oppure se sia possibile riscontrare tra essi l'esistenza di caratteri simili, al punto da poter riconoscere una struttura di titolo pubblico comune all'Area dell'euro.

Di seguito, si riassumono i principali risultati dell'esame compiuto sulle consistenze di titoli pubblici dei sei Paesi con il maggior *stock* di debito pubblico negoziabile a novembre 2020, ricorrendo alle fonti informative rappresentate dai siti dei rispettivi Tesori o dai siti delle Agenzie preposte all'emissione e alla gestione del debito pubblico ²³. Come rilevabile dalla TAB. 8, le 450 emissioni rappresentative della totalità di quelle in circolazione, 140 sono state emesse dal Tesoro Italiano, 96 da quello francese e 76 da quello tedesco. L'importo medio unitario delle emissioni era pari a 16,7 mld. €, con una dimensione media delle emissioni italiane pari a 15,1 mld. €, di poco inferiore al valore medio dell'insieme delle emissioni dei 6 Paesi considerati ²⁴.

²² Si tratta di emissioni finalizzate a finanziare i piani di sostegno all'economia dell'Area dell'euro. Si vedano in proposito i comunicati della Commissione del 20 ottobre, del 10 novembre e del 24 novembre 2020.

²³ Per la Francia www.aft.gouv.fr; per la Germania www.deutsche-finanzagentur.de; per la Spagna

www.tesoro.es, per l'Olanda www.dsta.nl; per il Belgio www.debtagency.be.

²⁴ La più contenuta dimensione media rilevata per le emissioni italiane trova giustificazione nella loro maggiore numerosità

TAB. 8 - Caratteristiche del Debito pubblico negoziabile dei 6 principali paesi dell'area € (valori percentuali a dicembre 2020)

Paese	Numero prestiti	Controvalore (mld di €)	Importo medio (mld di €)	Durata media residua	Titoli a breve termine	Titoli a medio e lungo termine
Italia	140	2.109	15,1	6,9	8,9%	91,1%
Francia	96	2.126	22,1	7,8	7,6%	92,4%
Germania	76	1.444	19,0	5,9	7,9%	92,1%
Spagna	69	1.088	15,8	7,5	7,3%	92,7%
Olanda	32	358	11,2	7,5	14,5%	85,5%
Belgio	37	396	10,8	10,0	6,9%	93,1%
Totale	450	7.521	16,7	7,2	8,3%	91,7%

Fonte: ns. rielaborazioni dai siti dei Tesori dei rispettivi paesi. Per durata media residua cfr. Banca d'Italia, Rapporto sulla stabilità finanziaria, n. 2, 2020

L'entità della dimensione unitaria dei prestiti, pur non rappresentando in sé una caratteristica tecnica, costituisce comunque una informazione di notevole rilevanza in quanto impatta sulla negoziabilità del titolo potendosi considerare una *proxy* della sua liquidità, alla quale – tra l'altro - sono particolarmente interessati gli investitori esteri e quelli istituzionali. Infatti, tanto maggiore è l'ammontare del prestito (obiettivo che quasi ovunque viene raggiunto "riaprendo" più volte l'emissione originaria), tanto maggiore ne risulta il carattere di agevole liquidabilità.

Al fine di operare una comparazione la più omogenea possibile tra i titoli pubblici in esame, si è proceduto alla costituzione di comparti omogenei (come riportato nel Riquadro 1) in cui sono stati inseriti i vari prestiti dei 6 Paesi considerati in relazione alla durata, alle

caratteristiche del tasso nominale (fisso o variabile) e alle modalità di rimborso.

La maggiore presenza di titoli di un Paese in più comparti del Riquadro 1 potrebbe rappresentare la spia di un comprensibile comportamento posto in essere dall'emittente per "catturare" l'interesse del maggior numero di potenziali investitori modulando sulle loro presunte preferenze le caratteristiche tecniche dei titoli (il caso italiano dei BTP Italia e più recentemente del BTP FUTURA ne sono significativi esempi²⁵). Tuttavia, tale frammentazione di emissioni in più comparti associata alla già richiamata minore dimensione media delle singole emissioni potrebbe, come già osservato, costituire un limite alla loro liquidabilità.

²⁵ Con riguardo ai BTP FUTURA, oltre a dichiarare la destinazione dei proventi dell'emissione: "... all'adozione di misure per il contrasto degli effetti dell'epidemia da COVID-19...", il Tesoro ha circoscritto agli investitori persone fisiche e giuridiche individuate, la partecipazione alla iniziale sottoscrizione dei titoli ed ha inoltre previsto l'erogazione di un "premio di

fedeltà", consistente in una maggiorazione del prezzo di rimborso dei titoli ad esclusivo beneficio degli investitori che li abbiano sottoscritti al momento dell'emissione e li abbiano detenuti ininterrottamente sino alla scadenza finale. Cfr. Ministero dell'Economia e delle Finanze, Decreto 3 luglio 2020.

Riquadro 1 - Classificazione sintetica dei titoli del Debito Pubblico dei 6 principali Paesi dell'area euro
Titoli a breve termine

Italia	BOT (Buoni ordinari del Tesoro) e CTZ (Certificati del Tesoro a tasso zero)
Francia	BTF (<i>Bons du Trésor au taux fixe et à intérêt précompté</i>)
Germania	BUBILL (<i>Unverzinsliche Schatzanweisungen</i>)
Spagna	LETRAS
Olanda	DTC <i>Schatkiestpapier Dutch Treasury Certificate</i>
Belgio	CT <i>Certificats de Trésorerie</i>

Titoli a medio e lungo termine
Titoli a medio e lungo termine ad elementi fissi o "titoli "nominali"

Italia	BTP (Buoni del Tesoro poliennali) + BTP FUTURA (Buoni del Tesoro Futura)
Francia	OAT (<i>Obligations assimilables du Trésor</i>)
Germania	SCHATZ (<i>Bundesschatzanweisungen</i>) + BOBL (<i>Bundesobligationen</i>) + BUND (<i>Bundesanleihen</i>)
Spagna	BONOS (<i>Bonos del Estado</i>) + OBLIGACIONES (<i>Obligaciones del Estado</i>)
Olanda	DSL's (<i>Staatsobligaties Dutch State Loans</i>)
Belgio	OLO's (<i>Obligation Linéaires - Bons d'Etat</i>)

Titoli a medio e lungo termine ad elementi variabili – a indicizzazione finanziaria

Italia	CCTEu (Certificati di credito del Tesoro Eu)
--------	--

Titoli a medio e lungo termine ad elementi variabili – a indicizzazione reale o "titoli reali"

Italia	BTP €i (Buoni del Tesoro poliennali indicizzati all'indice dell'inflazione europea)) + BTP Italia (Buoni del Tesoro poliennali indicizzati all'indice dell'inflazione italiana)
Francia	OAT€i (<i>OAT indexée sur l'indice des prix à la consommation harmonisée de la zone euro</i>) + OATi (<i>OAT indexée sur l'indice des prix à la consommation en France</i>)
Germania	I BUND (<i>Inflationindexierte Obligationen des Bundes</i>)
Spagna	BONOS €i (<i>Bonos indexados €i</i>) + OBLIGACIONES €i (<i>Obligaciones indexados €i</i>)

Ritornando alla TAB. 8 si segnala che nell'individuazione della durata all'emissione si è operato distinguendo convenzionalmente tra titoli a breve termine e titoli a medio lungo termine, facendo rientrare tra i primi i titoli con durata all'emissione non superiore a 2 anni e privi di flussi cedolari intermedi (e perciò detti anche *Treasury Discount Paper*, equivalenti ai BOT e ai CTZ del Tesoro italiano). Si osserva che i titoli a breve termine, diffusi in tutti i paesi esaminati, rappresentavano a novembre 2020 l'8,3% dell'insieme delle emissioni dei 6 Paesi, con una punta al 14,5% nel caso dell'Olanda e valore minimo del 6,9% del Belgio, e con l'Italia avente un peso dell'8,9%, in linea con il valore medio dei 6 Paesi.

Per converso, le emissioni definite, con generica espressione, a medio e lungo termine (o pluriennali) e pari al 91,7% del totale, erano costituite da titoli con caratteristiche diversificate: il comparto ad elementi fissi e il comparto ad elementi variabili (o dei titoli indicizzati), "nominali" e "reali", di durata ampiamente diversificata che spaziava sino ai 50 anni.

Con riferimento alla durata media residua di tali emissioni in circolazione a fine novembre 2020, ponderata per l'ammontare del debito pubblico negoziabile di ciascun Paese, ancora la TAB. 8 mostra come essa fosse pari a 7,2 anni, con un valore minimo di 5,9 anni per i titoli tedeschi e, sul versante opposto, un valore massimo di 10 anni

per i titoli del Belgio; nel caso dei titoli pubblici italiani la durata media residua era di 6,9 anni.

La successiva TAB. 9 offre uno spaccato delle caratteristiche del comparto più diffuso rappresentato dei titoli a medio e lungo termine. Con riferimento ai titoli pluriennali ad elementi fissi - altrimenti noti anche come titoli "nominali"²⁶, caratterizzati tutti da tasso nominale fisso²⁷ pagabile annualmente (semestralmente nel caso dell'Italia) e da rimborso alla pari in unica soluzione alla scadenza - si evince che essi rappresentavano l'82,2% delle consistenze a medio e lungo termine risultando maggiormente diffusi in Belgio dove rappresentavano il 93%, mentre in Italia coprivano una quota pari al "solo" 73,2% del debito pubblico negoziabile.

Sempre dalla TAB. 9 emerge come i titoli del comparto ad elementi variabili risultino del tutto assenti in Olanda e Belgio. Negli altri 4 Paesi dove sono diffusi, la quota maggiore è data dai titoli ad indicizzazione reale o "titoli reali"²⁸, il cui obiettivo è tutelare l'investitore da andamenti trasmodanti dell'inflazione, come tale intendendosi sia quella rilevata da Eurostat per l'Area dell'euro e sia quella "domestica" rilevata dall'ente di statistica nazionale (come nel caso rispettivamente, dei BTP€i e dei BT Italia). Tra i titoli indicizzati all'inflazione quelli che prevedono il riferimento all'inflazione dell'Area dell'euro risultavano prevalenti rispetto a quelli indicizzati all'inflazione domestica: infatti, i primi coprivano a novembre 2020 mediamente il 5,9% delle consistenze dei

²⁶ Per "titoli nominali" si intendono quei titoli che sin dal momento dell'emissione incorporano nel rendimento "nominale" la componente "premio per l'inflazione" stimata che, unitamente alla componente "rendimento reale" concorre a comporre il rendimento effettivo *ex ante* (si prescinde qui dalla presenza di altre componenti del rendimento effettivo).

²⁷ Ossia con tasso nominale normalmente definito *ex ante* ed immodificabile; nel comparto sono stati inseriti anche i titoli cosiddetti *step-up*, ossia con cedole crescenti nel tempo e quindi di entità nota fin dal

momento dell'emissione. E' il caso dei BTP FUTURA italiani che, per tale motivo sono stati associati al comparto dei BTP.

²⁸ Per "titoli reali" si intendono quei titoli per i quali viene garantito un tasso cedolare minimo, espressivo del tasso "reale" (la componente reale del rendimento nominale), integrato dall'inflazione rilevata nel corso della vita del titolo (è il caso del BT Italia), oppure alla scadenza finale del titolo (è il caso delle emissioni indicizzate all'inflazione dell'area dell'euro), qualsiasi misura essa assuma al momento del rimborso.

titoli del debito pubblico negoziabile dei 6 Paesi mentre i secondi solo l'1,9%.

Va infine sottolineato come i titoli ad elementi variabili con indicizzazione "finanziaria" del tasso nominale (o *floating rate*) risultavano a loro volta poco diffusi essendo presenti soltanto in Italia con Certificati di credito del Tesoro (o CCTEu) rappresentando il 6,5% dei titoli pubblici italiani in circolazione.

L'analisi qui condotta, volta a rispondere al quesito se sia o meno riconoscibile nell'Area dell'euro una struttura prevalente di titoli pubblici, porta ad una risposta affermativa: infatti, a meno di una quota fisiologica ma circoscritta di titoli a breve termine, si è visto essere ampiamente prevalente il ricorso ad emissioni a struttura semplificata, ossia aventi tasso nominale fisso, rimborso in unica soluzione alla scadenza alla pari, durata al collocamento prossima ai 10 anni e di importo per emissione compreso tra i 15 e i 20 mld. €. Che tale configurazione possa ritenersi uno standard oramai consolidato pare suffragato anche dal

recente avvio di emissioni di debito comune all'Area dell'euro lanciate dalla Commissione europea sul finire del 2020 e che saranno proposte anche nel corso del 2021, che presentano caratteristiche tecniche in linea con quelle dei Paesi membri singolarmente presi sopra richiamate. Va tuttavia osservato che, data l'imprevedibile evoluzione più in generale del contesto di riferimento, non è infatti da trascurare la circostanza che all'auspicato ritorno alla normalità per il venir meno dell'emergenza legata alla pandemia, possa accompagnarsi un mutato scenario delle aspettative sul tasso dell'inflazione e quindi sui tassi di mercato (con il venir meno del fenomeno dei "tassi negativi") che potrebbe incidere significativamente sulle preferenze degli emittenti e degli investitori anche in punto di caratteristiche tecniche degli strumenti di debito pubblici.

TAB. 9 - Caratteristiche dei titoli del debito pubblico a medio e lungo termine: composizione %

	Pluriennali ad elementi fissi (nominali)	Pluriennali ad elementi variabili	di cui ad indicizzazione		
Paese			finanziaria	reale (Inflazione Paesi Area euro)	reale (inflazione domestica)
Italia	73,2	17,9	6,5	7,7	3,7
Francia	82,1	10,3	-	7,4	2,9
Germania	87,8	4,3	-	4,3	-
Spagna	87,1	5,6	-	5,6	-
Olanda	85,5	-	-	-	-
Belgio	93,1	-	-	-	-
Totale	82,2	9,6	1,8	5,9	1,9

Fonte: ns. rielaborazioni dai siti dei Tesori dei rispettivi paesi

5. Conclusioni

Dal lavoro, che si prefiggeva di indagare da un punto di vista meramente quantitativo l'operatività della BCE nel periodo compreso tra fine 2016 e fine 2020, a parere di chi scrive, sembrano essere emersi significativi cambiamenti: tra il 2017 e giugno 2018, quando segnali interni ed esterni all'area euro facevano presagire una ripresa economica robusta; tra la primavera 2019 e i primi mesi del 2020, allorché si capì che quella ripresa si sarebbe rivelata illusoria, inducendo a tornare ad una politica monetaria più espansiva; infine, nel periodo a noi più vicino, quando il montare della pandemia ha portato ad un'accelerazione dell'azione della BCE.

Quanto sopra trova conferma nei dati riguardanti l'andamento delle dimensioni del bilancio della Banca e del peso delle Operazioni di politica monetaria (OPM) rapportate al bilancio medesimo. In tale ambito, è altresì interessante rilevare l'andamento delle consistenze delle *Operazioni di finanziamento a più lungo termine* e delle *Operazioni definitive*: tra l'inizio e la fine del periodo osservato è emerso come le prime si siano notevolmente accresciute rispetto alle seconde, che tuttavia continuano a rappresentare l'asse portante degli interventi della BCE.

A sua volta, l'andamento degli aggregati di liquidità (ossia l'immagine speculare delle OPM), a fronte di un *Fabbisogno* crescente, dapprima secondo una tendenza moderata di lungo periodo e poi corretta al rialzo nei mesi segnati dalla pandemia, ha evidenziato una crescita della *Liquidità in eccesso*, quasi triplicata, secondo un profilo analogo a quello delle OPM nette, a conferma dell'impegno della BCE ad accrescere

l'apporto di riserve bancarie a sostegno del credito all'economia reale.

Il ricorso massiccio alle *Operazioni definitive* condotte dall'Eurosistema ha accresciuto le dimensioni del suo portafoglio titoli, composto per oltre l'80% di titoli di Stato dei paesi dell'Area dell'euro. Se è indiscutibile il loro apporto alla più agevole realizzabilità dell'azione della BCE, date le dimensioni del loro mercato e dato lo scarso contributo offerto dal debito privato (che per storia nei Paesi europei è limitato a motivo della centralità del credito bancario), non va sottovalutata la componente di rischio, seppur diversificata da paese a paese, che ne potrebbe derivare in condizioni diffuse di difficoltà. Rischio dal quale non possono sottrarsi anche le altre figure di investitori in titoli pubblici, prevalentemente riconducibili alle banche nazionali e agli "investitori esteri".

A tal proposito, si è evidenziato come il sistema bancario italiano risulti detenere la maggior quota di debito pubblico negoziabile "domestico" rispetto ai principali Paesi dell'area euro e come invece sia detenuto dagli investitori esteri in misura minore rispetto sempre agli altri Paesi.

Per questo motivo, si è altresì ritenuto di svolgere, a conclusione del lavoro, una indagine sulle caratteristiche tecniche del debito pubblico negoziabile dei principali paesi dell'area. Ne è emerso lo spontaneo diffondersi di una struttura uniforme di titoli con caratteristiche fisse ed immutabili e quanto a modalità di rimborso (di cui i BTP sono esempio). Tuttavia tale struttura standard potrà nel tempo subire mutamenti (anche rilevanti) qualora venisse meno il fenomeno dei "tassi negativi" e dovesse mutare il quadro economico generale di riferimento.

Appendice - Una sintetica ricostruzione degli eventi e degli atti che hanno contraddistinto l'attività del CdBCE negli ultimi quattro anni

Di seguito si propone la sequenza delle riunioni del CdBCE ritenute più rilevanti ai fini della conduzione della politica monetaria. In corsivo sono riportate le frasi che qui sono ritenute più significative e tratte da vari numeri del Bollettino Economico della BCE.

8 dicembre 2016. Dalla riunione del CdBCE riguardante sia la valutazione del contesto economico globale che quello europeo in particolare, erano emersi aspetti positivi che prefiguravano uno scenario prossimo venturo meno difficile che nel più recente passato, tale da giustificare la riduzione dell'ammontare mensile di acquisti nell'ambito dell'*Asset Purchase Programme* (APP), dagli originari 80 mld. (in essere da aprile 2016 e previsti sino a fine marzo 2017), a 60 mld. a partire da aprile e sino a dicembre 2017 o anche oltre se necessario. Il CdBCE così motivava la decisione: *"L'attività economica mondiale ha mostrato un miglioramento nella seconda metà dell'anno e dovrebbe continuare a rafforzarsi, pur mantenendo un ritmo inferiore a quello antecedente la crisi." Prosegue la ripresa economica nell'Area dell'euro.*" *"Le proiezioni macroeconomiche per l'Area dell'euro formulate a dicembre dagli esperti dell'Eurosistema indicano un incremento annuo del PIL in termini reali dell'1,7 per cento nel 2016 e nel 2017 e dell'1,6 per cento nel 2018 e nel 2019."* *"In prospettiva, sulla base delle quotazioni correnti dei contratti future sul petrolio, è probabile che l'inflazione aumenti ancora significativamente al volgere dell'anno."* *"Le proiezioni macroeconomiche per l'Area dell'euro formulate a dicembre dagli esperti dell'Eurosistema prevedono un tasso annuo di inflazione misurato sullo IAPC dello 0,2 per cento nel 2016, dell'1,3 per cento nel 2017, dell'1,5 per cento nel 2018 e dell'1,7 per cento nel 2019"*. *"I bassi tassi di interesse e gli effetti delle misure di politica monetaria non convenzionali della BCE continuano a sorreggere la dinamica della moneta e del credito"*. Ciò nonostante la conferma della *"necessità di estendere il programma di acquisto di attività oltre l'orizzonte di marzo 2017 al fine di mantenere il sostegno monetario molto elevato che occorre per assicurare una convergenza durevole dei tassi di inflazione verso livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio termine"*.

26 ottobre 2017. In virtù dei segnali positivi provenienti dall'analisi economica e monetaria compiuta dal CdBCE, viene decisa la prosecuzione degli acquisti a valere sul programma APP per un ammontare mensile pari a 60 mld. € e confermata la sua riduzione a 30 mld. € a partire da gennaio 2018 e sino a settembre seguente, peraltro avendo al contempo cura di evidenziare che: *"Se da un lato la ricalibrazione degli acquisti di attività riflette la crescente fiducia nella graduale convergenza dell'inflazione verso l'obiettivo prefissato, dall'altro le spinte interne sui prezzi sono ancora complessivamente tenui, e le prospettive economiche e il profilo dell'inflazione continuano a dipendere dal perdurante sostegno offerto dalla politica monetaria."*

14 giugno 2018. Il CdBCE decide di ridurre, nell'ambito del APP, gli acquisti definitivi da 30 a 15 mld. € a partire da ottobre e sino a dicembre 2018 e di volerli azzerare a partire da gennaio 2019, motivando la scelta con il convincimento che *"nonostante la lieve attenuazione della dinamica espansiva, le prospettive mondiali a breve termine rimangono essenzialmente favorevoli, sostenute da politiche monetarie accomodanti nelle economie avanzate e dal significativo stimolo fiscale negli Stati Uniti."*. *"L'espansione economica nell'Area dell'euro rimane solida e generalizzata nei diversi paesi e settori, sebbene i dati e gli indicatori recenti si siano mostrati più deboli rispetto alle attese."*

6 giugno 2019. Dopo che nella precedente riunione dell'11 aprile erano suonati alcuni campanelli d'allarme riguardo l'atteso livello di crescita economica, il CdBCE, riconosciuto che *"Secondo le proiezioni, ... a livello mondiale la crescita dovrebbe ridursi nel corso dell'anno, per poi stabilizzarsi nel medio termine"*, comunicava l'introduzione (preannunciata nella sua riunione del 7 marzo), di una nuova serie di Operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT III) trimestrali a partire da settembre 2019 e fino a marzo 2021, delle quali definiva le caratteristiche.

25 luglio 2019. Il CdBCE prendeva atto del mutamento di scenario e annunciava *"la necessità di un orientamento di politica monetaria altamente accomodante per un prolungato periodo di tempo, poiché i tassi di inflazione, sia nella realtà sia nelle proiezioni, si sono collocati costantemente al di sotto di livelli in linea con il valore previsto."*, ciò pur senza assumere decisioni tecniche, rinviate alla successiva riunione.

12 settembre 2019. Il CdBCE, in risposta alle informazioni che *"indicano una più protratta debolezza dell'economia nell'Area dell'euro, la persistenza di pronunciati rischi al ribasso e pressioni inflazionistiche contenute"*, decideva:

- di ridurre il tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale di 10 punti base, a meno 0,50%. Al contempo, i *"tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e sulle operazioni di rifinanziamento marginale sono stati mantenuti invariati sui livelli attuali, rispettivamente pari allo 0,00 per cento e allo 0,25 per cento"*;
- di riprendere *"gli acquisti APP mensili per 20 mld. € a partire dal 1° novembre 2019 e finché necessario al fine di rafforzare l'effetto di accomodamento dei tassi di riferimento della BCE e che terminerà prima che il Consiglio stesso inizierà a innalzare detti tassi di riferimento"*;
- di continuare a *"reinvestire l'intero capitale rimborsato sui titoli in scadenza acquistati nell'ambito del APP per un periodo di tempo prolungato e successivo alla data in cui il CdBCE inizierà a innalzare i tassi di interesse di riferimento"*;
- di modificare *"le modalità delle OMRLT III per preservare condizioni favorevoli del credito bancario, assicurare l'ordinata trasmissione della politica monetaria e sostenere ulteriormente l'orientamento accomodante di politica monetaria. Per ciascuna operazione sarà ora fissato un tasso di interesse pari al tasso medio applicato alle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema per la durata della rispettiva OMRLT."*

23 gennaio 2020. Il CdBCE, dopo aver confermato le misure introdotte nella precedente riunione, *"alla luce del perdurare di prospettive di inflazione contenuta"*, ribadiva *"la necessità di mantenere un orientamento di politica monetaria altamente accomodante per un prolungato periodo di tempo, al fine di sostenere le spinte inflazionistiche di fondo e la dinamica dell'inflazione complessiva nel medio periodo. Le indicazioni prospettiche del Consiglio assicureranno che le condizioni finanziarie si adattino al mutare delle prospettive di inflazione."*

18 marzo 2020. Dopo che nella riunione del **12 marzo 2020** veniva deciso di:

- *"salvaguardare le condizioni di liquidità nel sistema bancario mediante una serie di operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) a tassi favorevoli"*;

- *“tutelare il costante flusso di credito all’economia reale attraverso una fondamentale ricalibrazione delle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT)”;*
- *“evitare l’inasprimento prociclico delle condizioni di finanziamento dell’economia tramite l’espansione del programma di acquisto di attività (APP)” per un importo aggiuntivo di 120 mld. €, nella “riunione straordinaria”, motivata dal delinearsi della gravità della situazione sanitaria, il CdBCE introduceva un nuovo programma di acquisto di titoli pubblici e privati destinato a fronteggiare l’emergenza pandemica (Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP), per un ammontare complessivo di 750 miliardi di euro. “Gli acquisti, che verranno condotti in maniera flessibile nel tempo, tra tipologie di attività e tra giurisdizioni, proseguiranno almeno sino alla fine dell’anno corrente e comunque sino a quando permarrà l’emergenza legata all’epidemia.”.*

30 aprile 2020. Sulla base dei risultati dell’analisi economica e delle indicazioni derivanti da quella monetaria, il CdBCE confermava la perdurante necessità di un ampio grado di accomodamento monetario nonché il mantenimento dell’obiettivo di inflazione. Ne conseguiva la decisione di alleggerire ulteriormente le condizioni relative alla terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a lungo termine (OMRLT-III) e di condurre inoltre una nuova serie di operazioni, non mirate, di rifinanziamento a più lungo termine per l’emergenza pandemica (ORLTEP) per sostenere le condizioni di liquidità del sistema finanziario dell’Area dell’euro. Veniva inoltre reso noto che la BCE, fin da fine marzo aveva avviato *“acquisti nell’ambito del nuovo Programma di acquisto per l’emergenza pandemica (Pandemic emergency purchase programme, PEPP), con una dotazione finanziaria complessiva di 750 mld. €, al fine di rendere maggiormente accomodante l’orientamento complessivo della politica monetaria e di contrastare i gravi rischi a cui il meccanismo di trasmissione di quest’ultima e le prospettive per l’Area dell’euro sono esposti a causa della pandemia.... Gli acquisti netti di attività previsti dal programma PEPP continueranno a essere effettuati in maniera flessibile nel corso del tempo, fra le varie classi di attività e i vari paesi, finché il Consiglio direttivo non riterrà conclusa la fase critica legata al coronavirus, e in ogni caso sino alla fine dell’anno. Inoltre, gli acquisti netti nell’ambito del programma di acquisto di attività (APP) avviato dalla BCE continueranno a un ritmo mensile di 20 mld. €, unitamente agli acquisti rientranti nella dotazione temporanea aggiuntiva di 120 mld. € disponibile sino alla fine dell’anno.”*

4 giugno 2020. Dato l’orientamento al ribasso del tasso dell’inflazione causato dal diffondersi della pandemia, il CdBCE venivano adottate ulteriori misure di politica monetaria: a) l’incremento di 600 mld. € dell’importo degli acquisti riconducibili al PEPP, che così assommano a 1.350 mld. € euro, direttamente destinati a sostenere *“ le condizioni di finanziamento nell’economia reale, soprattutto per le imprese e le famiglie”;* b) il reimpiego del capitale rimborsato sui titoli in scadenza nel quadro del PEPP almeno sino alla fine del 2022 in modo da evitare interferenze con l’adeguato orientamento di politica monetaria; c) l’estensione dell’orizzonte degli acquisti netti nell’ambito del PEPP almeno sino alla fine di giugno 2021, così allineandolo a quello degli acquisti e con quello delle altre misure di politica monetaria adottate in risposta alla pandemia, come le OMRLT-III e le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine per l’emergenza pandemica (ORLTEP); la conferma che gli acquisti netti nell’ambito del APP continueranno a un ritmo mensile di 20 mld. €, unitamente agli acquisti nel quadro della dotazione temporanea aggiuntiva da 120 ld. €, sino alla fine dell’anno.

10 dicembre 2020. A seguito delle conseguenze economiche derivanti *dalla recrudescenza della pandemia*, il CdBCE ha ricalibrato i propri strumenti di politica monetaria adottando nuove misure e confermando altre già in essere. Quanto deciso aveva l'obiettivo di *"continuare a preservare condizioni di finanziamento favorevoli nel periodo della pandemia, sostenendo in ultima istanza l'attività economica e una solida convergenza dell'inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2%"*:

- restano fermi i tassi di riferimento (o di *policy*) su valori dello 0% sulle Operazioni di rifinanziamento principali; dello 0,25% sulle Operazioni di rifinanziamento marginale e del meno 0,50% sui depositi presso la BCE sino a che le prospettive di inflazione non convergeranno verso la percentuale obiettivo di stabilità dei prezzi;
- gli acquisti netti a fronte del Programma di acquisto di attività (APP) proseguiranno a un ritmo mensile di 20 mld. € di euro e proseguiranno finché necessario a rafforzare l'impatto di accomodamento dei tassi di riferimento e termineranno poco prima che il CdBCE inizierà a innalzare i tassi di riferimento. Proseguirà il reinvestimento integrale del capitale rimborsato sui titoli in scadenza nell'ambito dell'APP per un prolungato periodo di tempo successivamente alla data in cui il CdBCE inizierà a innalzare i tassi di *policy*, e in ogni caso finché sarà necessario per mantenere condizioni di liquidità favorevoli e un ampio grado di accomodamento monetario;
- viene incrementato l'ammontare finale del Programma degli acquisti per l'emergenza pandemica (PEPP) da 1.350 mld. € a 1.850 mld. €, estendendone la durata dall'originaria fine del 2020 ad almeno sino alla fine di marzo 2022 e comunque finché il CdBCE non riterrà conclusa la fase critica legata all'epidemia; nel contempo viene esteso, da fine 2022 ad almeno sino a fine 2023, il periodo entro il quale reinvestire il capitale rimborsato a fronte dei titoli scaduti del PEPP;
- continueranno ad essere offerte le regolari operazioni di rifinanziamento mediante aste a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo richiesto alle condizioni vigenti finché ciò sarà necessario;
- a supporto della liquidità, verranno offerte in aggiunta a quella già proposta lo scorso 30 aprile, quattro ulteriori operazioni di rifinanziamento a più lungo termine per l'emergenza pandemica (ORLTP) da realizzarsi nel 2021;
- vengono ulteriormente ricalibrate le condizioni applicate alla terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT-III). In particolare viene esteso di 12 mesi, fino a giugno 2022, il periodo nel quale si applicheranno condizioni considerevolmente più favorevoli. Saranno condotte tre operazioni aggiuntive fra giugno e dicembre 2021. Verrà inoltre incrementato l'ammontare totale che le controparti potranno ottenere in prestito nelle OMRLT-III dal 50% al 55% del rispettivo *stock* di prestiti idonei;
- verrà estesa sino a giugno 2022 la durata dell'insieme di misure di allentamento dei criteri di idoneità applicabili alle garanzie già adottate il 7 e il 22 aprile 2020;

Infine, il CdBCE, in linea con quanto già espresso nella riunione del 10 settembre, ha ribadito la volontà di *"seguire l'andamento del tasso di cambio in relazione alle sue possibili implicazioni per le prospettive di inflazione a medio termine"*, decisione che rappresenta una novità posto che il tasso di cambio non è obiettivo della BCE.