

Associazione
per lo Sviluppo
degli Studi di
Banca e Borsa



Università Cattolica
del Sacro Cuore

OSSERVATORIO MONETARIO

1/2013

Sede: Presso Università Cattolica del Sacro Cuore – Milano, Largo Gemelli, 1
Segreteria: Presso Banca Popolare Commercio e Industria – Milano, Via Moscova, 33 – Tel. 62.755.1
Cassiere: Presso Banca Popolare di Milano – Milano, Piazza Meda n. 2/4 – c/c n. 40625



Associazione per Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa

Università Cattolica del Sacro Cuore

LABORATORIO DI ANALISI MONETARIA

OSSERVATORIO MONETARIO

n. 1/2013

Autori del presente rapporto sono: Giacomo Vaciago (Introduzione), Domenico Delli Gatti e Tiziana Assenza (cap. 1), Giovanni Verga, Maria Gaia Soana e Andrea Monticini (cap. 2), Alberto Banfi e Fiorenzo Di Pasquali (cap. 3), Giovanni Petrella e Andrea Resti (cap. 4), Maria Luisa Di Battista, Paola Bongini e Laura Nieri (cap. 5).

Direzione e coordinamento: Marco Lossani. Segreteria: Nicoletta Vaccaro.

Il rapporto è stato redatto sulla base delle informazioni disponibili al 7 marzo 2013.

Laboratorio di Analisi Monetaria:

Via Necchi, 5 - 20123 Milano - tel. 02-7234.2487; lab.monetario@unicatt.it; www.assbb.it

Associazione per lo Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa:

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

Segreteria: presso Banca Popolare Commercio e Industria – Milano, Via Moscova, 33 – tel. 02-6275.5252



Comitato Scientifico del Laboratorio di Analisi Monetaria:

Proff. M. LOSSANI (Direttore), A. BAGLIONI, A. BANFI, D. DELLI GATTI
P. GIARDA, P. RANCI, G. VACIAGO, G. VERGA



INDICE

SINTESI	pag. I
INTRODUZIONE – SALVARE L’EURO: E POI?	pag. 1
1. IL QUADRO MACROECONOMICO	pag. 3
1. Lo scenario internazionale	3
2. USA: dal Fiscal Cliff al Fiscal Sequester	5
3. Eurozona	6
4. Italia	8
2. LA POLITICA MONETARIA NELL’EUROZONA E NEGLI USA	11
1. L'intervento sui tassi di interesse	11
2. Le misure “non standard”	15
3. La politica monetaria della FED	20
4. Il tasso di disoccupazione come obiettivo della politica monetaria: un tentativo di valutazione costi-benefici	22
5. La FED e la monetizzazione del debito pubblico americano	26
3. IL CONTRIBUTO ITALIANO ALL’OPERATIVITÀ DELLA BANCA CENTRALE EUROPEA NEGLI ANNI 2003 - 2012	27
1. Introduzione	27
2. La fase “ordinaria”: gennaio 2003-luglio 2007	27
3. Il peso della componente italiana delle operazioni di politica monetaria nel periodo 2003-2012	36
4. Un sintetico esame dei principali dati di bilancio delle banche italiane tra maggio 2011 e novembre 2012	38
4. BASILEA 3 E GLI ASSET LIQUIDI DELLE BANCHE: UN’ANALISI EMPIRICA	41
1. Introduzione	41
2. Liquidità: definizioni e misure	43
3. Alcuni contributi sulla liquidità dei titoli obbligazionari	45
4. Descrizione del campione utilizzato	47
5. Risultati empirici	49
6. Conclusioni	54
5. PUÒ IL RELATIONSHIP LENDING CONTRIBUIRE A RIDURRE IL CREDIT CRUNCH IN ITALIA?	58
1. Introduzione	58
2. Il Relationship Lending: gli elementi caratterizzanti	62
3. I vantaggi del Relationship Lending per la banca	65
4. I vantaggi (e costi) del Relationship banking per le imprese	66
5. Relationship Lending e politiche creditizie durante la crisi	68
6. Alcune riflessioni conclusive incentrate sul caso italiano	72

SINTESI

Questo numero di Osservatorio Monetario è suddiviso in due parti. La prima contiene un aggiornamento del quadro congiunturale, sia di carattere reale che monetario. La seconda è invece dedicata ad alcuni approfondimenti su temi quali il ruolo della componente italiana nelle operazioni di politica monetaria intraprese dalla BCE dopo lo scoppio della crisi; l'appropriatezza di alcuni criteri per la definizione degli HQLA (*High Quality Liquid Assets*) previsti in Basilea 3; lo stato dell'arte sul tema del *Relationship Banking*.

Il primo capitolo analizza l'andamento della congiuntura internazionale di carattere reale. Il quadro macroeconomico appare caratterizzato da un marcato rallentamento che è tuttora in corso in questo scorcio iniziale del 2013. Negli USA la crescita prosegue ad un tasso che si può considerare soddisfacente. I paesi emergenti complessivamente considerati crescono a un tasso inferiore a quello registrato nel 2011 e molto lontano dai tassi di crescita a due cifre precedenti la Grande Recessione. L'area di maggior criticità rimane l'Eurozona che, nel suo complesso, ha registrato nel 2012 una lieve recessione. All'interno dell'Eurozona, però, il quadro continua ad essere molto eterogeneo. La crescita è modesta in Germania, mentre siamo in presenza di una stagnazione in Francia. Soffrono invece di recessioni gravi la Spagna e l'Italia. In particolare nel nostro paese si è verificata una recessione profonda (anche in prospettiva storica) e persistente, che non sarà superata sino alla prima metà del 2014.

Il secondo capitolo passa invece in rassegna i principali avvenimenti che hanno caratterizzato la congiuntura monetaria in questi ultimi mesi.

La politica monetaria della BCE nella seconda parte del 2012 ha seguito due direttrici: l'intervento sul tasso ufficiale e l'introduzione delle misure OMT di acquisto dei titoli di stato dei sovrani in difficoltà. Il primo intervento ha portato alla riduzione dei tassi interbancari, con l'Eurepo ormai prossimo al livello nullo. Il secondo intervento ha ridotto progressivamente lo *spread* tra i titoli sovrani dei PIIGS ed il bund tedesco: a differenza del programma SMP, questa nuova misura, al momento, sembra essersi rivelata efficace. Sul versante della politica monetaria americana va invece notato come la Fed – pur non variando il tasso di riferimento della politica monetaria – abbia introdotto un'importante novità. Ha infatti comunicato che la politica monetaria resterà accomodante almeno fino a quando il tasso di disoccupazione non sarà sceso sotto il 6,5%, vincolando il proprio comportamento futuro in modo significativo. L'altro elemento di novità, emerso dall'analisi dei verbali della riunione del FOMC di gennaio, è la mancata unanimità dei membri del Board nel confermare il piano di acquisti di titoli pubblici per i prossimi mesi. Ci si può attendere che nel 2013 tale programma possa subire variazioni.

La crisi finanziaria in corso dalla seconda metà del 2007 ha inciso profondamente sul *modus operandi* della Banca Centrale Europea producendo sia una rilevante espansione delle dimensioni del suo bilancio sia il ricorso all'intera gamma dello strumentario operativo a sua disposizione per soddisfare il crescente bisogno di liquidità del sistema bancario europeo. Il terzo capitolo analizza il ruolo della componente italiana nelle operazioni di politica monetaria condotte dalla BCE dopo lo scoppio della crisi finanziaria. L'analisi svolta copre un arco temporale (dal gennaio 2003 al dicembre



2012) idoneo a porre a confronto una fase definita “ordinaria” (priva di perturbazioni, dall’inizio del 2003 all’estate del 2007), con quella successiva di “crisi” (dall’estate del 2007 alla fine del 2012). Quest’ultima è stata a sua volta suddivisa in sotto periodi individuati in relazione ai caratteri di fondo prevalenti della crisi medesima (individuabili prima nelle difficoltà che hanno coinvolto taluni sistemi bancari e, successivamente, nelle problematiche diffuse che hanno investito i mercati dei titoli sovrani di alcuni paesi dell’area dell’euro).

Dal lavoro emerge un quadro di similitudini e di particolarità con quanto rilevato a livello di Eurosystem. Emergono altresì dinamiche del tutto peculiari con riferimento al comportamento del sistema bancario italiano nel corso della “crisi”.

Nel capitolo 4 viene presentata un’analisi empirica finalizzata ad identificare i fattori che guidano la liquidità delle obbligazioni societarie e dei titoli di Stato europei sia nelle fasi ordinarie sia nelle fasi di tensione di mercato. L’obiettivo dell’analisi è fornire una prima verifica circa l’appropriatezza, per il mercato europeo, di alcuni criteri per la definizione del volume di attività liquide di alta qualità (*high quality liquid assets*, HQLA) previsti in Basilea 3. E’ infatti noto che la normativa sul rischio di liquidità, introdotta dopo la crisi finanziaria e nota come “Basilea 3”, prevede che le banche detengano un volume di attività liquide di alta qualità (*high quality liquid assets*, HQLA) tendenzialmente pari, o superiore, ai possibili deflussi di cassa che potrebbero verificarsi nei 30 giorni successivi in presenza di uno scenario di mercato perturbato. Quando la normativa sarà pienamente entrata a regime, il rapporto tra HQLA e deflussi di cassa stimati (detto *liquidity*

coverage ratio, LCR) non potrà scendere sotto il 100%.

Secondo le regole attualmente in discussione, il portafoglio di HQLA utilizzabile dalle banche per ottemperare al LCR includerebbe i *corporate bond* di imprese non finanziarie con *rating* almeno pari a BBB-, mentre consentirebbe solo un limitato riconoscimento specifico per titoli maggiormente vicini alle prassi di mercato europee come i *covered bond*. Al contempo sarebbero considerati totalmente privi di rischio (e quindi computabili *ad libitum*) i titoli di Stato domestici. I risultati ottenuti evidenziano come la liquidità dei titoli obbligazionari dipenda da variabili come la *duration*, il *rating*, la dimensione e l’età dell’obbligazione. È particolarmente rilevante, considerati gli obiettivi della regolamentazione del rischio di liquidità, notare che queste variabili agiscano in maniera più accentuata durante le fasi di tensione del mercato. L’analisi condotta solleva interessanti implicazioni di *policy* circa il ruolo del *rating*, dell’ammontare emesso e della *duration* dei titoli in portafoglio delle banche per fronteggiare eventuali deflussi di cassa in caso di tensione di liquidità. Emergono serie perplessità circa l’assenza di limiti alla concentrazione in titoli di Stato domestici, che peraltro non è calmierata neppure dalla presenza di limiti minimi di *rating*. In sintesi, ci si interroga sull’efficacia di una regolamentazione in base alla quale i titoli di Stato domestici possano essere usati, persino quando dotati di *rating* non eccellenti, senza alcun limite per soddisfare i requisiti di liquidità.

Infine, nel quinto e ultimo capitolo, viene ripreso e discusso il tema del *Relationship Lending*. In particolare nel contributo si cerca di valutare se la concentrazione presso il sistema bancario italiano dei flussi finanziari verso le

imprese, renda più complessa la ripresa dell'economia italiana, nel momento in cui l'industria è entrata in crisi; oppure se, invece, tale concentrazione possa facilitare una ricomposizione e riqualificazione del rapporto banca impresa in una logica di *Relationship Lending* e – attraverso questa via – possa contribuire a riavviare i flussi di credito, seppur in modo più selettivo rispetto al passato. Inoltre nel contributo ci si chiede se e a quali condizioni banche di diverse dimensioni saranno in grado e avranno convenienza ad operare secondo le logiche del *Relationship Lending*.

Per rispondere a queste domande, il lavoro cerca di mettere in evidenza – sulla base di una rassegna dell'ampia letteratura esistente – gli elementi che caratterizzano il *Relationship Lending* e i supposti vantaggi che ne derivano per la banca e per l'impresa. Inoltre, seguendo questa prospettiva, si sofferma sui contributi più recenti che si propongono di evidenziare se nella recente crisi finanziaria i rapporti di *Relationship Lending* abbiano comportato condizioni di credito relativamente migliori.

INTRODUZIONE

SALVARE L'EURO: E POI?♦

Grazie all'avvio dell'*Unione bancaria* con il trasferimento dei compiti di vigilanza bancaria alla BCE, l'Unione monetaria europea si appresta a diventare "vera"¹.

Per ora, è questa la principale risposta alla crisi comunemente detta "dei debiti sovrani" esplosa a partire dal 2009. La giustificazione ufficiale proposta dalla BCE, e fatta propria (pur con qualche difficoltà) dai 17 Governi dei Paesi che condividono l'Euro, è che grazie a questo passo avanti, si ottengono due obiettivi:

- 1) si evita che il merito-di-credito delle banche europee sia strettamente connesso a quello dei rispettivi Governi;
- 2) si ripristina il meccanismo di trasmissione della politica monetaria unica decisa dalla BCE, che in questi anni di crisi si è frammentato in tante diverse condizioni monetarie nei diversi Paesi.

E' in realtà comprensibile che questo significativo passo avanti nell'integrazione europea abbia finito col sollevare problemi più importanti e fondamentali.

A ben guardare, quelle due giustificazioni della BCE guidata da Mario Draghi sono infatti tecnicamente robuste e politicamente deboli. E sottolineano con forza la necessità di dare una risposta – che non può non essere "politica", e quindi non decisa a Francoforte – al quesito: verso quale obiettivo stiamo muovendo? Che in termini più facili, significa: a cosa serve l'Euro?

♦ A cura di Giacomo Vaciago.

¹ "Vera", "genuina", "completa", "autentica"...: sono tanti gli aggettivi nuovi con cui dal giugno 2012 si fa riferimento all'UME, grazie al passo avanti allora deciso. Ci voleva una crisi così grave come quella in corso, perché ci accorgessimo tutti che l'Unione iniziata nel 1999 ... non lo era affatto?

Due riflessioni in proposito sembrano ancora opportune.

Anzitutto, una questione di metodo. E' da almeno vent'anni che gli economisti americani – tutti, o quasi – ci dicono che un'unione monetaria senza una corrispondente unione politica è qualcosa ... contro-natura; che la moneta unica serve a completare un processo di unificazione politica ma non può farne a meno e così via. Lo stanno ripetendo anche in questi ultimi anni, sostenendo che ... ci avevano avvertito! Da parte nostra, abbiamo sempre replicato difendendo un modello – quello della moneta comune con una Banca Centrale "indipendente" dalla politica – che oggettivamente manifesta oggi problemi, anche in altre parti del mondo.

La seconda riflessione riguarda i nuovi problemi che l'uscita dalla crisi ci presenta. Torniamo all'idea di Europa che ci accomuna, e quindi in coerenza con ciò, alla funzione che l'Euro svolge. Semplificando un po', possiamo dire che si ripresentano, per i prossimi anni, tre visioni di Europa più che mai diverse.

- 1) La prima visione – tipicamente rappresentata da Londra e dal modello di sviluppo inglese – è quella di una grande "zona di libero scambio". Si abbattono le barriere alla circolazione di ogni tipo di bene, ed è il mercato – cioè la "sovranità del consumatore" – a decidere il successo di ciascuna impresa, di ciascun Paese. Una moneta comune non serve, perché se il mercato è buono non la richiede; mentre quando vi sono problemi è bene conservare sovranità – anche monetaria – per poterli risolvere. Ciò significa anche che i singoli Paesi devono potere anche in futuro "scegliere" fra ciò che Bruxelles produce – in termini di regole e di politiche – quanto è ritenuto compatibile con il proprio interesse nazionale.



- 2) La seconda visione – normalmente fatta propria dalla graduale estensione all'Europa di quella “economia sociale di mercato” che già stava nella carta costituzionale di Berlino – è un po' più ambiziosa. Anzitutto, perché capisce che il “mercato unico” è molto di più del “libero scambio”. Un mercato è anzitutto un sistema di regole, e l'idea di poter avere i benefici del mercato senza doverne rispettare le regole non ha molto senso (un editoriale del *Financial Times* del 24 gennaio scorso definiva questa posizione del Governo inglese *fanciful*). La posizione tedesca è peraltro limitata dall'idea che basti una moneta di valore stabile (cioè non manipolabile da parte della politica) perché si producano anche i benefici della moneta comune. Di qui l'enfasi su tutte quelle regole – dal Fiscal Compact all'indipendenza della BCE dai Governi (e più in generale ... dalla politica) – che devono garantire il valore della moneta.
- 3) La terza visione – impersonificata negli scritti e nel lavoro di quegli “europeisti” alla Jacques Delors e Tommaso Padoa Schioppa, che purtroppo hanno oggi pochi emuli tra i Governi europei – è infine molto più ambiziosa. Proprio perché l'Euro “produce integrazione” e riduce – man mano che ha successo – la residua “sovranità” dei Governi nazionali, il suo compito è quello di rendere necessaria anzitutto la *cooperazione* dei Governi e poi il graduale passaggio ad altre forme di sovranità condivisa (ora in campo bancario, poi nell'area fiscale e così via).

visione oggi popolare a Londra siano superate. Resta un problema sempre più evidente a tutti: l'integrazione finora realizzata (e ricordiamo che Maastricht ha già compiuto 20 anni!) non ha dato agli “europei” che usano la stessa moneta, l'Euro, la manifesta evidenza di un aumentato benessere, né la prova che la ritrovata stabilità monetaria abbia favorito la crescita. Resta quindi, soprattutto durante le campagne elettorali, il pericolo che l'Euro sia utilizzato come *capro espiatorio* di ciò che mal funziona in *ciascuno* dei Paesi membri.

Il “salvataggio” dell'Euro che si è realizzato nel corso del 2012 ha rappresentato l'ennesimo compromesso – ben gestito dalla cooperazione Draghi-Merkel – tra la seconda e la terza visione. Ed è possibile che alla fine anche le rigidità della

1. IL QUADRO MACROECONOMICO*

1. Lo scenario internazionale

Il quadro macroeconomico internazionale nel 2012 è stato caratterizzato da un marcato rallentamento che è tuttora in corso in questo scorcio iniziale del 2013.

La TAB. 1 riporta i tassi di variazione congiunturali del PIL dei principali paesi avanzati.

TAB. 1 - PIL: tassi di variazione congiunturale

	I-12	II-12	III-12	IV-12
Area euro	0.0	-0.2	-0.1	-0.6
USA	0.5	0.3	0.8	0.1
UK	-0.1	-0.4	1.0	-0.3
Giappone	1.5	-0.2	-1.0	-0.1

Fonte: OCSE

L'area geo-economica di maggior criticità è l'Eurozona che, considerata nel suo complesso, ha registrato in media d'anno nel 2012 una lieve recessione (-0.5%). Nel corso dell'anno si è registrata una contrazione del PIL per tre trimestri consecutivi. All'interno dell'Eurozona, però, il quadro continua ad essere molto eterogeneo.

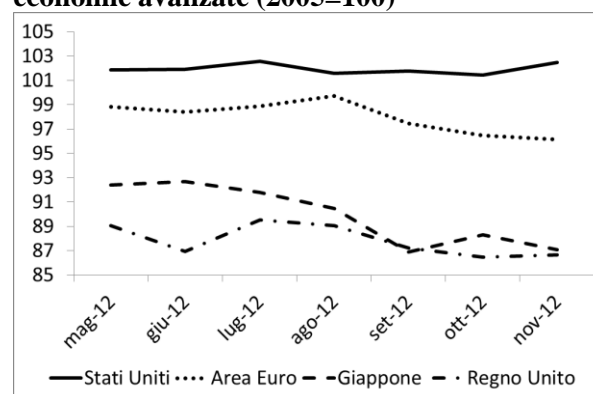
Soffrono di recessioni gravi l'Italia (-2.5%) e la Spagna (-1.5%). La crescita è modesta in Germania (1%), mentre siamo in presenza di una stagnazione in Francia.

Negli USA la crescita prosegue a un tasso che si può considerare soddisfacente (2% in media d'anno). I paesi emergenti complessivamente considerati crescono a un tasso (5%) inferiore a quello del 2011 (6%) e molto lontano dai tassi di crescita a due cifre precedenti la Grande Recessione.

La FIG. 1, che descrive la dinamica della produzione industriale (in livelli), fornisce indicazioni analoghe a quelle implicite nei numeri della TAB. 1. E' immediato notare la tendenza

riflessiva della produzione industriale nell'Eurozona a partire dal terzo trimestre del 2012. In Giappone, questa tendenza riflessiva comincia prima, nel secondo trimestre.

FIG. 1 - Produzione industriale principali economie avanzate (2005=100)



Fonte: OCSE

A ulteriore conferma dello scenario congiunturale non particolarmente soddisfacente vi sono anche i dati relativi alla dinamica delle principali componenti della domanda.

Nella TAB. 2 riportiamo i tassi di variazione congiunturale dei consumi dei principali paesi avanzati. Il segno negativo caratterizza integralmente i dati relativi all'Eurozona, mentre la dinamica dei consumi negli altri paesi rimane moderatamente positiva (anche in Giappone).

TAB. 2 - Consumi delle famiglie: tassi di variazione congiunturale

	I-12	II-12	III-12	IV-12
Area euro	-0.3	-0.5	-0.1	ND
USA	0.6	0.4	0.4	0.5
UK	0.3	0.7	0.1	0.1
Giappone	1.2	0.0	-0.5	0.4

Fonte: OCSE

La TAB. 3 riporta i tassi di variazione congiunturale degli investimenti dei principali paesi avanzati. Eurozona e Giappone registrano

* A cura di Domenico Delli Gatti e Tiziana Assenza.

decrementi degli investimenti praticamente per tutto il 2012.

TAB. 3 - Investimenti: tassi di variazione congiunturale

	I-12	II-12	III-12	IV-12
Area euro	-1.4	-1.7	-0.6	ND
USA	1.2	1.0	0.2	1.9
UK	0.6	2.0	-0.6	-0.4
Giappone	-0.3	1.5	-1.5	-0.8

Fonte: OCSE

Per quanto riguarda l'intonazione complessiva della politica macroeconomica, possiamo affermare che la politica fiscale sia pressoché ovunque restrittiva. La politica monetaria, invece, è espansiva nell'area avanzata, ma è stata restrittiva in Cina dove, nel corso del 2012, il coefficiente di riserva obbligatoria è stato aumentato ripetutamente fino a raggiungere il 20%.

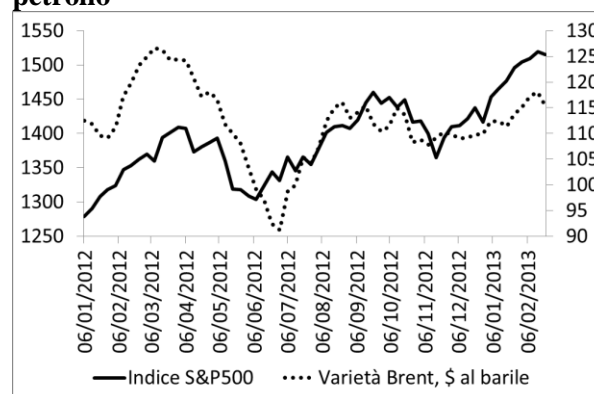
Per il momento gli effetti dell'immissione di liquidità soprattutto negli USA si vedono soprattutto sui mercati finanziari e su quelli delle *commodities*. Nella FIG. 2 sovrapponiamo (usando scale diverse) l'andamento dei prezzi del petrolio in dollari e di uno tra i più significativi indici di borsa statunitensi. Le due spezzate sono fortemente sincronizzate e, nella seconda metà del 2012, quasi intrecciate.

Da luglio 2012 l'incremento sia dei prezzi dei titoli azionari sia del petrolio è stato di assoluto rilievo. Nel periodo luglio 2012-febbraio 2013 l'indice di borsa è aumentato del 15% e il prezzo del petrolio del 25%, raggiungendo la quota di 125 dollari a barile.

Non ci sono ragioni "fondamentali" dietro questa tendenza, in un contesto macroeconomico internazionale in chiaro rallentamento. Evidentemente la domanda di *asset* e di *commodities* risponde anche alla ricerca di rendimento per investire liquidità che non viene

utilizzata per finanziare investimenti di carattere produttivo.

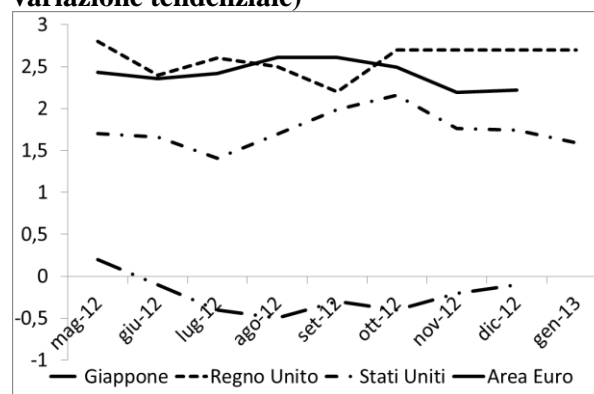
FIG. 2 – Indici di borsa e quotazioni del petrolio



Fonte: FRED. Indice S&P (scala sinistra), quotazione petrolio (scala destra).

Il rischio inflazionistico resta comunque modesto. Nella FIG. 3 riportiamo i tassi di inflazione tendenziali nei principali paesi avanzati. Notiamo innanzitutto la deflazione ancora in atto in Giappone. Per quanto riguarda l'Eurozona il tasso medio di inflazione è in fase di discesa verso il target del 2% da un *plateau* precedente tutt'altro che preoccupante (2.5%).

FIG. 3 - Inflazione al consumo (tassi di variazione tendenziale)



Fonte: OCSE

2. USA: dal Fiscal Cliff al Fiscal Sequester

Il PIL USA cresceva a un ritmo discreto (3% congiunturale annualizzato in Q3-12) fino al quarto trimestre 2012, che ha sorpreso gli analisti con un dato inizialmente negativo che è stato successivamente rivisto verso una modesta crescita (+0.1%). In media d'anno la crescita sarà del 2% circa.

Nella TAB. 4 riportiamo i tassi di crescita congiunturali annualizzati del PIL e delle principali voci di domanda aggregata nel corso del 2012.

In generale si segnala la buona tenuta dei consumi, la volatilità del tasso di crescita degli investimenti e il contributo positivo dell'interscambio commerciale alla domanda aggregata.

TAB. 4 - USA: tassi di variazione congiunturale delle principali componenti della domanda

	I-12	II-12	III-12	IV-12
PIL	2.0	1.3	3.1	-0.1
Consumi	2.4	1.5	1.6	ND
Investimenti	6.1	0.7	6.6	ND
Spesa pubblica	-3.0	0.7	6.6	ND
Esportazioni	4.4	5.3	1.9	ND
Importazioni	3.1	2.8	-0.6	ND

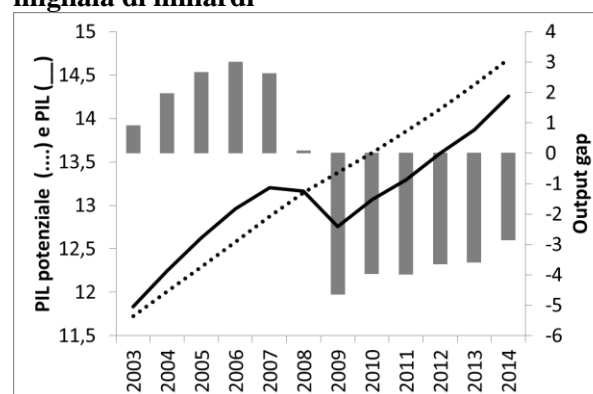
Fonte: Database macroeconomico della Federal Reserve di Saint Louis (FRED)

Il quarto trimestre presenta una crescita poco più che nulla (+0.1%). La modesta dinamica del PIL è dovuta ai contributi positivi registrati dai consumi, dagli investimenti fissi e dalle importazioni che hanno compensato la diminuzione registrata da spesa pubblica, esportazioni e variazioni delle scorte.

La FIG. 4 raffigura i livelli del PIL (in termini reali) effettivo e potenziale (ossia il PIL che si otterrebbe se ci fosse piena utilizzazione della capacità produttiva e delle forze di lavoro) – misurati sulla scala di sinistra – e la differenza tra

le due ossia l'*output gap*, misurato sulla scala di destra. Essa ci aiuta ad allontanare lo sguardo dal breve periodo per inquadrare le tendenze di medio lungo periodo.

FIG. 4 - USA: PIL (potenziale e output gap), migliaia di miliardi



Fonte: OCSE

Osserviamo innanzitutto, con riferimento all'andamento del PIL effettivo, che solo nel 2011 – ossia a due anni dalla fine ufficiale della Grande recessione – è stato recuperato il livello del PIL pre-crisi (2007). Dal 2009 la tendenza del PIL effettivo è chiaramente crescente, ma il sentiero di crescita si trova ben al di sotto a quello PIL potenziale. Gli andamenti delle due nozioni di PIL sono praticamente paralleli. L'*output gap*, infatti, è sistematicamente negativo e solo recentemente mostra una debole tendenza a ridursi.

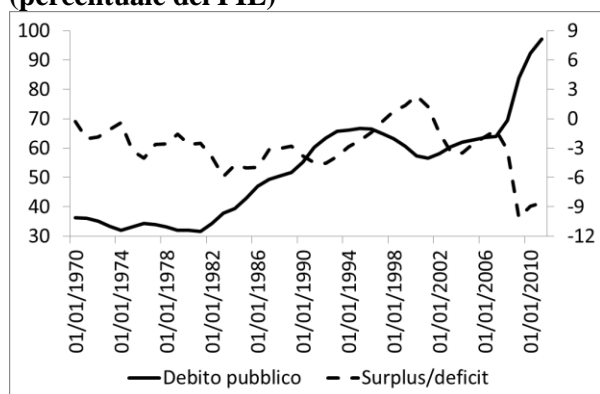
Queste osservazioni corroborano (almeno per ora) la congettura secondo la quale, dopo la crisi, l'economia americana è entrata in una fase in cui l'espansione in tempi "normali" – ossia non di crisi – è di tipo nuovo e meno vibrante che in passato (*new normal*).

L'incognita più rilevante sull'espansione nel breve periodo rimane l'intonazione della politica di bilancio.

La FIG. 5 mostra l'andamento di lungo periodo dei due indicatori più significativi delle condizioni di finanza pubblica, ossia il rapporto tra saldo di

bilancio e PIL (scala di destra) e il rapporto debito/PIL (scala di sinistra).

FIG. 5 - USA: saldi di finanza pubblica (percentuale del PIL)



Fonte: FRED

Il saldo di bilancio si è trovato in territorio positivo all'inizio del quarantennio considerato e negli anni finali della Presidenza Clinton. Prima della crisi il deficit oscillava attorno al 3% del PIL. Con la crisi finanziaria globale e la grande recessione il saldo precipita a -10% ed è tuttora non troppo distante da quella cifra. Di conseguenza il rapporto tra debito pubblico e PIL è fortemente aumentato (negli anni della crisi e della lenta fuoriuscita) dal 60 al 100% del PIL.

Che la politica fiscale debba essere tendenzialmente restrittiva nelle condizioni della finanza pubblica attuali è quindi generalmente accettato, ma sulla dimensione della stretta e sulla sua tempistica le opinioni divergono radicalmente, in primo luogo tra democratici e repubblicani.

Il rischio di una contrazione fiscale automatica (*fiscal cliff*) a fine 2012 è stato superato con un accordo (*American Taxpayer Relief Act*) tra Presidente e Congresso. Con quell'accordo sono stati rivisti parzialmente i tagli alle imposte di Bush jr. Si trattava però di una soluzione tampone perché, in assenza di un accordo di lungo periodo, i tagli automatici venivano rinviati di pochi mesi.

Dal rischio scongiurato di *fiscal cliff*, quindi, si è passati allo spauracchio del *fiscal sequester*. Non essendo stato trovato un accordo, il *fiscal sequester* ha recentemente messo fine alle illusioni e ha attivato automaticamente tagli di spesa (di entità pari a 80 miliardi di dollari) che rischiano di ripercuotersi negativamente sulle prospettive di una congiuntura ancora piuttosto debole.

Gli USA, però, godono di un consistente bonus dovuto al basso costo del debito pubblico, frutto dell'attrattiva intrinseca dei titoli del debito pubblico americano per gli investitori, sia domestici che stranieri, ma anche della politica accomodante della Fed. La banca centrale americana infatti ha ribadito la decisione di proseguire nella politica di *quantitative easing* (anche se alcune voci critiche si sono levate nel vertice della Fed stessa¹) al fine di far scendere il tasso di disoccupazione verso la soglia del 6.5% (il tasso di disoccupazione attuale viaggia attorno all'8%).

3. Eurozona

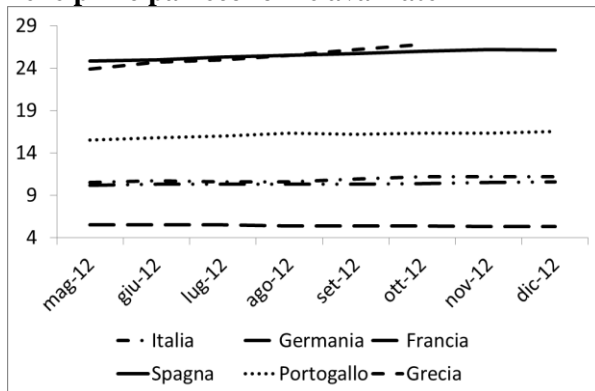
L'Eurozona, come si è detto, procede a due velocità. La Germania cresce a tassi soddisfacenti, mentre la periferia dell'Eurozona (tranne l'Irlanda) è in piena recessione. E della periferia dell'Eurozona fanno parte anche Italia e Spagna². Nella FIG. 6 sono rappresentate le serie storiche del tasso di disoccupazione nel corso del 2012 in alcuni paesi dell'Eurozona. In Spagna e Grecia circa un quarto della popolazione attiva è disoccupata, in Portogallo il dato si aggira attorno al 15%; Francia e Italia sono accomunate da un tasso di disoccupazione grosso modo nell'ordine del 10%. La Germania gode di un'invidiabile

¹ Si veda a tale proposito il contributo di A. Monticini nel cap. 2.

² Si veda la tassonomia del World Economic Outlook del FMI di ottobre 2012.

situazione occupazionale, con un tasso di disoccupazione intorno al 5%.

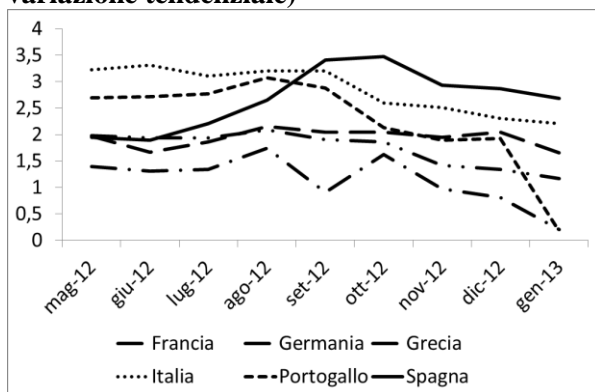
FIG. 6 - Tasso di disoccupazione armonizzato nelle principali economie avanzate



Fonte: OCSE

Nella FIG. 7 sono rappresentate le serie storiche del tasso di inflazione al consumo della seconda metà del 2012 negli stessi paesi dell'Eurozona. Per alcuni di questi paesi il livello dei prezzi al consumo si avvia verso la "crescita zero", l'altra faccia della medaglia di una recessione di ammontare e durata preoccupanti.

FIG. 7 - Inflazione al consumo (tassi di variazione tendenziale)

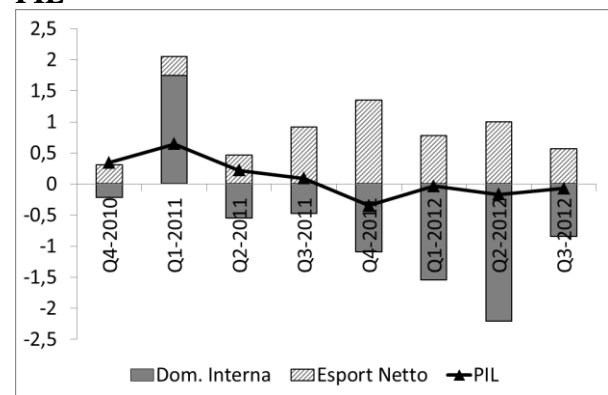


Fonte: OCSE

Nella FIG. 8 riportiamo il tasso di crescita del PIL dell'Eurozona (spezzata continua) trimestrale e i contributi alla crescita della domanda interna e

della domanda estera netta (istogrammi). E' interessante osservare come per l'Eurozona nel suo complesso la domanda estera netta giochi un ruolo positivo di assoluto rilievo. Senza questo contributo, la recessione nell'Eurozona sarebbe duratura e rilevante in quanto dominerebbe lo *stance* restrittivo della domanda interna.

FIG. 8 - Area Euro: contributi alla crescita del PIL



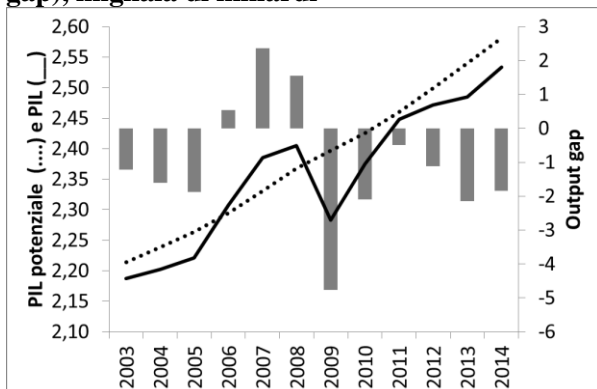
Fonte: OCSE

Nella FIG. 9 riportiamo i livelli del PIL (a prezzi costanti) effettivo e potenziale – misurati sulla scala di sinistra – e l'*output gap*, misurato sulla scala di destra per la Germania. Osserviamo come la ripresa dopo la Grande Recessione abbia riportato il PIL effettivo al livello pre-crisi del 2007 più rapidamente che negli USA (si confronti con la FIG. 4). Il sentiero di crescita del PIL effettivo, inoltre, si è avvicinato più rapidamente e ha accorciato le distanze rispetto al PIL potenziale.

L'*output gap* è tuttora negativo e ci sono indizi anche in questo caso di un *new normal*.

Concentriamo ora l'attenzione sui paesi della periferia dell'Eurozona. Le ragioni della recessione nella periferia dell'Eurozona sono note. Si tratta dell'intreccio perverso di consolidamento fiscale e *deleveraging/credit crunch*.

FIG. 9 - Germania: PIL (potenziale e output gap), migliaia di miliardi



Fonte: OCSE

Il consolidamento fiscale riduce il reddito disponibile delle famiglie e quindi colpisce i consumi; inoltre riduce la spesa pubblica e quindi produce ulteriori effetti negativi sulla domanda aggregata.

La riduzione dell'indebitamento privato è dovuto in primo luogo al *deleveraging* (e quindi alla minor domanda di credito) di famiglie e imprese. Ma a fronte di una minor domanda di credito si è manifestata una minor offerta perché le banche sono meno disponibili a far prestiti. Da questa morsa scaturisce una contrazione rilevante della quantità di credito immessa nel sistema, mentre il tasso di interesse sui prestiti comprensibilmente non reagisce molto. La minor domanda di credito infatti tende a deprimere il tasso mentre la minor offerta tende a spingerlo verso l'alto. Dal combinato disposto di questi due fenomeni emerge la vischiosità dei tassi sui prestiti. Nel complesso, la contrazione del credito finisce per penalizzare consumi e investimenti.

Solo le esportazioni nette contribuiscono ad attenuare la caduta della domanda aggregata nella periferia dell'Eurozona. Il saldo di bilancia commerciale cumulato dei paesi della periferia dell'Eurozona è migliorato sensibilmente tornando al livello dell'inizio dell'unione monetaria. Nella periferia è infatti in corso un

processo di "svalutazione interna": la dinamica salariale nella periferia è più contenuta che nel *core* dell'Eurozona. Migliora quindi la competitività di prezzo della periferia e lo squilibrio di parte corrente dell'area si riduce. Parte di questo riaggiustamento, evidentemente, avviene nei confronti dei partner nel *core* dell'Eurozona, parte verso il resto del mondo.

E' una buona notizia ma anche un sintomo della recessione. La dinamica salariale nella periferia, infatti, è limitata dall'incremento della disoccupazione che a sua volta è dovuto alla recessione. In altri termini, il riequilibrio delle partite correnti della periferia dell'Eurozona è in qualche misura riconducibile alle condizioni macroeconomiche depresse della regione.

Si noti che anche in Germania, il grosso della crescita viene dalle esportazioni nette. Il modello *export led* tedesco beneficia del ri-orientamento delle esportazioni tedesche verso i paesi emergenti; tuttavia questi ultimi stanno rallentando. Inoltre la periferia dell'Eurozona sta diventando più competitiva. Quindi la crescita rallenta anche in Germania.

4. Italia

La recessione del 2012 è profonda (anche in prospettiva storica) e persistente. Nel 2012, infatti, il PIL è diminuito del 2.4% rispetto al livello del 2011 (nel 2011 il tasso di crescita era stato positivo, seppur prossimo allo zero) e si sono registrati decrementi di PIL in tutti i trimestri. Non si intravedono segnali di fuoriuscita dalla recessione. La previsione di una ripresa a cominciare dalla seconda metà del 2013 sembra irrealistica e dovrà essere rinviata almeno di un semestre.

Nella TAB. 5 riportiamo i tassi di crescita congiunturali (non annualizzati) del PIL e delle principali voci di domanda aggregata nel corso del 2012.

TAB. 5 - Italia: tassi di variazione congiunturale delle principali componenti della domanda

	I-12	II-12	III-12	IV-12
PIL	-0.8	-0.7	-0.2	-0.9
Consumo	-1.5	-1.2	-1.0	ND
Investimenti	-4.1	-2.0	-1.4	ND
Spesa pubblica	0.0	0.1	-0.3	ND
Esportazioni	-0.5	1.0	0.5	ND
Importazioni	-3.5	-0.5	-1.4	ND

Fonte: OCSE

Il quadro è desolante. Il regresso è rilevante per consumi e investimenti, i consumi collettivi non contribuiscono alla crescita e anche il contributo delle esportazioni, quando positivo, non è esaltante. La contrazione di rilievo delle importazioni, però, migliora il contributo della domanda estera netta alla crescita del PIL: le importazioni sono infatti una voce negativa della domanda rivolta ai produttori nazionali per cui un loro calo ha un effetto positivo sul contributo della domanda estera netta al PIL.

Dalla TAB. 6 - che riporta i contributi alla crescita del PIL provenienti dalle diverse voci di spesa – emerge che le importazioni, essendo diminuite del 3,5% nel corso del primo trimestre 2012, hanno dato un contributo positivo di un punto alla crescita del PIL. Il contributo alla crescita del PIL proveniente dalle esportazioni nette è quindi stato dello 0,8% nel primo trimestre del 2012 ed è stato mediamente di mezzo punto percentuale nel secondo e nel terzo trimestre.

In media d'anno, nel 2012 le importazioni sono diminuite del 7,7% rispetto al 2011 e l'export è aumentato del 2,3%. Consumi e investimenti invece sono diminuiti rispettivamente del 4% e dell'8%. Senza il contributo della domanda estera netta, quindi, la recessione del 2012 sarebbe stata dell'ordine di 5 punti percentuali di PIL, ossia lo stesso ordine di grandezza della recessione del 2008.

La produzione industriale ha registrato variazioni percentuali tendenziali negative in tutti i mesi del 2012. Il livello di produzione industriale medio del 2012 è arretrato fino a quello del 1990.

La disoccupazione è storicamente alta, ha raggiunto i 3 milioni di unità a gennaio 2013 (con un incremento di mezzo milione rispetto a un anno prima). Il tasso di disoccupazione a gennaio è all'11,7% (10,7% nella media del 2012, 17,2% nel Mezzogiorno). I giovani disoccupati sono il 39% della popolazione in età da lavoro.

TAB. 6 - Italia: crescita del PIL e contributi forniti dalle componenti della domanda aggregata

	I-12	II-12	III-12	IV-12
PIL	-0.8	-0.7	-0.2	-0.9
Consumo	-0.9	-0.7	-0.6	ND
Investimenti	-0.8	-0.4	-0.3	ND
Spesa pubblica	0.1	0.0	-0.1	ND
Esportazioni	-0.2	0.3	0.2	ND
Importazioni	1.0	0.2	0.4	ND
Variazioni delle scorte	0.0	-0.1	0.2	ND

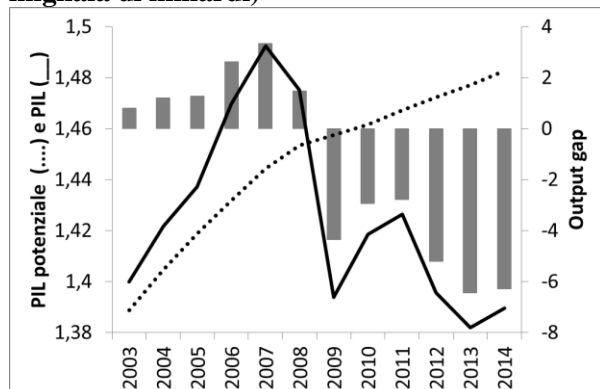
Fonte: OCSE

Nella FIG. 10 riportiamo i livelli del PIL (a prezzi costanti) effettivo e potenziale, misurati sulla scala di sinistra, e l'*output gap*, misurato sulla scala di destra per l'Italia. Questo grafico può essere confrontato con quelli – costruiti allo stesso modo – relativi alla Germania (FIG. 9) e agli USA (FIG. 4).

Colpisce innanzitutto il fatto che il sentiero dinamico del prodotto potenziale si sia appiattito con la recessione. Ciò significa che una recessione profonda lascia segni permanenti sulla capacità di crescita di un paese come l'Italia.

Colpisce ancor di più il fatto che il livello effettivo del PIL si allontani sempre più dal sentiero del livello potenziale. Nel 2012 il livello del PIL effettivo è indietreggiato fino al livello di inizio del nuovo millennio.

FIG. 10 - Italia: PIL (potenziale e output gap, migliaia di miliardi)



Fonte: OCSE

Ne discende che l'*output gap* non solo è negativo ma è addirittura crescente in valore assoluto. Solo nel 2014, se si materializzerà l'auspicata ma per ora fantomatica ripresa, l'*output gap* mostrerà una modestissima tendenza a richiudersi.

Il confronto con la Germania (FIG. 8) è impietoso, non solo per quanto riguarda la dinamica del prodotto potenziale ma anche per lo stato corrente e prospettico dell'*output gap*.

In questa situazione l'osservato speciale continua ad essere la finanza pubblica.

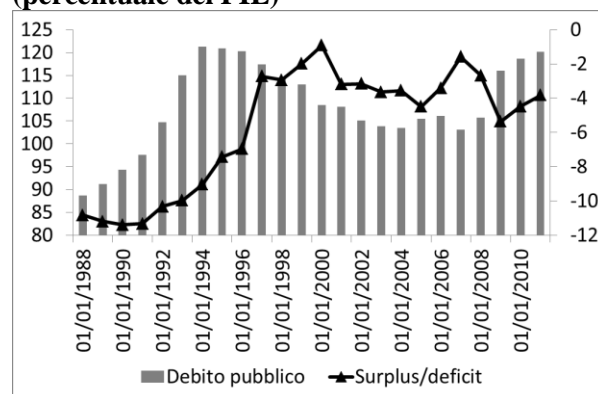
La FIG. 11 mostra il rapporto tra deficit e PIL (scala di destra) e il rapporto debito/PIL (scala di sinistra) per l'Italia negli ultimi vent'anni. Il rapporto debito pubblico/PIL ha raggiunto il 127%.

Le cose vanno meglio per quanto riguarda il rapporto deficit/PIL, in fase di rientro dal 5% raggiunto nel corso della recessione del 2008. Nel 2012 il deficit complessivo è pari al 3% del PIL. Il saldo primario del bilancio dello Stato (ossia il saldo prima del pagamento degli interessi) è positivo ed è migliorato rispetto al 2011, raggiungendo il 2.5%

Lo spread si aggira oggi attorno ai 3,20 punti percentuali contro quasi il 6% alla fine del 2011. Tuttavia l'incertezza generata dagli esiti delle recenti elezioni politiche ha riattivato aspettative

di aumento dello spread. Qualora dovesse persistere uno scenario politico caratterizzato da incertezza sulla composizione e sulla durata di un eventuale esecutivo, non è da escludere che il differenziale BTP-Bund possa velocemente ampliarsi provocando un nuovo, rapido deterioramento dei conti di finanza pubblica. A quel punto una ulteriore manovra sarà difficilmente sostenibile.

FIG. 11 - Italia: saldi di finanza pubblica (percentuale del PIL)



Fonte: FRED

2. LA POLITICA MONETARIA NELL'EUROZONA E NEGLI USA[♦]

La politica monetaria della BCE nella seconda parte del 2012 ha seguito due direttrici: l'intervento sul tasso ufficiale e l'introduzione delle misure OMT di acquisto dei titoli di stato dei Paesi in difficoltà. Il primo intervento ha portato alla riduzione dei tassi interbancari, con l'Eurepo ormai prossimo al livello nullo. Il rendimento delle *deposit facilities* delle banche si è azzerato e tali depositi sono stati parzialmente sostituiti con la liquidità in eccesso. Il secondo intervento ha ridotto progressivamente lo *spread* tra i titoli sovrani dei PIIGS ed il bund tedesco: a differenza del programma SMP, questa nuova misura, al momento, sembra essere efficace.

Come sottolineato dal Presidente della BCE Mario Draghi, il 2012 "verrà ricordato non solo per gli effetti che la crisi del debito sovrano europeo ha avuto sull'Euro e per il significativo indebolimento dell'economia europea, ma anche per le risposte che a queste sfide sono state date dalla BCE, dai governi nazionali, dall'Unione Europea".

Nell'anno appena trascorso l'Eurozona è stata caratterizzata da una contrazione della crescita economica, da una riduzione di consumi ed investimenti, da una ripresa dell'avversione al rischio, dall'aumento degli *spread* sovrani, da una crescente segmentazione dei sistemi bancari nazionali e dai dubbi sulla sopravvivenza dell'Euro. A fronte di questo preoccupante scenario, i governi delle nazioni più deboli hanno avviato politiche di consolidamento dei bilanci. Dall'altro lato, la Banca Centrale Europea è intervenuta in un primo tempo con una riduzione del tasso ufficiale.

Tale riduzione, che in circostanze normali avrebbe

prodotto un abbassamento dei tassi sui prestiti bancari all'economia reale pressoché omogeneo in tutta l'Eurozona, purtroppo non si è trasmessa in modo uniforme nei diversi Paesi, che risultano caratterizzati da un costo del finanziamento bancario assai diverso tra loro. Ciò è imputabile al fatto che l'accesso al mercato interbancario dell'area Euro è stato di fatto quasi precluso ai sistemi bancari di alcune nazioni, già provate dall'incremento dei tassi di interesse sui relativi titoli di stato.

Con lo scopo di ripristinare un omogeneo meccanismo di trasmissione della politica monetaria, nell'agosto 2012 la BCE ha annunciato l'introduzione del programma *Outright Monetary Transactions* (OMT) che, in questa particolare situazione congiunturale, è stato identificato come una soluzione più efficace rispetto all'ulteriore taglio sui tassi di interesse.

Ripercorriamo, nella prima parte di questo contributo, i principali interventi in tema di politica monetaria che hanno caratterizzato l'Eurozona nella seconda parte dell'anno 2012.

1. L'intervento sui tassi di interesse

Come nel 2011 e nella prima parte del 2012, anche nella seconda metà dell'anno la BCE ha operato secondo la logica della *separazione tra misure standard e non-standard*, una combinazione di misure che ormai da qualche tempo ha sostenuto la trasmissione della politica monetaria nell'Eurozona.

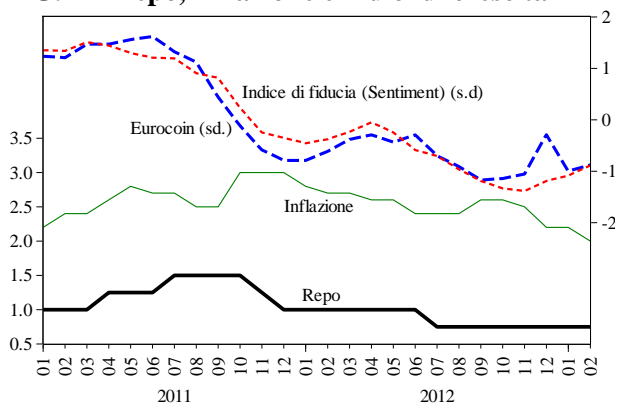
Per quanto riguarda il tasso ufficiale (Repo rate), esso nel dicembre 2011 era stato fissato all'1%. Tale valore è stato mantenuto inalterato per tutto il primo semestre 2012.

Come appare nella FIG.1, in questo periodo l'Eurozona è stata caratterizzata da un calo dell'inflazione e, nel secondo trimestre 2012, da una progressiva riduzione non solo della crescita dell'area Euro - stimata dall'indicatore Eurocoin,

[♦] A cura di Giovanni Verga, Maria Gaia Soana e Andrea Monticini.

una *proxy* dell'andamento mensile del ciclo economico nell'area Euro - ma anche da una marcata contrazione della fiducia, misurata dall'indice ESI, *Economic Sentiment Indicator*. Ciò può essere spiegato alla luce delle crescenti tensioni in alcuni mercati del debito sovrano e del loro impatto sulle condizioni del credito, sui processi di aggiustamento dei bilanci e sulla disoccupazione.

FIG. 1 – Repo, inflazione e indici di crescita



Fonte: BCE, Eurocoin e Eurostat; dati mensili; periodo gen.2011-feb.2013 (scala “normalizzata per gli indici congiunturali Eurocoin e Sentiment).

A maggio 2012 non solo il tasso di crescita (sui dodici mesi) dei prestiti al settore privato è sceso allo 0,4%, ma sono diminuiti anche i tassi di crescita annuali per i prestiti a società non finanziarie e famiglie, rispettivamente allo 0,2% ed al 1,3%, con flussi creditizi mensili negativi alle società non finanziarie.

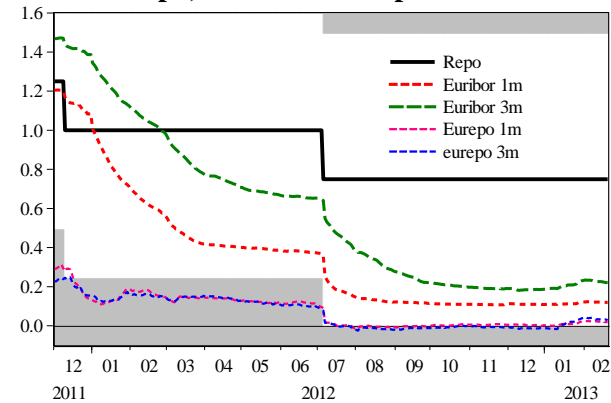
In un contesto di debole crescita economica e di elevata incertezza, con notevoli conseguenze sul *sentiment* del mercato, il 5 luglio 2012 la BCE ha ulteriormente tagliato i tassi di riferimento di 25 punti base, portando il tasso ufficiale al suo minimo storico dello 0,75%, mantenuto inalterato fino ad oggi.

Dopo questo intervento, tra agosto e settembre 2012 (si riveda la FIG.1) l'Eurozona è stata caratterizzata da un contenuto incremento

dell'inflazione, riconducibile agli alti prezzi dell'energia ed all'aumento delle imposte indirette in alcuni Paesi dell'Eurozona, e da un'ulteriore contrazione della fiducia, ancora una volta determinata dalle numerose tensioni in atto nei mercati finanziari. Solo negli ultimi mesi dell'anno 2012 e nei primi mesi del 2013 l'inflazione si è avvicinata all'obiettivo del 2% e gli indicatori congiunturali hanno presentato qualche miglioramento.

In questo contesto segnaliamo che, già dal secondo trimestre 2012, i tassi del mercato interbancario a breve (Euribor, Eurepo) erano comunque molto inferiori al Repo (FIG.2) a causa dell'elevata liquidità del sistema che, come è noto, tende ad abbassare i tassi di mercato rispetto al tasso ufficiale (FIG.3). Tale tendenza si è mantenuta per tutto il secondo semestre del 2012.

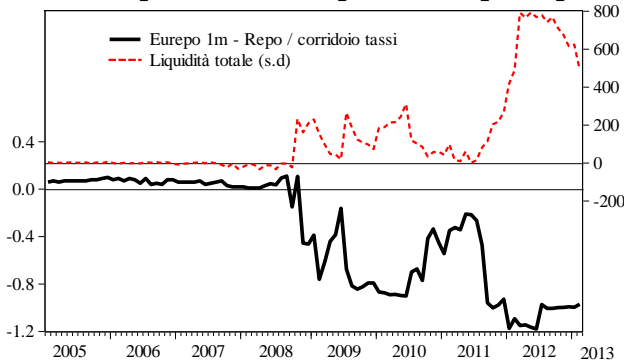
FIG. 2 – Repo, Euribor e Eurepo



Fonte: BCE, Euribor, Eurepo; zona bianca=corridoio dei tassi della BCE; periodo: 1 dic.2011-20 feb.2013.

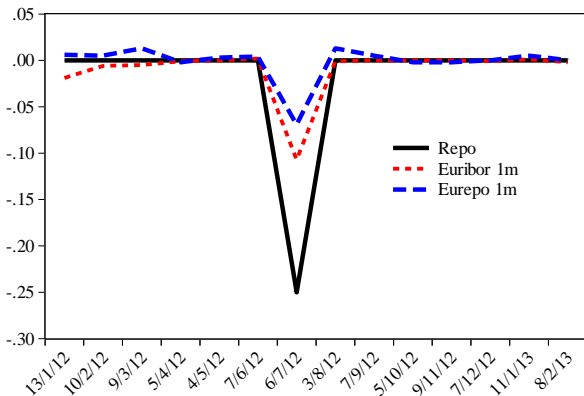
In particolare, sia l'Euribor (tasso sulle operazioni interbancarie non garantite) che l'Eurepo (tasso sulle operazioni interbancarie garantite) a 1 mese hanno subito un'immediata contrazione dopo il taglio del Repo allo 0,75% (FIG.4), il che indica che la diminuzione dei tassi non era stata prevista dalla totalità degli operatori.

FIG. 3 - Liquidità totale e spread Eurepo-Repo



Fonte: BCE, Eurepo; Liquidità in mld. di euro; periodo: 1 gen.2005-20 feb.2013 (giorni successivi alle riunioni del Consiglio direttivo).

FIG. 4 - Variazioni del Repo e dei tassi interbancari a 1 mese



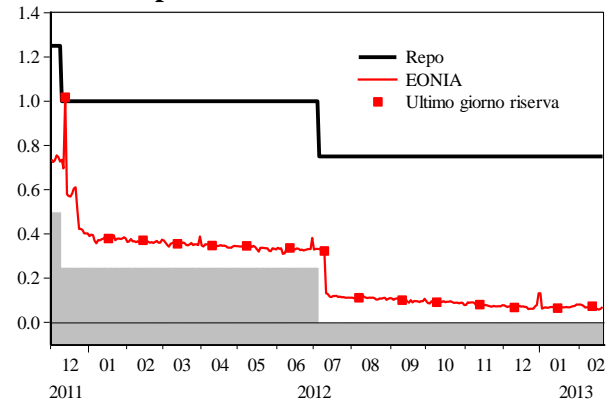
Fonte: BCE, Euribor, Eurepo; periodo: 1 gen.2012-20 feb.2013 (giorni successivi alle riunioni della BCE).

Anche il tasso Eonia (FIG.5) è rimasto vicino al limite inferiore della "fascia" sia nel primo che nel secondo semestre 2012.

A questo proposito è importante sottolineare che nel dicembre 2011 la BCE aveva deciso di cessare le operazioni di assorbimento della liquidità, a scadenza 1 giorno, in precedenza attuate nell'ultimo giorno del periodo di mantenimento della riserva obbligatoria. Tali operazioni, infatti, da un lato riducevano il costo delle riserve eccedenti, ma dall'altro generavano in quella data tensioni sul mercato *overnight*, riducendo l'offerta di fondi inoperosi nel mercato monetario. Di

conseguenza, dopo dicembre 2011, eliminate queste operazioni, non sono più presenti i picchi del differenziale Eonia - Repo che sempre caratterizzavano la fine del periodo.

FIG. 5 - Repo e EONIA



Fonte: BCE, EONIA; zona bianca="corridoio" dei tassi BCE; periodo: 1 dic.2011-20 feb.2013.

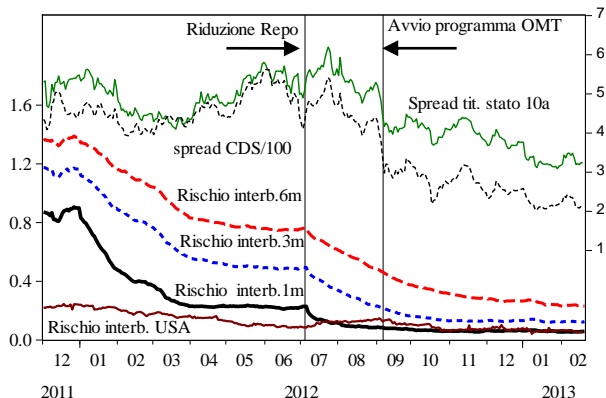
1.1 Il rischio nel mercato interbancario

Il rischio del mercato interbancario, misurato dal differenziale tra i rendimenti delle operazioni non garantite (Euribor) e garantite (Eurepo), si è decisamente ridotto negli ultimi mesi del 2012.

Lo *spread* tra Euribor e Eurepo era infatti salito nel 2011 in relazione alla crisi del debito sovrano della zona-Euro, nonostante negli USA il corrispondente livello di rischio si mantenesse contenuto (FIG.6).

Questa significativa flessione è riconducibile alle iniezioni di liquidità da parte della BCE ed alla riduzione del livello di rischio rispetto alla Germania dei titoli di stato dei Paesi in difficoltà (TAB.1): il movimento è stato accelerato dalla riduzione di 25 bps. del Repo rate.

FIG. 6 - Rischio nel mercato interbancario e del debito sovrano nella zona-Euro



Fonte: BCE, Euribor, Eurepo, Fed e Bloomberg; periodo: 1 dic.2011-20 feb.2013.

TAB. 1 - Effetto medio sullo spread tra Euribor e Eurepo a 1 mese

Liquidità totale (mld.)	-0,076
rischio interbancario USA	0,180
differenziale CDS	0,163

Fonte: BCE, Euribor, Eurepo Bloomberg e nostre elaborazioni; valori medi di equilibrio del periodo: agosto 2007-febbraio 2013.

1.2 Le previsioni sul Repo

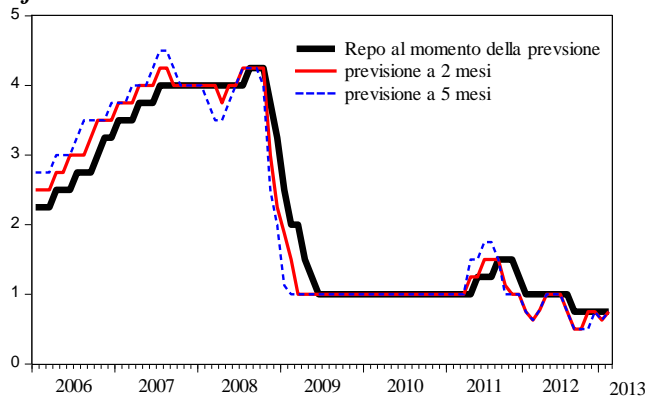
Per quanto riguarda il futuro andamento del Repo, le aspettative di *consensus* di *bfinance* stimano uno scenario piuttosto incerto. A febbraio 2013 la media dei tassi attesi tra 2 e 5 mesi era pari allo 0,69% e la mediana pari allo 0,75%, esattamente corrispondente all'attuale valore del Repo rate (TAB.2).

Alla luce di questi dati non risultano aspettative di rialzo, ma, allo stesso tempo, la presenza di un ulteriore spazio di riduzione è molto limitata: benché alcuni operatori non escludano un ulteriore taglio del Repo, la maggior parte di essi ritiene che i tassi non saranno modificati. Domina, in ogni caso, un'incertezza più elevata che in passato, come evidenziato dalle irregolarità della parte di destra della FIG.7.

TAB. 2 - Previsioni di consensus di *bfinance*

data	previsione a:	Media	Mediana	Max.	Min.
nov 2012	2m	0,66	0,75	0,75	0,50
	5m	0,56	0,50	0,75	0,50
dic 2012	2m	0,69	0,75	0,75	0,50
	5m	0,66	0,75	0,75	0,50
gen 2013	2m	0,63	0,63	0,75	0,50
	5m	0,63	0,63	0,75	0,50
feb 2013	2m	0,69	0,75	0,75	0,50
	5m	0,69	0,75	0,75	0,50

FIG. 7 - Repo e previsioni di Consensus di *bfinance* a 2 e 5 mesi



Fonte: BCE e *bfinance*.

Le più recenti conferenze stampa di Draghi sembrano confermare come una riduzione dei tassi sia, al momento, da escludere. Draghi, infatti, nelle riunioni del 10 gennaio e del 7 febbraio ha ribadito che "la politica monetaria è già accomodante"; inoltre in occasione della riunione del 7 marzo ha affermato che "la BCE non ha in programma nulla di speciale". Infine, non va neppure dimenticato che – benché l'Eurozona sia ormai nel quinto mese consecutivo di recessione – gli indici Eurocoin ed il Sentiment, sono in leggera ripresa, dopo aver raggiunto i minimi storici alla fine dello scorso anno (TAB.3).

TAB. 3 - Conferenze stampa del Presidente

Riunione del 6/12/2012	
inflazione	dovrebbe rimanere in linea con la stabilità dei prezzi
crescita	la debolezza economia dell'area euro è prevista espandersi al 2013
politica monetaria	[nessun commento]
Riunione del 10/01/2013	
inflazione	dovrebbe rimanere conenuta
crescita	la debolezza economia dell'area euro è prevista espandersi al 2013
politica monetaria	accommodante
Riunione del 7/02/2013	
inflazione	dovrebbe rimanere conenuta
crescita	la debolezza economia dell'area euro è prevista espandersi al 2013
politica monetaria	accommodante
Riunione del 8/03/2013	
inflazione	dovrebbe rimanere conenuta
crescita	la debolezza economia dell'area euro è prevista accentuarsi nel 2013
politica monetaria	[nessun commento]

Fonte: comunicati stampa (nostra sintesi e traduzione).

2. Le misure “non standard”

2.1 L'utilizzo delle misure non standard

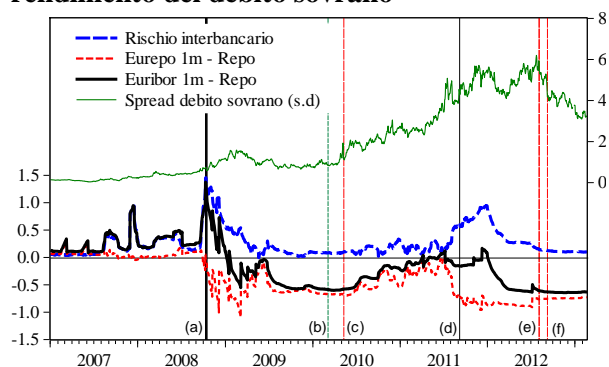
Nel linguaggio della BCE con il termine misure “non standard” si intende l'insieme di operazioni sulla liquidità e gli acquisti sul mercato secondario di titoli del debito sovrano per far fronte al malfunzionamento dei mercati. Una caratteristica delle misure non standard è la stretta relazione intercorrente tra la loro tipologia e il problema da affrontare: interventi sulla liquidità per problemi di liquidità, misure sui titoli del debito sovrano per problemi del debito sovrano.

Gli episodi più importanti e innovativi *relativamente alla liquidità* sono stati due:

(I) gli interventi dell'8 e 15 ottobre 2008 (passaggio dalle aste competitive alle aste a tasso fisso con totale soddisfacimento della domanda, introduzione delle SLTRO, cioè speciali rifinanziamenti a lungo termine

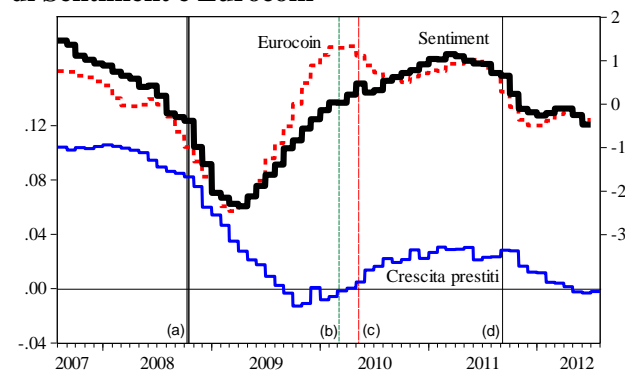
LTRO da attivare in caso di necessità, etc.);
 (II) i provvedimenti dell'8 dicembre 2011 (annuncio di SLTRO triennali, dimezzamento del coefficiente di riserva obbligatoria, etc.).
 Entrambe le date - identificate nei grafici che seguono dalle barrette (a) e (d) - coincidono con momenti di forti tensioni nell'interbancario (alto rischio, misurato dalla differenza tra Euribor e Eurepo) (FIG.8) e a flessioni nella crescita del credito e degli indicatori congiunturali e di fiducia (Eurocoin e Sentiment) (FIG.9).

FIG. 8 - Rischio nell'interbancario, spread fra tassi di mercato e Repo e spread dei rendimento del debito sovrano



Fonte: BCE, Euribor, Eurepo, Bloomberg; lo spread del rendimento del debito sovrano è la media ponderata dei rendimenti decennali di Italia, Spagna, Portogallo e Irlanda meno il rendimento dei titoli tedeschi; periodo: 1 gen.2007-20 feb.2013.

FIG. 9 - Crescita dei resti bancari e andamento di Sentiment e Eurocoin



Fonte: BCE, Eurostat e Eurocoin; periodo 1 gen.2007-30 nov.2012.

Il 4 marzo 2010, in presenza di una situazione del mercato interbancario che stava tornando alla normalità e di una ripresa della crescita dei prestiti erogati dalle banche e dei due indici economici (barretta verticale (b)), la BCE ha provato a tornare, ma solo per qualche giorno, al meccanismo delle aste competitive per le normali LTRO.

L'altro gruppo di misure non standard, cioè i provvedimenti *a sostegno del mercato dei debiti sovrani*, fa riferimento agli interventi presi il 10 maggio 2010 (programma SMP) e il 6 settembre 2012 - approvazione delle operazioni OMT già preannunciate il 2 agosto precedente) (si vedano le barrette verticali contrassegnate con (c), (e) e (f)). Tali date corrispondono a evidenti picchi degli *spread* dei rendimenti dei titoli del debito sovrano dei Paesi in difficoltà rispetto alla Germania.

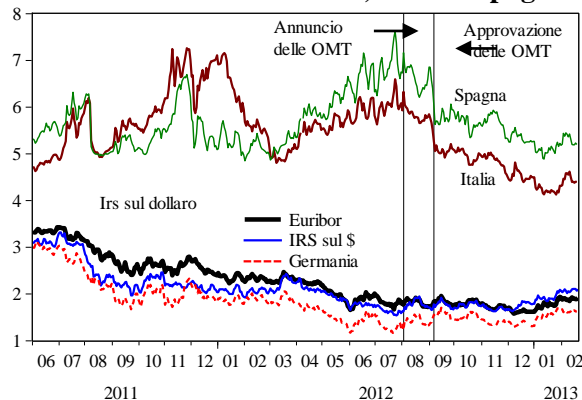
2.2 Le operazioni a titolo definitivo (OMT) sul debito sovrano

Le operazioni di acquisto di titoli di stato a titolo definitivo sul mercato secondario (*Outright Monetary Transactions*, OMT) introdotte nel 2012 hanno lo scopo di ripristinare il meccanismo di trasmissione della politica monetaria e salvaguardare il principio dell'unicità di tale politica, messo in pericolo dalle condizioni distorte nel mercato dei titoli del debito sovrano di alcuni Paesi.

Un esempio di questo fenomeno negativo è costituito dalla FIG.10.

Al basso livello del rendimento dell'Eurirs decennale, che dovrebbero servire da stimolo per tutta l'economia europea in recessione, corrispondono ancor più bassi rendimenti dei titoli di stato tedeschi il cui andamento è perfettamente parallelo a quello dell'Eurirs, come accade sempre in un sistema monetario ben integrato.

FIG. 10 - Tassi decennali di Eurirs, Irs sul \$, debito sovrano di Germania, Italia e Spagna



Fonte: BCE, Fed, Eurirs e Bloomberg; periodo 1 giu.2011-20 feb.2012.

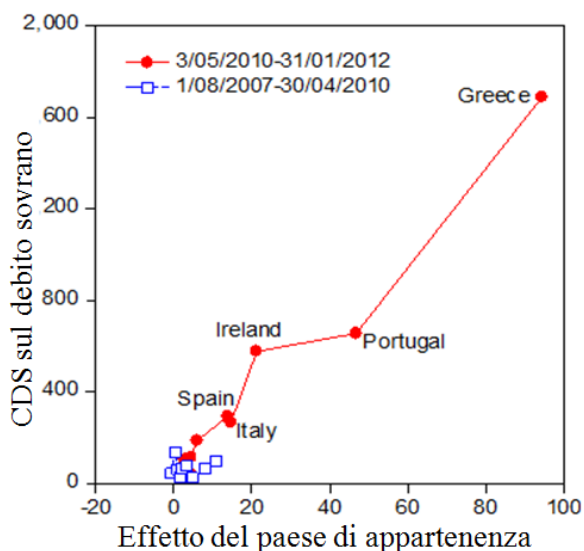
Ciò, però, non si verifica per i titoli di stato di Italia e Spagna i cui rendimenti hanno un andamento completamente slegato dall'Eurirs (come se questi due stati non appartenessero allo stesso sistema monetario). Paradossalmente, persino il tasso a lunga americano è più vicino all'Eurirs di quello del debito sovrano di Italia e Spagna. Ciò genera problemi per l'unicità della politica monetaria, perché anche i rendimenti delle obbligazioni *corporate* (comprese quelle bancarie) risentono pesantemente dello *spread sovrano* rispetto alla Germania e dei corrispondenti CDS (FIG.11).

L'opinione della BCE è che questa differenza nei rendimenti dei titoli di stato possa essere in parte ricondotta a severe *distorsioni* in quei mercati, riconducibili ad *infondate preoccupazioni* sulla solvibilità del debito pubblico, che ne fanno salire il rendimento e il livello dei CDS rispetto a quelli tedeschi (FIG.12).

Allo scopo di ridare fiducia a questi mercati la BCE si è allora dichiarata pronta ad intervenire come acquirente nel mercato secondario di questi titoli anche per importi illimitati, cosa che altri organismi come l'EFSF/ESM non possono fare data la limitatezza delle loro risorse.

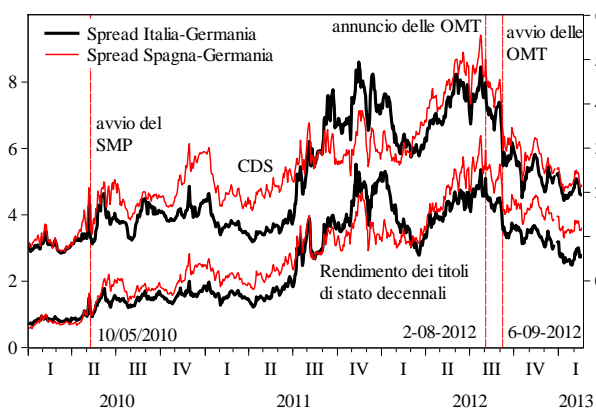
E' ovvio che, per ridare fiducia ai mercati, anche i Paesi interessati dovranno adottare una politica coerente con l'obiettivo di stabilità del debito pubblico.

FIG. 11 - Legame tra lo spread dei tassi corporate emessi nei vari paesi e quelli emessi in Germania e spread dei corrispondenti CDS sovrani



Fonte: Gandolfi-Verga-Montoux-Arcuri: *The relevance of liquidity and country risk on euro-denominated bond*; elaborazioni su dati Bloomberg; I rendimenti dei singoli titoli sono stati depurati dall'effetto dei corrispondenti rischio e liquidità.

FIG. 12 - Spread rispetto alla Germania dei rendimenti decennali sui titoli del debito sovrano e dei relativi CDS



Fonte: Bloomberg, periodo 1 gen.2010-20 feb.2013.

Di conseguenza, la BCE per intervenire richiede ai Paesi in difficoltà di rispettare gli impegni da loro sottoscritti riguardo deficit e debito pubblico: in caso contrario, le “paure” degli investitori sarebbero giustificate, non si potrebbe più parlare di malfunzionamento dei mercati e la BCE non interverrebbe. I Paesi sotto pressione devono quindi soddisfare l'appropriato programma di aggiustamento che sarebbe potenzialmente loro richiesto per consentire eventuali interventi sul mercato primario da parte dell'European Financial Stability Facility / European Stability Mechanism (EFSF/ESM). Un esempio di questo è un totale impegno di aggiustamento macroeconomico con l'EFSF/ESM oppure, più semplicemente, un programma precauzionale (*Enhanced Conditions Credit Line*) che includa, però, l'eventuale possibilità di acquisti sul mercato primario da parte di queste organizzazioni.

Per quanto riguarda le caratteristiche degli interventi OMT, va sottolineato che gli acquisti di titoli di stato sono sempre a titolo definitivo e riguardano la parte breve della curva dei rendimenti, in particolare, le scadenze da 1 a 3 anni. Non vi sono limiti “a priori” sull'ammontare di queste operazioni, che saranno però sospese nel caso in cui il Paese interessato non rispetti gli accordi sul risanamento del debito. La liquidità così creata verrà sempre sterilizzata con operazioni di assorbimento per non compromettere il conseguimento degli obiettivi, *in primis* la stabilità dei prezzi.

Con l'avvio delle OMT è stato definitivamente chiuso il precedente programma SMP che consisteva nell'acquisto da parte della BCE di titoli di stato posseduti dalle banche. Questo programma, iniziato il 10 maggio 2010 in concomitanza con la prima grave crisi del debito sovrano greco, non ha avuto molto successo. Nonostante i numerosi acquisti di titoli da parte della BCE, gli *spread* rispetto alla Germania

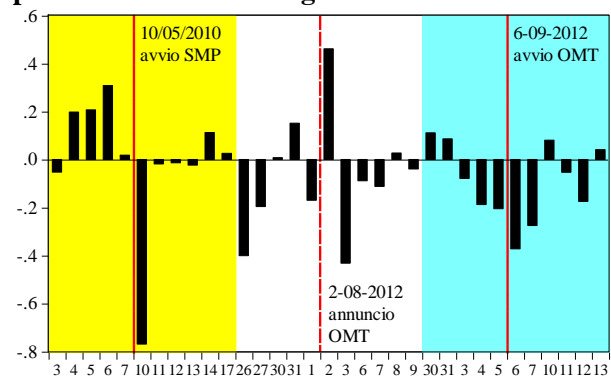
hanno continuato a salire (si rivedano le FIGG.10 e 12 precedenti). Nel documento preparato lo scorso ottobre da Charles Wyplosz per il Parlamento Europeo¹ è stato però sottolineato che l'insuccesso del programma SMP era dovuto a una sua intrinseca debolezza: i vari interventi della BCE venivano presentati come “temporanei e unici”, dando così un'eccessiva rilevanza ai *singoli flussi* di acquisto che non tranquillizzavano gli operatori. In pratica, gli acquisti della BCE servivano soprattutto ai possessori più spaventati per disfarsi dei titoli in portafoglio: nell'immediato i rendimenti scendevano, ma subito dopo gli *spread* risalivano e continuavano ad aumentare. La logica delle nuove OMT è invece coerente con una visione di *stock* (e non di *flussi*) dei mercati finanziari. “La BCE ora orienta i suoi interventi a obiettivi di prezzi (o di tassi o di *spread*) impegnandosi a interventi illimitati, e questo significa che la banca centrale è pronta a garantire parzialmente il corrispondente debito pubblico. In aggiunta, la BCE ha rinunciato ad essere considerata un creditore privilegiato rendendo così chiara la sua intenzione di proteggere i possessori privati dei titoli del debito sovrano (Wyplosz)”.

Gli investitori sembrano aver risposto positivamente a queste caratteristiche delle OMT: a differenza del programma SMP che, al suo annuncio, aveva provocato una riduzione dello *spread* del debito sovrano dei Paesi in difficoltà (FIG.13), *spread* che successivamente era subito risalito, questa volta, oltre all'effetto d'impatto, la tendenza alla riduzione degli *spread* è continuata nei mesi successivi.

A conferma della debolezza intrinseca del precedente programma SMP di acquisto di titoli di stato vi sono i dati forniti dalla BCE il 21 gennaio

scorso riguardo gli acquisti disaggregati per Paese: anche se l'impatto sugli *spread* era stato poco rilevante, effettivamente gli acquisti erano stati notevoli (TAB.4).

FIG. 13 – Gli spread nei giorni immediatamente precedenti e successivi gli annunci



Fonte: Bloomberg; gli spread si riferiscono ai paesi PIIGS, Grecia esclusa.

TAB. 4 - Acquisto di titoli nel programma SMP

Emittente	Ammontare posseduto al 31-12-2012 (mld.di euro)		Vita media residua (anni)
	Nominale	Book value	
Irlanda	14,2 (8,0%)	13,6 (7,0%)	4,6
Grecia	22,8 (12,0%)	21,6 (11,0%)	3,6
Portogallo	33,9 (10,0%)	30,8 (9,0%)	4,1
Spagna	44,3 (5,0%)	43,7 (5,0%)	4,5
Italia	102,8 (5,0%)	99,0 (5,0%)	3,9
Total	218,0 (2,5%)	208,7 (2,4%)	4,3

Fonte: BCE e C. Wyplosz; tra parentesi la % rispetto al debito dell'emittente.

Gli interventi OMT, anche se approvati, sono stati osteggiati dalla Germania che riteneva che questi acquisti di titoli di stato sul secondario, anche se consentiti dal trattato di Maastricht, ne violassero lo spirito: questi acquisti dovrebbero avvenire per perseguire gli obiettivi finali della politica monetaria e non per aiutare i singoli paesi.

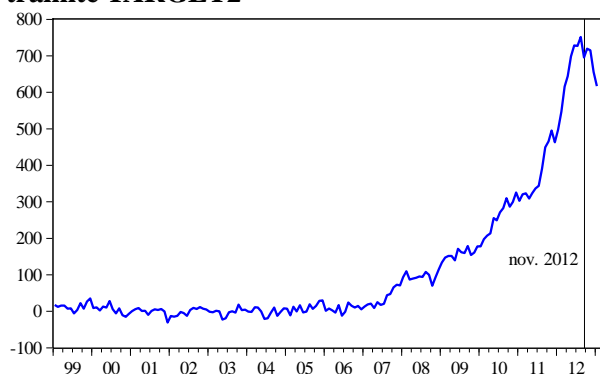
Rimane fuor di ogni dubbio che anche la Germania abbia avuto un vantaggio indiretto. I fondi (in continua crescita) che dalla Bundesbank andavano alla BCE in relazione a “TARGET 2”

¹ <http://www.europarl.europa.eu/document/activities/nt/201210/20121004ATT52939/20121004ATT52939E N.pdf>

hanno incominciato a ridursi dopo l'acquisto diretto di titoli da parte della BCE.

Rimane però un problema cruciale anche dietro le OMT. La BCE, per intervenire, richiede un accordo per il riequilibrio dei conti pubblici, un riequilibrio, però, che si configura costoso per il settore reale. Il rischio è che questa politica di risanamento del debito pubblico porti a una forte depressione del settore privato, con fallimenti delle imprese ed aumento della disoccupazione, che conducono inevitabilmente a difficoltà anche per il sistema bancario e ad altri peggioramenti del bilancio pubblico: alla lunga queste condizioni possono essere considerate inaccettabili dalle popolazioni alla luce delle conseguenze sociali e politiche che ne derivano.

FIG. 14 - Fondi dalla Bundesbank alla BCE tramite TARGET2



Fonte: Bundesbank; dati in mld di euro; periodo: gen.1999-feb.2013

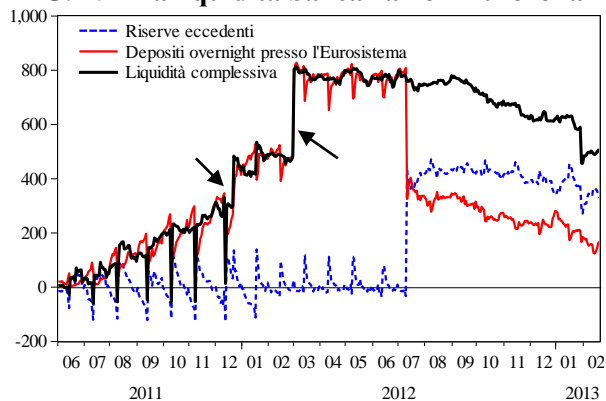
2.3 L'andamento della liquidità delle banche negli ultimi mesi

L'evoluzione della liquidità bancaria nel 2012 e nei primi mesi del 2013 è stata significativamente influenzata dalle decisioni di politica monetaria prese nel dicembre 2011 e dalla riduzione del Repo da 100 a 75 bps. dello scorso luglio (FIG.15).

In questa figura sono chiaramente visibili i due

forti aumenti di liquidità che hanno fatto seguito all'attivazione di due SLTRO triennali con possibilità di rimborso anticipato, particolarmente apprezzate dalle banche in quel periodo di crisi dell'interbancario (si vedano le due frecce riportate nella FIG.15).

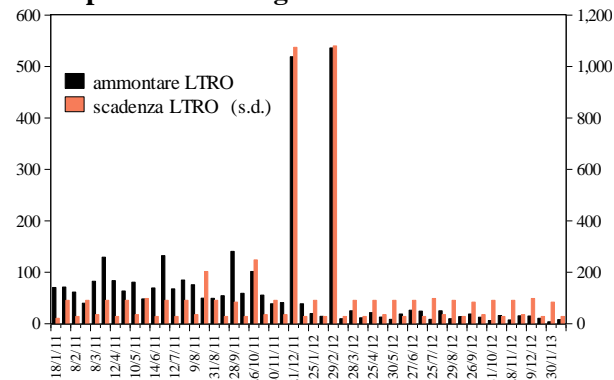
FIG. 15 - La liquidità bancaria nell'Eurozona



Fonte: BCE; dati in mld. di euro; periodo 1 giu.2011-20 feb.2012.

La FIG.16 conferma che le banche, in periodi di stress di liquidità nei mercati interbancari, preferiscono i finanziamenti della BCE a scadenze lunghe che danno loro una liquidità stabile.

FIG. 16 - Scadenza e domanda di liquidità nelle operazioni a lungo termine LTRO



Fonte: BCE; dati in mld di euro; periodo 1 giu.2011-20 feb.2013.

La FIG.16 mostra infatti il netto collegamento tra

la durata dell'operazione e l'importo domandato. Tale figura mostra anche che, dopo aver raggiunto un sufficiente livello di liquidità grazie alle due operazioni triennali, la domanda di ulteriori finanziamenti è nettamente calata.

Tornando alla FIG.15 è anche evidente che dal gennaio 2012 sono stati eliminati i punti di minimo della liquidità nell'ultimo giorno di mantenimento della riserva obbligatoria. Si tratta di una conseguenza dell'abolizione delle concomitanti operazioni OT di assorbimento a scadenza giornaliera che la BCE. Questa decisione era stata presa a dicembre 2011 per incentivare le banche a dirottare sul mercato interbancario una quota maggiore della loro liquidità inoperosa.

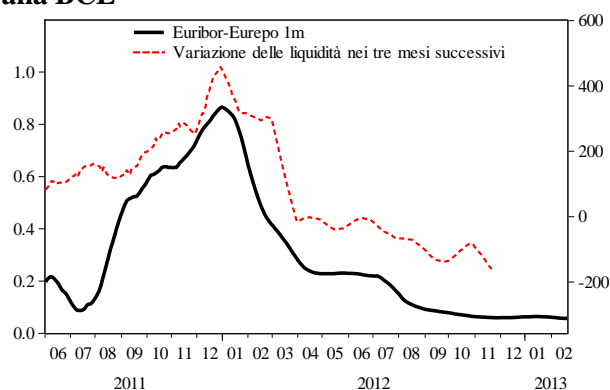
La riduzione del Repo da 100 a 75 pbs. ha completamente azzerato la remunerazione dei depositi *overnight* (*deposit facilities*), che le banche detengono presso l'Eurosistema, parificandone il rendimento a quello già nullo delle riserve in eccesso (differenza tra il saldo del c/c presso l'Eurosistema e l'ammontare della riserva obbligatoria). In conseguenza a ciò l'ammontare dei depositi *overnight* si è immediatamente dimezzato per essere rimpiazzato da uno stesso importo di riserve eccedenti, senza conseguenze per l'andamento della liquidità complessiva.

Negli ultimi mesi le migliorate condizioni del mercato monetario e dei mercati dei titoli di stato dei paesi PIIGS hanno indotto le banche a disfarsi di parte della liquidità accumulata nei mesi precedenti (FIG.15 precedente e FIG.17).

All'inizio di febbraio 2013 il sistema bancario aveva infatti già restituito 140,6 mld. di euro dei 489,2 mld. ottenuti a dicembre 2011 nel primo dei due finanziamenti LTRO a tre anni. Il Presidente Draghi comunque ha affermato che la BCE continuerà a monitorare attentamente le condizioni del mercato monetario e che la forza

della politica monetaria rimarrà ancora accomodante. Rimarrà ancora in essere la prassi di effettuare le operazioni di finanziamento a tasso fisso con integrale soddisfacimento della domanda.

FIG. 17 - Problemi nel mercato interbancario e successiva variazione della liquidità richiesta alla BCE



Fonte: BCE, Euribor, Eurepo; liquidità = dati in mld. di euro; periodo 1 giu.2011-20 feb.2013; medie mobili mensili.

3. La politica monetaria della FED

La politica monetaria della Fed nella seconda metà del 2012 ha proseguito lungo la direttrice già tracciata all'indomani dello scoppio della crisi finanziaria globale, mantenendo una intonazione sostanzialmente espansiva.

L'analisi dell'andamento degli aggregati monetari M1 e M2 conferma tale giudizio. Sebbene i tassi di variazione congiunturale di entrambi gli aggregati conoscano una certa variabilità nel corso degli ultimi mesi (FIG.18), il loro andamento su base tendenziale è stato chiaramente orientato verso la crescita rinfocolando i timori – più volte espressi da numerosi esponenti dei principali paesi emergenti – di vere e proprie “guerre delle valute” (*currency wars*).

Sull'esistenza di *currency wars* – provocate dal tentativo di gestire in modo decisamente espansivo la politica monetaria al fine di indurre una svalutazione del tasso di cambio che consenta di guadagnare competitività e quindi domanda attraverso il canale estero – si è dibattuto molto, senza però giungere a delle conclusioni chiare. Lo stesso andamento più recente registrato dal tasso di cambio del Dollaro non fornisce un supporto chiaro e convincente a favore dell'esistenza di

currency wars. Come si evince dalle FIGG. 19, 20 e 21 il cambio del Dollaro si è svalutato nei confronti dell'Euro e del Renimbi cinese, mentre si è rivalutato nei confronti dello Yen (in conseguenza della nuova linea di politica economica inaugurata dal nuovo premier giapponese Shinzo Abe, che intende favorire a qualsiasi costo un rilancio dell'attività economico all'interno del sistema nipponico).

FIG. 18 - Aggregati monetari: M1 (linea azzurra) ed M2 (linea marrone). Tassi di variazione congiunturale

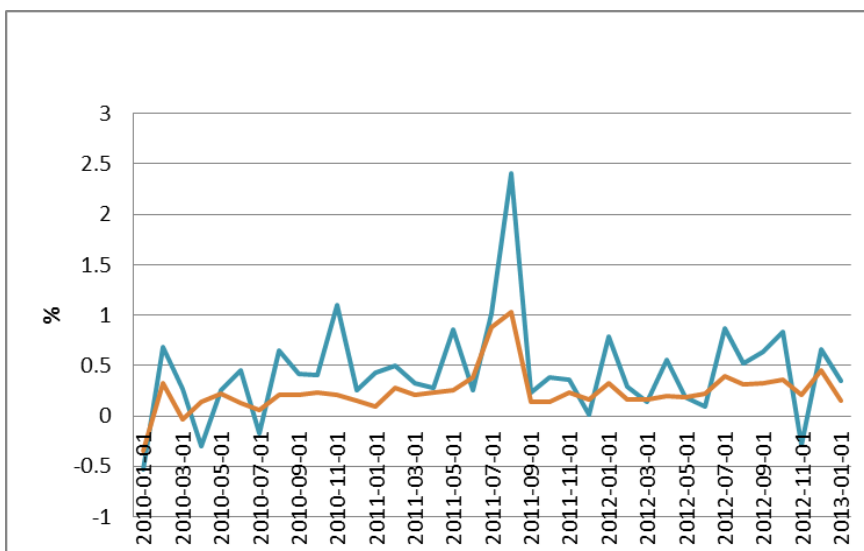


FIG. 19 - Andamento del tasso di cambio \$/Euro

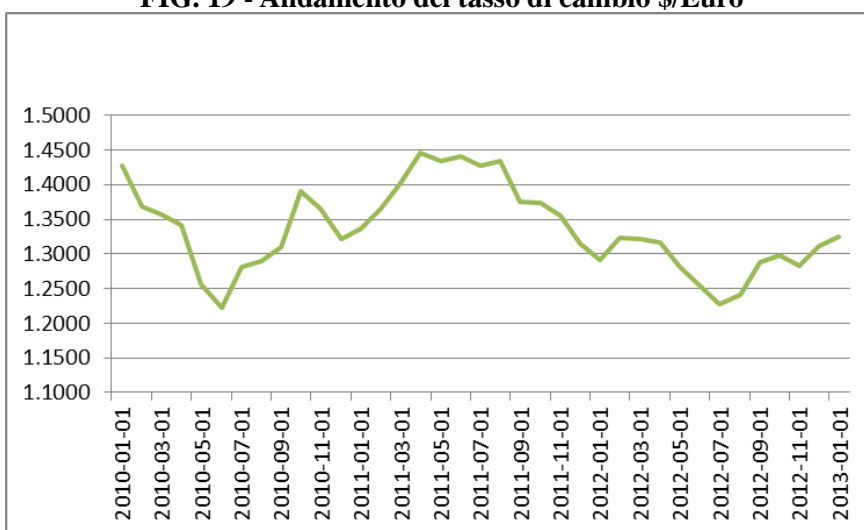


FIG. 20 - Andamento del tasso di cambio Yen/\$

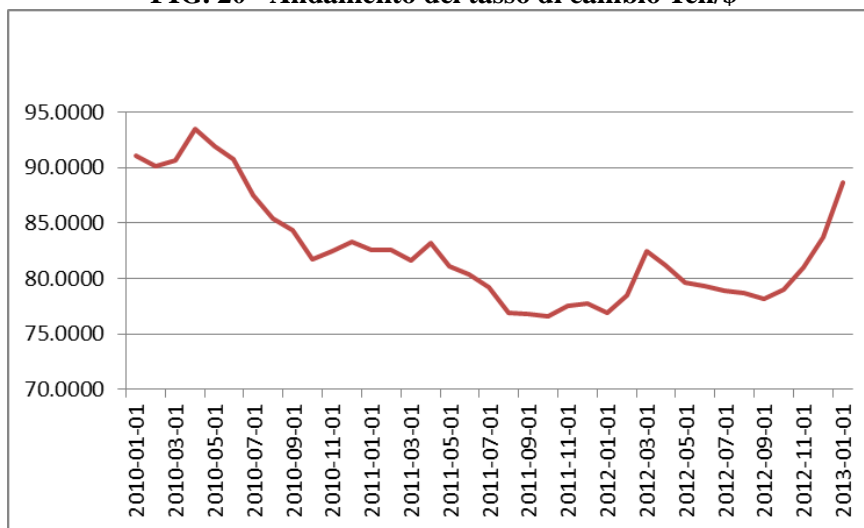
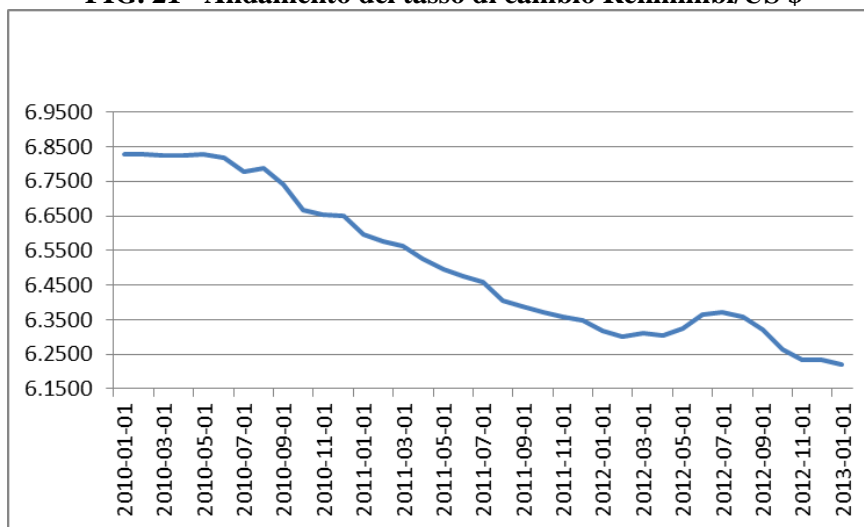


FIG. 21 - Andamento del tasso di cambio Renmimbi/US \$



Decisamente più interessanti (e meno ambigue) sono invece le considerazioni di carattere domestico che si possono fare con riferimento alla gestione della politica monetaria da parte della Fed. A tal fine può essere utile analizzare le decisioni prese dal *Federal Open Market Committee* (FOMC) in occasione delle sue ultime due riunioni, tenutesi rispettivamente il 12 dicembre 2012 ed il 30 gennaio 2013.

4. Il tasso di disoccupazione come obiettivo della politica monetaria: un tentativo di valutazione costi-benefici²

Nella riunione del 12 Dicembre scorso, il *Federal Open Market Committee* ha evidenziato come l'attività economica ed il livello di occupazione

² Questo approfondimento si basa su "Is the FOMC's Unemployment Rate Threshold a Good Idea?", Federal Reserve Bank of St. Louis Economic Synopses, 2013, No. 1.



abbiano continuato ad espandersi, seppur lentamente. Infatti, a partire dall'estate 2012, la spesa delle famiglie è aumentata, il tasso di disoccupazione è diminuito e il tasso di inflazione è rimasto al di sotto del target di medio-lungo periodo della Fed. Tuttavia, la crescita degli investimenti industriali è rallentata e il tasso di disoccupazione ha continuato a mantenersi – nonostante la diminuzione in corso – su livelli storicamente elevati e prossimi all'8,0%

In considerazione di questa situazione, la Banca Centrale USA ha deciso di mantenere una politica monetaria accomodante. A questo scopo la FED ha continuato ad acquistare “*agency mortgage-backed securities*” per circa 40 miliardi di dollari al mese. Inoltre, la Fed ha espresso la volontà di acquistare titoli a più lungo termine – in ragione di acquisti per circa 45 miliardi di dollari al mese – al fine di abbassare i rendimenti sulle scadenze più lunghe. Infine, l'obiettivo relativo ai tassi di interesse di policy è stato mantenuto in un *range* compreso tra lo 0 ed $\frac{1}{4}$ di punto percentuale; e tale obiettivo rimarrà in vigore almeno fino a quando il tasso di disoccupazione negli Stati Uniti non sarà sceso sotto la soglia del 6,5%.

Questo ultimo annuncio costituisce una novità assoluta nella strategia di politica monetaria statunitense. Di fatto, la Fed non solo ha reso trasparenti e prevedibili le prossime decisioni in tema di politica monetaria ma ha anche esplicitato - in questa particolare fase ciclica - il ruolo assegnato all'obiettivo costituito da un minor tasso di disoccupazione³. Peraltro il FOMC ha ribadito che quando la fase di ripresa si sarà trasformata in una vera e propria ripresa la politica monetaria tornerà ad essere meno accomodante in modo da non compromettere l'obiettivo inflazionistico, fissato nell'intorno del 2%.

³ Tale trasparenza, tuttavia, potrebbe rivelarsi nociva in futuro, in quanto potrebbe costituire un vincolo molto forte per le successive decisioni della Banca Centrale.

Per comprendere se questa nuova strategia della Fed – incentrata anche sul miglioramento delle condizioni esistenti sul mercato del lavoro⁴ - possa essere giudicata positivamente sarebbe necessario valutarne attentamente costi e benefici. Tuttavia una stima dei costi e dei benefici costituisce un'operazione niente affatto semplice, anche e soprattutto perché richiederebbe una valutazione (a oggi) di una serie di molteplici effetti che nella migliore delle ipotesi potranno concretamente realizzarsi non prima di 18-24 mesi. E' invece possibile cercare di valutare se tale decisione costituisca una misura straordinaria tenendo conto di alcune caratteristiche della fase congiunturale attraversata dal mercato del lavoro USA. A tale scopo è utile partire dalla considerazione del tasso di disoccupazione per passare all'analisi della sensibilità di questo indicatore ai cambiamenti nel tasso di partecipazione alla forza lavoro (LEPR).

Il tasso di disoccupazione è rilevato su base mensile dal *U.S. Census Bureau* per il *Bureau of Labor Statistics* (BLS) ed è basato su una *survey* inviata ad un campione di famiglie, a cui viene richiesto se i membri della famiglia stiano lavorando oppure – essendo disoccupati – stiano cercando lavoro. Essendo calcolato come la percentuale della forza lavoro priva di un'occupazione, il tasso di disoccupazione può diminuire per due distinti motivi: gli impiegati aumentano oppure la forza lavoro diminuisce. Negli USA da ottobre 2012 a novembre 2012 si è verificato un calo degli occupati pari a 122.000 unità. Se la forza lavoro fosse rimasta inalterata il tasso di disoccupazione sarebbe aumentato di

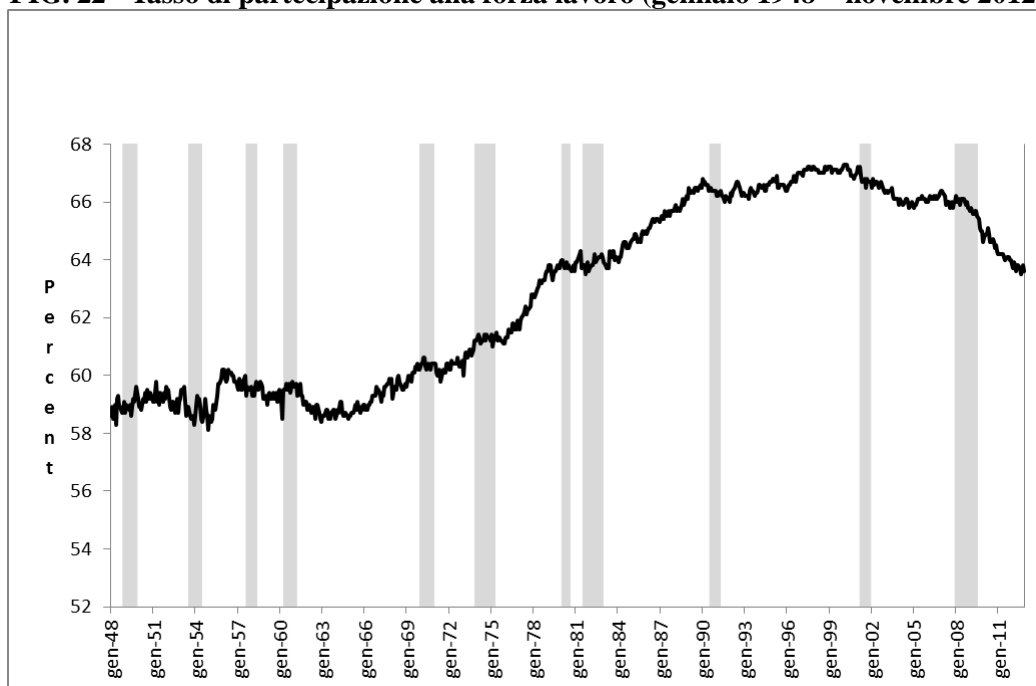
⁴ L'idea di individuare per la politica monetaria una soglia critica rappresentata da una grandezza reale è in genere molto dibattuta tra gli economisti. Alcuni ad esempio sono scettici, in quanto ritengono che la politica monetaria non abbia la capacità di influenzare in modo così diretto e sostanziale i fattori reali di un sistema economico.

0,078%. Tuttavia, nello stesso periodo, la forza lavoro è diminuita di 350.000 persone – per effetto di una riduzione del tasso di partecipazione della popolazione civile alle forze lavoro - causando una diminuzione del tasso di disoccupazione dello 0,207%. La variazione netta nel tasso di disoccupazione è quindi pari allo - 0,129%.

Per valutare se e quanto sia peculiare l'attuale fase ciclica, occorre domandarsi quanta parte della diminuzione del tasso di disoccupazione (a partire dalla fine della recente recessione) sia imputabile

ad una diminuzione della forza lavoro. Per rispondere a tale domanda è utile stimare quale sarebbe stata l'entità del tasso di disoccupazione se il tasso di partecipazione alla forza lavoro fosse stato identico a quello registrato in occasione delle due più recenti recessioni americane. Come si può notare osservando la FIG. 22 il calo del tasso di partecipazione alla forza lavoro è stato rispettivamente pari allo 0,8% e al 1,9% durante i 41 mesi successivi alle recessioni del 2001 e del 2007-2009.

FIG. 22 - Tasso di partecipazione alla forza lavoro (gennaio 1948 – novembre 2012)



Fonte: Federal Reserve Bank of Saint Louis, Economic Synopses, 2013, N. 1. In grigio i periodi di recessione.

A partire da queste informazioni diventa possibile calcolare (si veda FIG. 23) il tasso di disoccupazione ipotetico che si sarebbe manifestato a fronte di un andamento del tasso di partecipazione alla forza lavoro simile a quello registratosi dopo la recessione del 2001. La stima indica che nel Novembre 2012 il tasso di disoccupazione sarebbe stato di circa 1,6% più

elevato di quanto effettivamente registrato, cioè pari al 9,3% invece che al 7,7%. Un risultato che conferma il timore che il mercato del lavoro USA versi in una condizione ancor peggiore di quanto possa apparire da una semplice lettura del dato relativo alla disoccupazione; e che dimostra soprattutto l'assoluta eccezionalità dell'attuale fase congiunturale.

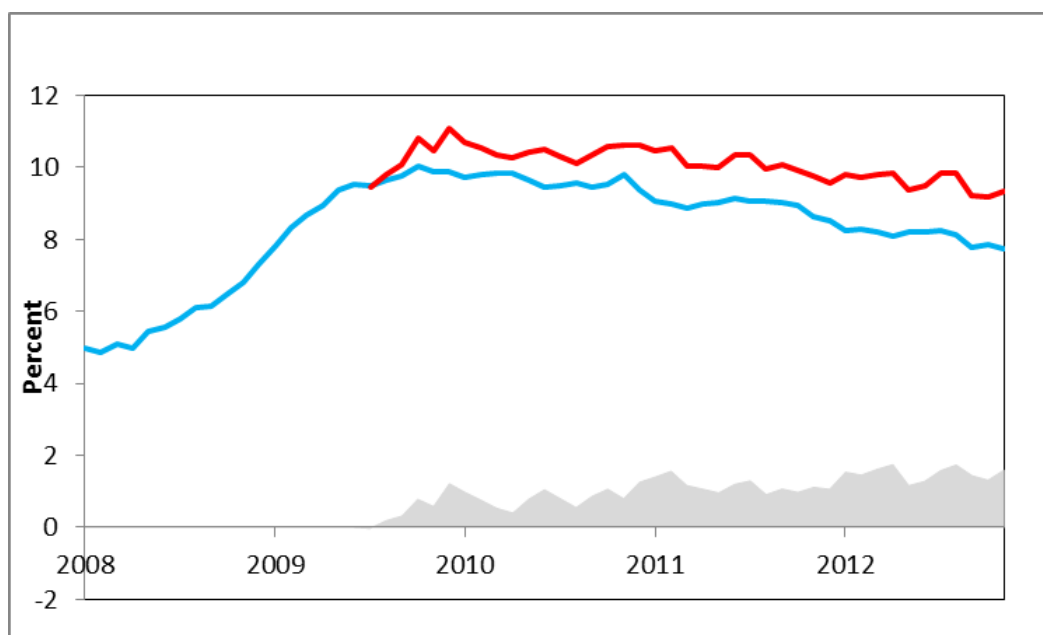
Per altro, data la sensibilità del tasso di disoccupazione all'andamento della forza lavoro, non è chiaro quanto tempo dovrà trascorrere e quanta crescita dell'occupazione dovrà manifestarsi prima che il tasso di disoccupazione possa scendere sotto la soglia indicata dal FOMC. A titolo di semplice esercizio, basterebbe notare che se il tasso di partecipazione rimanesse stabile al 63,5% ed il tasso di occupazione e la popolazione si muovessero come hanno fatto a partire dal novembre 2010, il tasso di disoccupazione arriverebbe al 6,9% della forza lavoro nel novembre 2014, ben al di sopra della soglia indicata dal FOMC.

Peraltro, se il tasso di partecipazione dovesse ricominciare ad aumentare – perché parte della popolazione attiva decide di rientrare sul mercato del lavoro – il target sui fondi federali dovrebbe rimanere a zero per un periodo di tempo molto lungo. Un risultato che ancora una volta dimostrerebbe come – benché l'attuale fase

congiunturale sia caratterizzata da un andamento decisamente difforme da quello di un'ordinaria ripresa post-recessione. Rimane il (fondato) timore che, in assenza di una politica monetaria fortemente e persistentemente espansiva, una vera fase di ripresa possa materializzarsi con un ritardo che rischia di diventare insostenibile.

Al momento, i dati più recenti sull'occupazione sembrano dar ragione alla Fed. In gennaio l'occupazione è cresciuta di 157.000 unità mentre in febbraio i nuovi occupati sono stati ben 236.000, ben al di sopra di quanto previsto dai principali istituti di ricerca. Contemporaneamente la dinamica inflazionistica è rimasta decisamente sotto controllo. Anche se è ancora presto per trarre delle conclusioni definitive l'indicazione di vincolare la politica monetaria anche al raggiungimento di un obiettivo definito in termini di tasso di disoccupazione sembra essere – nonostante l'opinione critica di molti economisti – una buona idea.

FIG. 23 - Tasso di disoccupazione: effettivo (linea azzurra) e ipotetico (linea rossa) e differenza (area grigia)



Fonte: Federal Reserve Bank of Saint Louis, Economic Synopses, 2013, N. 1.



5. La FED e la monetizzazione del debito pubblico americano⁵

Come precedentemente accennato, la Fed ha confermato il piano di acquisti di titoli a lunga scadenza. Tuttavia, un attento esame dei verbali della riunione dello scorso 30 gennaio fa emergere la presenza – all'interno del FOMC – di posizioni diverse in merito all'ampliamento ed al proseguimento di tale programma.

Al fine di comprendere la vera natura di queste divisioni in seno al FOMC è necessario chiarire una questione fondamentale: quando la Fed acquista titoli pubblici sta monetizzando il debito pubblico? E' noto come – dall'inizio della crisi – il bilancio della Fed sia triplicato. La base monetaria è aumentata da circa 0,8 miliardi di dollari (agosto 2008) a 2,7 miliardi di dollari. Buona parte di questa maggior emissione di base monetaria è stata utilizzata per acquistare titoli del debito pubblico. Secondo diversi economisti la Fed starebbe monetizzando il debito; di conseguenza starebbe creando i presupposti per una futura ripresa dell'inflazione.

In realtà tale prospettiva sarebbe concreta solo se i titoli del debito pubblico acquistati dalla Fed rimanessero nel suo portafoglio nel più lungo periodo. In tal caso infatti la Banca Centrale USA finanzierebbe la spesa pubblica a tasso zero, dal momento che gli interessi generati dal possesso di T-Bonds sono rimborsati al Tesoro americano. Al contrario, se l'acquisto di titoli di debito pubblico fosse temporaneo, la base monetaria tornerà al suo livello “naturale” nel corso dei prossimi trimestri. In questo caso, la Fed non starebbe monetizzando il debito pubblico e l'aumento di base monetaria rientrerebbe nella normale gestione della politica monetaria effettuata con lo scopo di raggiungere i due obiettivi assegnati alla FED: mantenere

l'inflazione su di un livello basso e stabile senza pregiudicare l'attività economica.

Le dichiarazioni più volte rese da Bernanke indicano questa ultima ipotesi come la più plausibile. Anche perché non va dimenticato che – a partire dal 2008 – l'inflazione è sempre rimasta sotto l'obiettivo target del 2% annuo e tutti gli indicatori *market-based* relativi alle aspettative di inflazione indicano che in futuro non ci saranno rischi di inflazione.

E' quindi lecito chiedersi da dove nascano le (apparenti) crescenti divisioni all'interno del FOMC, che hanno condotto a mettere in discussione la continuazione del programma di *Quantitative Easing*. L'analisi dei verbali della riunione del FOMC di fine gennaio 2013 – pur dimostrando l'esistenza di un sostanziale apprezzamento per i risultati sino a qui raggiunti con i programmi di acquisto di titoli pubblici (ripresa sia dell'attività economica che del mercato dei mutui per acquisto di abitazioni) – lascia intravedere la percezione di almeno tre possibili rischi. In primo luogo, è stato evidenziato come, data l'enorme quantità di titoli già posseduti, ulteriori acquisti possano rappresentare un problema nel momento in cui il FOMC decida di ritornare alla normale attività di politica monetaria. In secondo luogo, viene rilevato il rischio di perdite in conto capitale che si potrebbero manifestare qualora i titoli acquistati si rivelassero inesigibili. Infine, secondo alcuni membri del FOMC ci potrebbe essere la possibilità che ulteriori acquisti alterino l'operatività di mercati finanziari in cui vengono scambiati i titoli specificatamente acquistati dalla Fed. Nel verbale si sottolinea quindi che per i *meetings* futuri sarà necessario approfondire con specifiche analisi questi rischi prima di espandere e continuare con gli acquisti. Da qui le perplessità, riprese anche dai media, sull'opportunità di continuare il programma *Quantitative Easing*.

⁵ Questo approfondimento si basa su “Is the Fed Monetizing Government Debt?”, Federal Reserve Bank of St. Louis Economic Synopses, 2013, No. 5.



3. IL CONTRIBUTO ITALIANO ALL'OPERATIVITÀ DELLA BANCA CENTRALE EUROPEA NEGLI ANNI 2003 - 2012[♦]

1. Introduzione

La lunga crisi finanziaria avviatasi nell'estate del 2007 ha determinato significativi cambiamenti nel modo di operare della Banca Centrale Europea (BCE): da un lato si è manifestata una rilevante espansione delle dimensioni del suo bilancio e, dall'altro, si è assistito all'attivazione dell'intera gamma dello strumentario operativo a sua disposizione per soddisfare il crescente bisogno di liquidità del sistema bancario europeo¹.

Questo lavoro si pone l'obiettivo di analizzare la componente italiana delle operazioni di politica monetaria, con riguardo ai profili quantitativi e qualitativi caratterizzanti la risposta del nostro sistema bancario all'azione della Banca Centrale Europea; ciò al fine di evidenziare eventuali punti di contatto e di differenza con quanto osservato per l'Eurosistema².

Allo scopo di far emergere gli effetti prodotti dal susseguirsi degli eventi dell'ultimo decennio, l'analisi copre un arco temporale (dal gennaio 2003 al dicembre 2012) ritenuto idoneo a confrontare la fase "ordinaria" (individuata nel periodo che va dall'inizio del 2003 all'estate del

2007) e la successiva fase "di crisi" (che va dall'estate del 2007 alla fine del 2012). La fase "di crisi" è stata a sua volta suddivisa in sotto-periodi individuati in relazione ai caratteri di fondo della crisi medesima. In particolare, vengono individuati 3 sotto-periodi: il primo (agosto 2007 – aprile 2010), caratterizzato dalle difficoltà che hanno coinvolto prevalentemente i sistemi bancari; il secondo (maggio 2010 – dicembre 2011), contraddistinto dallo scoppio della crisi riguardante i debiti sovrani di alcuni paesi dell'Eurozona; il terzo (l'intero anno 2012), caratterizzato dalle rilevanti misure assunte dalla Banca Centrale Europea (entrate in vigore ad inizio 2012) quali il dimezzamento del coefficiente di riserva obbligatoria e l'allungamento della durata delle operazioni di finanziamento da essa condotte, e dai significativi comportamenti a contrasto della crisi assunti dalle Istituzioni europee in corso d'anno.

L'insieme dei dati oggetto di analisi viene riportato nella TAB. 1 dalla quale è facilmente operabile un confronto tra le operazioni effettuate nei vari periodi di indagine.

Il lavoro, infine, si propone di fornire altresì alcune interpretazioni riguardo l'utilizzo da parte del sistema bancario italiano dell'abbondante liquidità ottenuta attraverso il dispiegarsi delle operazioni condotte con la banca centrale.

2. La fase "ordinaria": gennaio 2003-luglio 2007

L'analisi della fase "ordinaria" è funzionale agli obiettivi di questo lavoro in quanto vuole mettere in evidenza l'evoluzione "normale" dell'operatività della Banca Centrale Europea, cioè non condizionata dagli straordinari fattori esterni generati dallo scoppio della crisi finanziaria.

[♦] A cura di Alberto Banfi e Fiorenzo Di Pasquali.

¹Per una prima e dettagliata ricognizione dell'operatività della Banca Centrale Europea nell'ultimo decennio si veda A. Banfi – F. Di Pasquali, *L'operatività della Banca Centrale europea negli anni della crisi*, Bancaria, luglio-agosto 2012.

²Si ricorda che l'Eurosistema è composto, oltre che dalla Banca Centrale Europea, dalle 17 Banche Centrali Nazionali (BCN) dei paesi che hanno adottato l'Euro, alle quali compete, come previsto dallo Statuto del Sistema Europeo di Banche Centrali (SEBC), di agire secondo gli indirizzi e le istruzioni della Banca Centrale Europea rispetto alla quale quindi esse assumono il ruolo di braccio operativo.



TAB. 1 - Quadro di sintesi delle Operazioni di politica monetaria svolte dalle banche italiane e dall'Eurosistema tra gennaio 2003 e dicembre 2012

Operazioni di Politica Monetaria	GENNAIO 2003 – LUGLIO 2007				AGOSTO 2007 – APRILE 2010				MAGGIO 2010 – DICEMBRE 2011				GENNAIO – DICEMBRE 2012			
	ITALIA		EUROSISTEMA		ITALIA		EUROSISTEMA		ITALIA		EUROSISTEMA		ITALIA		EUROSISTEMA	
	Importo medio giorn. (mil.€)	% su Tot. OPM	Importo medio giorn. (mil.€)	% su Tot. OPM	Importo medio giorn. (mil.€)	% su Tot. OPM	Importo medio giorn. (mil.€)	% su Tot. OPM	Importo medio giorn. (mil.€)	% su Tot. OPM	Importo medio giorn. (mil.€)	% su Tot. OPM	Importo medio giorn. (mil.€)	% su Tot. OPM	Importo medio giorn. (mil.€)	% su Tot. OPM
ORP	16.155	95.77	262.330	74.50	9.052	29.42	170.130	23.84	18.394	21.33	160.658	17.09	10.514	3.25	98.921	4.51
ORLT	694	4.11	89.103	25.30	15.231	49.50	440.994	61.79	41.122	47.69	404.197	43.01	260.513	80.64	1.076.339	49.09
OFT Finanziam.	3	0.02	48	0.01	6	0.02	703	0.10	64	0.07	843	0.09	0	0	0	0
<i>OFT raccolta DTD</i>	9	0.05	97	0.03	196	0.64	7.053	1.00	177	0.21	96.371	10.25	201	0.06	213.120	9.72
Tot. OMA tempor.	16.861	99.95	351.578	99.86	24.485	79.59	618.881	86.73	59.757	69.30	662.068	70.44	271.728	83.96	1.388.379	63.33
Oper. Strutt. def.	0	0	0	0	4.256	13.83	6.440	0.90	24.931	28.92	153.497	16.33	43.313	13.41	280.289	12.78
Totale OMA	16.861	99.95	351.578	99.86	28.741	93.42	625.321	87.63	84.688	98.22	815.564	86.77	314.541	97.37	1.668.668	76.11
OMA di finanziam.	16.852	99.89	351.481	99.83	28.545	92.78	618.267	85.74	84.511	98.01	719.195	76.51	314.340	97.30	1.455.549	66.39
Rifinanziam. marginale	3	0.01	374	0.10	31	0.10	1.214	0.17	12	0.01	1.514	0.16	50	0.02	1.430	0.07
<i>Dep. Ovn c/o Bdl/BCE</i>	6	0.04	135	0.04	1.993	6.48	87.061	12.20	1.520	1.76	122.804	13.07	8.457	2.62	522.325	23.82
Totale OIC	9	0.05	509	0.14	2.024	6.58	88.275	12.37	1.532	1.78	124.318	13.23	8.507	2.63	523.755	23.89
Totale OPM	16.870	100	352.087	100	30.765	100	713.596	100	86.200	100	939.884	100	323.049	100	2.192.423	100
OPM di finanziam.	16.855	99.91	351.855	99.93	28.576	92.88	619.481	86.81	84.523	98.03	720.709	76.68	314.390	97.32	1.456.979	66.45
OPM di assorbimento	15	0.09	232	0.07	2.189	7.12	94.114	13.19	1.697	1.97	219.175	23.32	8.658	2.68	735.455	33.55

Fonti: rielaborazioni da Banca d'Italia, *Supplemento al Bollettino Statistico, Indicatori monetari e finanziari, Moneta e Banche*, Tavv. 1.4a e 1.4b, numeri vari e, per il periodo precedente il febbraio 2009, *Supplemento al Bollettino Statistico, Indicatori monetari e finanziari, Aggregati monetari e creditizi dell'area dell'euro: le componenti italiane* Tav. 3 e 4, numeri vari; da Banca Centrale Europea, *Bollettino mensile, Statistiche dell'area dell'euro*, numeri vari, tavola 1.3 e da www.ecb.int, *Weekly financial statement*.



Dai dati della TAB. 1, relativamente al periodo gennaio 2003 – luglio 2007, emerge che la componente italiana delle operazioni di politica monetaria realizzate dall'Eurosistema è ammontata in media giornaliera a 16,87 mld.€, di cui 16,855 mld.€ originati da operazioni di finanziamento e 15 mil. € (lo 0,09% del totale) da operazioni di assorbimento della liquidità. Le operazioni di politica monetaria condotte sono state rappresentate pressoché esclusivamente (per il 99,95%) da operazioni di mercato aperto (OMA) secondo lo schema dell'operazione di pronti contro termine; quindi, la liquidità netta fornita al sistema bancario italiano è stata originata quasi esclusivamente da operazioni di finanziamento temporanee, mentre è stato del tutto marginale il contributo generato dalle operazioni su iniziativa delle controparti (OIC).

Passando a considerare l'insieme rappresentato dall'Eurosistema, si rileva come – al netto delle differenze dovute alla maggiore scala dimensionale – emerge un quadro molto simile a quello evidenziato con riferimento alla sola componente italiana per il medesimo periodo: infatti, prevalgono e sono pressoché esclusive (99,93%) le operazioni di politica monetaria di finanziamento rispetto a quelle di assorbimento di liquidità. Il più rilevante elemento distintivo è rappresentato dal diverso ricorso (tra le operazioni di mercato aperto) a quelle di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) che hanno pesato per circa un quarto (il 25,3% contro il 4,1% nel caso italiano); ancora, analogamente alla componente italiana, sono risultate marginali le operazioni su iniziativa delle controparti (OIC).

A completamento dell'analisi della fase "ordinaria" si è ritenuto opportuno misurare il peso della liquidità fornita al sistema bancario attraverso le operazioni di politica monetaria rispetto alle altre principali fonti di liquidità a disposizione delle banche italiane sul mercato

monetario (rappresentate dall'operatività sul mercato e-MID dei depositi interbancari e sul mercato PCT/MTS dei pronti contro termine). A tale proposito si è costruito un indicatore che, sebbene grezzo, consente di trarre qualche utile indizio. Si è rapportato l'ammontare medio giornaliero delle operazioni di politica monetaria (16,855 miliardi di Euro) all'ammontare medio giornaliero degli scambi sui mercati sopra richiamati (pari complessivamente a 77,341 miliardi di Euro). Il rapporto così ottenuto pari al 21,8% consente di affermare che il ricorso delle banche italiane alle operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema nei 4 anni e mezzo considerati è risultato tutto sommato limitato e che la ragione di ciò va fatta risalire all'efficienza del mercato italiano dei depositi interbancari e-MID e del mercato dei pronti contro termine di MTS Spa³.

2.1 La fase della crisi originata dalle banche: agosto 2007 – aprile 2010

L'avvio della crisi - che convenzionalmente viene fatta risalire ai primi giorni di agosto 2007 e che sino alla prima decade di maggio 2010 ha avuto come protagonisti i sistemi bancari di piccoli paesi quali Portogallo e Irlanda - ha determinato una sempre più estesa azione di supporto alla liquidità ad opera della Banca Centrale Europea. Si è agito per tale via con il fine di rafforzare i rapporti interbancari transnazionali che nel frattempo erano stati resi difficili dai primi sintomi di diffidenza reciproca tra singole banche e tra sistemi bancari: diffidenza che è andata accentuandosi nel corso nel biennio successivo, in particolare dal settembre 2008, a seguito del fallimento di Lehman Brothers.

In Italia la crisi si è manifestata dapprima

³Si veda, al riguardo, anche Banca d'Italia, *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, n. 1, dicembre 2010, pag. 58.



attraverso un calo della liquidità dei mercati dovuto all'aumento dei premi per il rischio interbancario; successivamente, ad inizio 2008, le difficoltà si sono estese al comparto obbligazionario bancario e si sono via via aggravate sino a fine 2009⁴.

Il ricorso del sistema bancario italiano al finanziamento della banca centrale nel periodo in esame risulta notevolmente accresciuto, essendo quasi raddoppiato rispetto alla "fase ordinaria". L'importo medio giornaliero delle operazioni di politica monetaria è passato da 16,87 a 30,765 mld.€ con una crescita significativa delle operazioni di assorbimento di liquidità (divenute pari al 7,1% del totale contro lo 0,1% del periodo precedentemente analizzato). Ciò costituisce un primo e significativo segnale delle difficoltà che stavano incontrando i mercati monetari (dei depositi interbancari e dei "repo") come pure la raccolta bancaria attraverso l'emissione di titoli di debito: difficoltà che avrebbero determinato – come vedremo – rilevanti innovazioni nella conduzione della politica monetaria.

A livello di Eurosystema si osserva un analogo incremento dell'importo medio delle operazioni di politica monetaria (quasi raddoppiato) rispetto a quanto appena evidenziato per la componente italiana, con un peso maggiore delle operazioni di assorbimento della liquidità (il 13,2% rispetto al 7,1% della componente italiana).

In relazione alle diverse tipologie di interventi,

⁴Ciò si è tradotto in una progressiva riduzione degli scambi effettuati sul mercato "non garantito" e-MID e in una contrapposta crescita degli scambi negoziati sul mercato MTS-*general collateral*, cui va aggiunto il forte aumento della quota di scambi realizzati in via strettamente bilaterale (*over the counter*). Inoltre, in assenza di garanzie, le banche italiane hanno privilegiato controparti nazionali data la ritenuta più agevole valutazione del (rispettivo) merito di credito. Cfr. Banca d'Italia, *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, n. 1, dicembre 2010, pagg. 55-56.

l'esame delle operazioni di politica monetaria "italiane" evidenzia notevoli cambiamenti nella composizione rispetto al periodo precedente (fase "ordinaria"): con specifico riferimento alle operazioni di mercato aperto temporanee (scese dal 99,95% al 79,59%), emerge un'inversione di ruoli tra le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) e le operazioni di rifinanziamento principale (ORP), giunte nel periodo in esame a coprire sul totale rispettivamente il 49,5% (in aumento) e il 29,4% (in diminuzione). Inoltre, per la prima volta nella storia dell'Euro e della sua banca centrale, si è assistito alla realizzazione di *operazioni strutturali definitive*, ossia operazioni di acquisto di titoli di debito a medio e lungo termine ad opera della Banca Centrale Europea e delle Banche Centrali Nazionali; tali operazioni sono state originate dalla necessità di supportare la raccolta bancaria a medio lungo termine, altrimenti resa difficile da malfunzionamenti dei mercati dei titoli causati dal deteriorarsi dei rapporti di fiducia tra banche e tra sistemi bancari di paesi diversi. A tale scopo, dal maggio 2009 (con avvio effettivo dell'operatività a partire dal luglio successivo), l'Eurosystema ha reso operativo un programma di acquisti di obbligazioni bancarie garantite, definito *Covered Bond Purchase Programme* (CBPP), sino ad un importo massimo di 60 mld.€ per l'intera area dell'Euro, da completarsi entro il mese di ottobre del 2010, che – con riguardo alla componente italiana – ha visto l'acquisto (stimato) di titoli in media giornaliera per 4,256 mld.€, pari al 13,83% del totale delle operazioni di politica monetaria⁵.

⁵L'importo e la relativa percentuale sono stimati a motivo del fatto che le statistiche italiane sulla partecipazione del sistema bancario italiano all'operatività della Banca Centrale Europea fornite attraverso il *Supplemento al Bollettino Statistico, Indicatori monetari e finanziari, Moneta e Banche*,



Un indicatore della difficoltà della raccolta bancaria all'ingrosso è ancora una volta costituito dal dato relativo agli scambi sul mercato e-MID e sul circuito PCT/MTS. Da questa statistica emerge che l'importo medio giornaliero delle negoziazioni è stato pari a 70,315 mld.€, in calo del 9% rispetto alla fase "ordinaria" e che il rapporto tra la media giornaliera delle operazioni di rifinanziamento e gli scambi sui due mercati è cresciuto dal 21,8% al 40,6%.

Anche a livello di Eurosystema il periodo si è caratterizzato per la preponderanza di operazioni di mercato aperto temporanee (comunque scese dal 99,86% all'86,73%); tuttavia, tra le altre operazioni si segnala la comparsa delle operazioni di *fine tuning di raccolta di depositi a tempo determinato* (ancorché pari all'1% delle operazioni di politica monetaria), nonché l'avvio delle *operazioni strutturali definitive* condotte a fronte del già richiamato *Covered Bond Purchase Programme* (CBPP) per un importo medio giornaliero di 6,44 mld.€, pari allo 0,9% del totale delle operazioni di politica monetaria.

Nel complesso emerge che le operazioni di *fine tuning di raccolta di depositi a tempo determinato* (in media per 7 mld.€) e le *operazioni strutturali definitive* (in media per 6,4 mld.€) - entrambe espressione delle *misure non convenzionali a carattere temporaneo* - sono risultate strettamente "legate" tra loro dall'esigenza, ripetutamente

manifestata dalla Banca Centrale Europea, di sterilizzare la liquidità prodotta attraverso gli acquisti di obbligazioni bancarie.

Infine, con riguardo alle operazioni su iniziativa delle controparti (OIC), si assiste ad un incremento del loro peso tra le operazioni di politica monetaria (che ha raggiunto il 6,58% per la componente italiana e il 12,37% per l'intero Eurosystema), quasi totalmente generato dal fenomeno del tutto nuovo della diffusione dei *depositi overnight presso la BCE* (in precedenza assolutamente insignificanti). La diffusione di tale forma di impiego di brevissimo periodo va ricondotta alla funzione di parcheggio della liquidità in eccesso (ottenuta attraverso le operazioni di rifinanziamento a lungo termine) a scopo precauzionale a causa del diffondersi della crisi di fiducia reciproca nei rapporti interbancari. Per concludere, è ragionevole affermare che nel periodo agosto 2007 – maggio 2010, gli interventi dell'Eurosystema hanno determinato una discreta sovrabbondanza di liquidità, più marcata per l'intero Eurosystema che per l'Italia.

2.2 La fase della crisi originata dal deteriorarsi della qualità dei debiti sovrani: maggio 2010 - dicembre 2011

Come noto, dall'aprile 2010 si è resa manifesta la crisi del mercato dei titoli pubblici greci e si sono palesate le difficoltà nei mercati dei "titoli sovrani" in alcuni paesi dell'area dell'Euro. In conseguenza di ciò, la Banca Centrale Europea ha annunciato l'assunzione di ulteriori nuove "*misure non convenzionali a carattere temporaneo*", tra le quali il "Programma per i mercati dei titoli finanziari" (o *Securities Market Programme, SMP*) finalizzato a fronteggiare il malfunzionamento dei mercati dei titoli e a ripristinare adeguatamente il meccanismo di trasmissione della politica monetaria. La preoccupazione che da tali interventi potesse

Tav. 1.4, relativamente al periodo qui in esame, non facevano cenno alcuno ad *Operazioni strutturali definitive*. I dati riportati sono stati tratti dalle *Relazioni Annuali* della Banca d'Italia per gli anni 2009 e 2010 dove, in sede di Nota Integrativa al bilancio della banca, in particolare nelle tabelle 22.15 per l'anno 2009 e 22.12 per l'anno 2010, sono riportati i dati di consistenza iniziale, di variazione in aumento e in diminuzione e le consistenze finali dei "titoli detenuti per finalità di politica monetaria", dati che vanno quindi ad integrare quelli relativi alle altre operazioni di mercato aperto contenuti nel citato Supplemento al Bollettino Statistico.



derivare la perdita del controllo sulla base monetaria ma più ancora un *vulnus* all'autonomia della banca centrale, ha indotto la Banca Centrale Europea a precisare che "l'impatto degli interventi sarà sterilizzato tramite operazioni di riassorbimento della liquidità erogata attraverso il Programma, e ciò per garantire che l'orientamento della politica monetaria non ne risulti modificato"⁶. Si è così aperta una fase nuova della crisi finanziaria che da quel momento può dirsi caratterizzata (oltre che dalle difficoltà dei sistemi bancari) dalla crisi dei debiti sovrani⁷.

L'acuirsi della crisi ha avuto in Italia un triplice impatto: sul mercato dei titoli di Stato, sul mercato dei depositi interbancari e sulla raccolta bancaria a medio-lungo termine mediante titoli obbligazionari. Le tensioni sul debito sovrano hanno pesato negativamente sulla liquidità del mercato secondario dei titoli di Stato dove si sono ampliati i differenziali denaro-lettera; ciò ha portato all'ampliarsi del differenziale tra i tassi delle operazioni pronti contro termine *general collateral* e quelli del mercato Eurepo, nonché all'ampliamento del differenziale tra i tassi e-MID negoziati da banche italiane e il tasso Eonia⁸, cui si è accompagnata anche una contrazione della raccolta bancaria su detti mercati.

Ne è conseguito un forte innalzamento della domanda di liquidità da parte delle banche a cui ha fatto seguito una altrettanto ampia immissione di liquidità nel sistema bancario attraverso operazioni di politica monetaria⁹.

⁶Cfr. Banca Centrale Europea, *Rapporto annuale 2010*, pagg. 286-287.

⁷Quasi contemporaneamente, a partire dal novembre 2010, anche la Federal Reserve statunitense ha varato un secondo piano per l'acquisto di titoli a lungo termine per complessivi 600 mld.\$ da completarsi entro metà 2011.

⁸Cfr. Banca d'Italia, *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, n. 2, novembre 2011, pagg. 56 e 61.

⁹Oltre che nelle scelte del sistema bancario medesimo

Come rilevabile dalla TAB. 1, l'importo medio giornaliero delle operazioni di politica monetaria ha raggiunto nel periodo in esame 86,22 mld.€ (a fronte dei 30,765 mld.€ del precedente periodo) rappresentate per la quasi totalità da operazioni di finanziamento (84,523 mld.€) contro un importo molto contenuto delle operazioni di assorbimento della liquidità (1,697 mld.€, pari a poco meno del 2% e in diminuzione rispetto al periodo precedente).

A livello di Eurosystema si osserva una situazione non proprio analoga rispetto a quella appena descritta per la componente italiana. Infatti, l'ammontare medio giornaliero delle operazioni di politica monetaria cresce solo di circa un terzo rispetto a quello del periodo precedente (mentre – come visto – tale importo triplica per la componente italiana); non solo, è differente anche la composizione tra gli importi medi giornalieri delle operazioni di finanziamento e quelli delle operazioni di assorbimento che vede queste ultime contare per il 23,3% (in crescita rispetto al periodo precedente), ma in misura di gran lunga superiore al peso (solo il 2%) osservato per le operazioni di assorbimento della componente italiana.

Passando quindi a considerare le diverse tipologie di operazioni realizzate, non è difficile individuare almeno due linee di tendenza prevalenti, riferite alla componente italiana. Innanzitutto, con riguardo alle operazioni di mercato aperto, si rileva l'ulteriore riduzione del ruolo delle operazioni di rifinanziamento principale (ORP) (scese al 21,33% del totale delle operazioni di

(a ciò costretto dalle penalizzanti condizioni di costo sui mercati monetari) le determinanti vanno ricercate anche, e questo costituisce una novità, nei rilevanti interventi compiuti dall'Eurosystema sul mercato dei titoli pubblici italiani e delle obbligazioni bancarie "garantite" emesse dalle banche italiane. Cfr. Banca d'Italia, *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, n. 2, novembre 2011, pagg. 56-57.



politica monetaria) e il perdurare del ruolo rilevante svolto dalle operazioni di rifinanziamento a lungo termine (ORLT), che - grazie all'allungamento della durata, prima ad un anno e poi, sul finire del periodo qui esaminato, a tre anni¹⁰ - sono divenute una stabile fonte di finanziamento rappresentando il 47,69% del totale.

La seconda linea di tendenza (in un certo senso sorprendente) è la sensibile crescita del peso delle *operazioni strutturali definitive* in titoli riconducibili ai richiamati “Programmi CBPP 1° e 2° e SMP”, che hanno rappresentato il 28,92% del totale delle operazioni di politica monetaria.

In ossequio a quanto ripetutamente affermato dalla Banca Centrale Europea, a fronte di tali operazioni ci si sarebbe attesi di veder corrispondentemente crescere l'assorbimento di liquidità, in primo luogo attraverso operazioni di *fine tuning in veste di depositi a tempo determinato* e, in seconda battuta, attraverso operazioni su iniziativa delle controparti (OIC) in veste di *depositi overnight presso la Banca d'Italia*. Nulla di tutto ciò è avvenuto, in quanto le prime hanno pesato solo per lo 0,21% e le seconde per non più dell'1,76% sul totale delle operazioni di politica monetaria.

In altri termini, posto che le operazioni strutturali definitive sono assommate mediamente a 24,931 mld.€ e che le operazioni di assorbimento di liquidità sono ammontate a 1,697 mld.€, ne consegue che le prime sono state sterilizzate per non più del 6,9% (dato che fa apparire non illogico supporre che la vendita dei nostri titoli di Stato non sia avvenuta sui mercati domestici). Il quadro diverge, e in modo significativo, quando si passa all'esame della composizione delle diverse

operazioni di politica monetaria a livello di Eurosystema. Se da un lato non si hanno rilevanti divergenze rispetto alla componente italiana circa il peso assunto dalle operazioni di mercato aperto temporanee – per le quali permane l'ampia prevalenza delle operazioni di rifinanziamento a lungo termine (ORLT), a motivo soprattutto dell'allungamento della loro durata, rispetto alle operazioni di rifinanziamento principale (ORP) – dall'altro, l'evidenza più significativa riguarda il peso assunto dalle operazioni di assorbimento della liquidità rappresentate dalla *raccolta di depositi a tempo determinato* (che ha raggiunto la quota del 10,25% delle operazioni di politica monetaria) e dai *depositi overnight presso la BCE* (che hanno raggiunto il 13,07%). Pertanto, le operazioni di assorbimento di liquidità (che nel loro insieme hanno rappresentato il 23,32% delle operazioni di politica monetaria a livello di Eurosystema), diversamente da quanto accaduto nella loro componente italiana, hanno permesso alla Banca Centrale Europea – come nei suoi propositi – di “sterilizzare” per intero i 153,497 mld.€ di titoli acquistati a fronte delle *operazioni strutturali definitive* realizzate al fine di stabilizzare i mercati (avvalorando in tal modo l'ipotesi di vendita “sull'estero” avanzata poc'anzi).

Da quanto precede si può quindi concludere che nel periodo indagato la componente italiana delle operazioni di politica monetaria si differenzia rispetto a quella dell'Eurosystema per un complessivo maggiore apporto proporzionale di liquidità; inoltre, con riguardo alle operazioni di immissione di liquidità, esse si differenziano anche per il più ridotto ruolo delle operazioni di mercato aperto di finanziamento temporanee e il maggior apporto di quelle strutturali via titoli e, con riguardo alle operazioni di assorbimento, per il peso marginale dei depositi presso la Banca d'Italia.

¹⁰La prima delle due operazioni a tre anni è stata avviata il 21 dicembre 2011, cioè sul finire dell'arco temporale qui indagato e pertanto il suo contributo alla liquidità del periodo risulta proporzionalmente limitato.



A riprova delle difficoltà del mercato interbancario italiano e quindi del maggior ricorso al sostegno dell'Eurosistema deve aggiungersi che, oltre all'accresciuto differenziale tra i tassi domestici e quelli "Euro", sono risultati in ulteriore calo i dati relativi alle negoziazioni sui principali mercati monetari: da un lato, la raccolta sul mercato e-MID è diminuita tra fine dicembre 2010 e fine dicembre 2011 da 437,3 mld.€ a 394,6 mld.€ e quella realizzata via pronti contro termine sull'MTS è scesa da 77,7 mld.€ a 47,4 mld.€; contemporaneamente con riguardo all'intero periodo considerato, si è registrata una caduta del valore medio degli scambi giornalieri sui mercati e-MID e PCT/MTS da 70,315 mld.€ a 64,913 mld.€, con la conseguenza che il rapporto tra OPM di finanziamento, pari a 84,523 mld.€ e operazioni di mercato monetario interbancario, "garantite e non" è ulteriormente cresciuto dal 40,6% al 130,2%.

2.3 La crisi nel 2012 e la previsione di un possibile sbocco positivo

La conduzione della politica monetaria nel 2012 si è aperta nel segno di rilevanti novità che sono proseguite con nuovi provvedimenti a metà anno (tra i quali la riduzione a livelli mai toccati prima dei tassi ufficiali) e a fine anno (la prospettiva della realizzazione di nuovi e più strutturati programmi di sostegno ai debiti sovrani in crisi).

A tali provvedimenti si sono affiancate, durante l'estate e nel successivo autunno, decisioni comunitarie a carattere istituzionale dirette ad allentare le tensioni sui mercati finanziari e a creare i presupposti per ridisegnare la vigilanza bancaria europea¹¹; infine, un apporto

¹¹Cfr. Banca d'Italia, *Le decisioni dell'Euro summit e del Consiglio Europeo del 28 e 29 giugno 2012*, in Bollettino Economico, n. 69, luglio 2012, pagg.11-12. A ciò va aggiunto il progetto di "vigilanza bancaria europea" in discussione dall'autunno.

significativo per il miglioramento del clima di fiducia è altresì venuto dal presidente della Banca Centrale Europea che ha affermato la volontà dell'Istituto di dare il proprio pieno e incondizionato sostegno alla moneta unica¹².

Nel dettaglio, le principali decisioni assunte dal Consiglio direttivo della Banca Centrale Europea dell'8 dicembre 2011 hanno riguardato l'ampliamento delle fonti di rifinanziamento attraverso due operazioni con scadenza a 36 mesi per sostenere l'offerta di credito all'economia (a cui si è accompagnato l'ampliamento della gamma di attività stanziabili a garanzia) e l'annuncio della riduzione del coefficiente di riserva obbligatoria a far tempo dal primo periodo di mantenimento del 2012 "al fine di incentivare gli agenti economici ad operare maggiormente sui mercati monetari"¹³. L'11 luglio 2012 si è avuta la riduzione dei tassi di *policy* allo 0,75% (che ha determinato rilevanti conseguenze nell'allocazione della liquidità bancaria) e il 6 settembre 2012 il Consiglio direttivo della Banca Centrale Europea ha deciso le modalità di attuazione delle "nuove" *operazioni definitive monetarie* (ODM) nei mercati secondari dei titoli

¹² "And so we view this, and I do not think we are unbiased observers, we think the euro is irreversible. And it's not an empty word now, because I preceded saying exactly what actions have been made, are being made to make it irreversible. But there is another message I want to tell you. Within our mandate, the ECB is ready to do **whatever it takes** to preserve the euro. And believe me, it will be enough". Dal discorso del Presidente della Banca Centrale Europea a *The Global Investment Conference*, Londra 26 luglio 2012, riportato in www.bce.int.

¹³Cfr. Banca Centrale Europea, *Ulteriori misure non convenzionali di politica monetaria decise dal Consiglio direttivo l'8 dicembre 2011*, in Bollettino Mensile, dicembre 2011, pagg. 8-9. L'impatto sulla liquidità dovuto al dimezzamento della Riserva obbligatoria è stato pari a circa 100 mld. € per il sistema bancario dell'area Euro e a circa 12 mld. € per il sistema bancario italiano.



di Stato dell'area Euro.

Venendo all'analisi della componente italiana delle operazioni di politica monetaria nel corso del 2012, dalla TAB. 1 si osserva che il loro importo medio giornaliero si è quasi quadruplicato raggiungendo i 323,049 mld.€ (contro 86,220 mld.€ del periodo precedente) costituito ancora una volta pressoché interamente da operazioni di finanziamento, dal momento che le operazioni di assorbimento della liquidità sono ammontate a soli 8,658 mld.€ (ossia il 2,68% del totale, comunque in linea con il dato del periodo precedente).

Sul versante dell'Eurosistema l'evoluzione della liquidità ha assunto caratteri in parte assimilabili a quanto evidenziato nel periodo precedente: infatti, l'ammontare medio giornaliero delle operazioni di politica monetaria ha subito un forte incremento (più del doppio) che, però, è risultato comunque inferiore all'incremento registrato dalle medesime operazioni per il mercato italiano. Inoltre, la componente delle operazioni di assorbimento della liquidità ha continuato a crescere in rapporto alle operazioni poste in essere e nell'anno hanno rappresentato il 33,55% del totale delle operazioni di politica monetaria (contro il 23,32%).

Passando all'esame delle diverse tipologie di operazioni poste in essere emerge innanzitutto che il peso delle operazioni di mercato aperto di natura temporanea ha continuato a crescere nel caso della componente italiana (attestandosi all'83,96% del totale delle operazioni di politica monetaria), mentre è risultato in continua discesa con riferimento all'Eurosistema (pari al 63,33%). Tale situazione riflette il rilevante ruolo assunto per l'Italia dalle operazioni di rifinanziamento a lungo termine (ORLT) "triennali" attraverso le quali il nostro sistema bancario ha ottenuto 260,513 mld.€, ossia l'80,64% delle operazioni di politica monetaria dato che le operazioni di rifinanziamento principale (ORP) hanno pesato

unicamente per il 3,25%.

Contemporaneamente, si è assistito alla crescita dell'ammontare medio giornaliero delle *operazioni strutturali definitive in titoli* (originate da acquisti di obbligazioni bancarie garantite e titoli di Stato italiani): esso è passato da 24,931 mld.€ del periodo precedente a 43,313 mld.€ nel 2012, ancorché sia diminuita in modo consistente la percentuale delle stesse sul totale delle operazioni di politica monetaria (scesa dal 28,92% al 13,41%).

Dunque, la principale divergenza tra quanto osservato per la componente italiana rispetto a quella dell'Eurosistema consiste nel fatto che per il mercato italiano le operazioni di sterilizzazione mediante assorbimento di liquidità, anche nel 2012, hanno continuato ad essere una quota insignificante del totale delle operazioni di mercato aperto, mentre per l'Eurosistema esse hanno assunto un peso rilevante e un importo consistente. Infatti, nell'Eurosistema si è assistito alla riuscita dell'azione della Banca Centrale Europea di compensare la maggior liquidità (creata in occasione degli acquisti compiuti nelle fasi di maggior difficoltà dei mercati dei titoli bancari e dei titoli di Stato) con l'assorbimento di analoghi quantitativi attraverso *operazioni di fine tuning di raccolta di depositi a tempo determinato* a ciò dedicate (per 213,120 mld.€, corrispondenti all'intero ammontare del programma *SMP*) e attraverso depositi *overnight* presso la Banca Centrale Europea per 522,325 mld.€.

Infine, a riprova delle difficoltà del mercato interbancario italiano, e quindi del maggior ricorso al sostegno dell'Eurosistema, per gran parte del 2012 oltre all'accresciuto differenziale tra i tassi domestici e quelli "Euro", sono risultati in ulteriore calo le negoziazioni sui principali mercati della raccolta a breve termine all'ingrosso. Limitatamente al periodo gennaio - marzo 2012, gli scambi medi giornalieri sul mercato e-MID e



sul circuito PCT/MTS sono infatti ulteriormente scesi da 64,913 mld.€ a 54,553 mld.€ con la conseguenza che il rapporto tra Operazioni di politica monetaria di finanziamento, operazioni di mercato monetario, “garantite” e “non garantite, è ulteriormente cresciuto dal 130,2% al 400,7%¹⁴.

3. Il peso della componente italiana delle operazioni di politica monetaria nel periodo 2003-2012

Dopo aver analizzato nel dettaglio l’evolvere delle operazioni di politica monetaria nei quattro periodi individuati nel presente lavoro, l’analisi si completa con l’individuazione del peso (e del suo modificarsi nel tempo) della componente italiana delle diverse operazioni di politica monetaria rispetto all’intero Eurosystema, nell’intento quindi di evidenziare gli eventuali cambiamenti che hanno caratterizzato la partecipazione del sistema bancario italiano alle vicende della politica monetaria dell’area dell’Euro.

Come rilevabile dai dati riportati nella TAB. 2, la quota italiana delle operazioni di politica monetaria è stata relativamente modesta (di poco inferiore al 5% sia nella fase “ordinaria” e sia nel primo periodo dopo lo scoppio della crisi). Ciò è imputabile soprattutto, come già osservato, all’efficiente funzionamento del mercato domestico all’ingrosso della raccolta bancaria a breve termine (via e-MID e circuito PCT/MTS).

L’elemento distintivo più rilevante tra queste due fasi è da ricondurre al sostegno dato dalla Banca Centrale Europea alle banche italiane (verosimilmente per il tramite della Banca d’Italia) attraverso le *operazioni strutturali*

definitive condotte per agevolare l’emissione di nuove obbligazioni bancarie in veste di *Covered Bond* e il loro mercato secondario.

La situazione cambia notevolmente se riferita ai periodi successivi. Tra maggio 2010 e gennaio 2012 la componente italiana delle operazioni di politica monetaria è quasi raddoppiata raggiungendo il 9,17% e tale incremento di peso è riconducibile in modo particolare alle operazioni di mercato aperto di finanziamento, sia temporanee che definitive: le operazioni di rifinanziamento principale e le operazioni di rifinanziamento a lungo termine hanno più che raddoppiato i precedenti valori giungendo a pesare rispettivamente l’11,45% e il 10,17%, come pure significativo, seppur su valori ampiamente inferiori al periodo precedente, è il peso delle operazioni definitive con una quota sui valori complessivi dell’Eurosystema pari al 16,24%, determinato dagli acquisti sia di obbligazioni bancarie garantite che di titoli di Stato.

Nel corso del 2012, la componente italiana ha mostrato una ulteriore significativa crescita sebbene caratterizzata da notevoli differenze con quanto osservato per l’intero Eurosystema. La quota delle operazioni di politica monetaria complessive che hanno coinvolto le banche italiane è ulteriormente cresciuta raggiungendo il 14,43% e ad essa si è accompagnata una ulteriore significativa crescita delle operazioni di finanziamento che sono ammontate ad oltre un quinto di quelle complessive dell’Eurosystema, raggiungendo il 21,57% contro il 13,48% del periodo immediatamente precedente.

Con riferimento, invece, alle operazioni di assorbimento, ancora la TAB. 2 evidenzia lo scarso interesse mostrato dal sistema bancario italiano per le operazioni di impiego a breve termine proposte dalla Banca Centrale Europea (in veste di depositi *overnight* presso la Banca d’Italia e di operazioni di *fine tuning* in veste di depositi a tempo, dirette a sterilizzare i “programmi titoli”): ciò ha avuto l’effetto di generare un’abbondante liquidità che -

¹⁴ Rispetto ai periodi analizzati in precedenza, qui l’analisi è limitata al primo trimestre a seguito dell’indisponibilità ad oggi dei dati sugli scambi nei mercati monetari per il periodo successivo al marzo 2012.



per quanto si osserverà nel paragrafo successivo - è stata oggetto di un suo “attivo” utilizzo attraverso

l'acquisto di ingenti ammontari di titoli di Stato italiani.

TAB. 2 - Peso percentuale della componente italiana delle Operazioni di politica monetaria sul totale delle operazioni condotte dall'Eurosistema tra gennaio 2003 e dicembre 2012 (valori percentuali)

	gen 03- lug07	lug 07- apr 10	mag 10- dic 11	gen- dic. 12
Operazioni di Politica Monetaria				
di rifinanziamento principale	6.16	5.32	11.45	10.63
di rifinanziamento a più lungo termine	0.78	3.45	10.17	24.20
di <i>fine tuning</i> di finanziamento	6.10	0.91	7.54	0.00
di fine tuning di raccolta di depositi. a tempo determinato	9.23	2.79	0.18	0.09
Totale OMA temporanee	4.80	3.96	9.03	19.54
Operazioni strutturali definitive	-	66.09	16.24	15.45
Totale OMA	4.80	4.60	10.38	18.85
Totale OMA di finanziamento	4.79	4.61	11.75	25.28
Rifinanziamento marginale	0.84	2.56	0.81	3.50
<i>Depositi overnight presso Bdl/BCE</i>	4.66	2.29	1.24	1.62
Totale OIC	1.85	2.29	1.23	1.62
Totale Operazioni di politica monetaria	4.79	4.31	9.17	14.43
OPM di finanziamento	4.79	4.61	13.48	21.57
OPM di assorbimento	6.46	2.32	0.77	1.17

Fonte: rielaborazioni da Banca d'Italia, *Supplemento al Bollettino Statistico, Indicatori monetari e finanziari, Moneta e Banche*, Tavv. 1.6 e 1.8, numeri vari e, per il periodo precedente il febbraio 2009 *Supplemento al Bollettino Statistico, Indicatori monetari e finanziari, Aggregati monetari e creditizi dell'area dell'euro: le componenti italiane* Tav. 3 e 4, numeri vari; da Banca Centrale Europea, *Bollettino mensile, Statistiche dell'area dell'euro*, numeri vari, tavola 1.3 e da www.ecb.int, *Weekly financial statement*.

A latere della conduzione delle operazioni di politica monetaria ad opera dell'Eurosistema, un tema che si è recentemente posto all'attenzione riguarda la partecipazione italiana al sistema di pagamenti TARGET2 (*Trans-European Automated Real-time Gross Settlement*). Esso è divenuto rilevante di pari passo all'accresciuta partecipazione del sistema bancario italiano al rifinanziamento dell'Eurosistema e in coincidenza con l'acuirsi della crisi finanziaria originatasi sul mercato dei titoli di Stato. Ciò che risalta, è la trasformazione – da positiva (creditoria) a negativa (debitoria) – della posizione netta della

Banca d'Italia verso TARGET2¹⁵. Una ricostruzione a far tempo da gennaio 2011 dei saldi di fine mese in capo alla Banca d'Italia verso il sistema TARGET2¹⁶ (si veda la TAB.3), mostra

¹⁵ Si ricorda che i pagamenti/incassi di un sistema bancario verso omologhi di altri paesi, comportano l'accumulo di passività/attività in Target 2 per le rispettive BCN; allo stesso modo, finanziamenti in moneta di banca centrale ottenuti, per esempio dalle banche italiane, attraverso la partecipazione alle OMA dell'Eurosistema, comportano per la Banca d'Italia una crescita dell'attivo di bilancio (per l'importo dei finanziamenti concessi) e, al tempo stesso, l'assunzione di un corrispondente debito verso la BCE attraverso Target2.

¹⁶ Cfr. Banca d'Italia, *Gli aggregati di bilancio e le*



infatti come, sino a giugno 2011 la voce del bilancio mensile della Banca d'Italia che rappresenta il saldo verso il sistema di pagamenti, *Attività nette verso l'Eurosistema*, sia risultata costantemente positiva; d'altra parte, in tale periodo, la partecipazione italiana all'operatività dell'Eurosistema non aveva ancora raggiunto i livelli che avrebbe toccato dall'autunno 2011 in avanti. Ed è proprio a far tempo da allora, dopo che il saldo positivo era andato progressivamente assottigliandosi, che inizia mostrare valori via via crescenti la voce *Altre passività nette intra Eurosistema* (il primo saldo negativo si è registrato a luglio 2011 per 16,3 mld €). I valori si sono rapidamente accresciuti da 191 mld.€ di dicembre 2011 sino a toccare un massimo di 289,3 mld. € ad agosto 2012, per stabilizzarsi successivamente intorno ai 230-260 mld.€.

TAB. 3 - Saldo TARGET 2 mensile in capo alla Banca d'Italia (Gennaio 2011 – Dicembre 2012)

	2011	2012
Gennaio	27,7	-180,1
Febbraio	19,6	-194,1
Marzo	0,8	-270,4
Aprile	12,0	-279,4
Maggio	13,9	-274,6
Giugno	6,0	-274,3
Luglio	-16,3	-280,1
Agosto	-57,5	-289,3
Settembre	-103,5	-280,8
Ottobre	-88,6	-266,7
Novembre	-147,5	-246,9
Dicembre	-191,4	-255,1

Fonte: Banca d'Italia

Da ultimo si può osservare che, a fine dicembre 2012, a fronte della posizione debitoria della Banca d'Italia (per 255 mld.€), di quella di Spagna (per circa 400 mld.€) e di quelle di Portogallo, Grecia e Irlanda (per circa 100 mld. € ciascuna), vi erano corrispondenti posizioni

riserve ufficiali della Banca d'Italia, in www.bancaditalia.it, numeri e anni vari.

creditorie in capo alla Bundesbank (per circa 656 mld. €) e alle Banche centrali di Finlandia, Olanda e Lussemburgo (per circa 100 mld. € ciascuna).

4. Un sintetico esame dei principali dati di bilancio delle banche italiane tra maggio 2011 e novembre 2012

L'osservazione della ridottissima partecipazione del sistema bancario italiano alle operazioni di assorbimento di liquidità realizzate dall'Eurosistema nel suo complesso, induce a svolgere alcune considerazioni in ordine al comportamento tenuto nel periodo più recente della crisi dal sistema bancario italiano che, tra fine 2011 e inizio 2012, ha ricevuto una ingente mole di liquidità dalle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine "triennali" e dal dimezzamento del coefficiente di riserva obbligatoria¹⁷.

Come rilevabile dalla TAB. 4, si evidenzia innanzitutto la notevole crescita del totale di bilancio delle banche italiane, passato in soli 18 mesi da 3.791,7 mld.€ a 4.246,6 mld.€, pari ad un incremento del 14,1%.

Quanto alle singole voci, si osserva come la dimensione delle passività verso l'Eurosistema (in veste di operazioni di mercato aperto e di operazioni su iniziativa delle controparti) siano cresciute di oltre sei volte nel periodo, da 34,3 mld.€ a 276 mld.€, soprattutto grazie ad operazioni di rifinanziamento "triennale" al tasso di *policy*; le attività (in veste di depositi *overnight* presso la Banca d'Italia e le Riserve), pur quasi raddoppiando, si sono mantenute su valori

¹⁷In proposito risultano di notevole ausilio i dati riportati nei più recenti Bollettini Economici della Banca d'Italia riguardanti le principali voci di bilancio delle banche italiane nel periodo maggio 2011 – novembre 2012 (parzialmente riepilogate nella TAB. 3).



ampiamente inferiori, passando da 20 mld.€ a 35,4 mld.€. Ne è conseguita una disponibilità notevole di risorse liquide (i cui valori risultano peraltro sottovalutati perché non considerano l'apporto delle

operazioni strutturali definitive) che ci si sarebbe potuti attendere venissero impiegate in finanziamenti all'economia (famiglie e imprese).

TAB. 4 - Principali voci di bilancio delle banche italiane (importi in mld.€)

	31/05/11	31/12/11	31/05/12	30/11/12
ATTIVO				
Prestiti a residenti	1938,5	1948,8	1946,1	1930,1
Investimenti in titoli di amministrazioni pubbliche	207,0	224,1	316,9	358,3
Attività vs. Eurosystema*	20,0	33,9	17,4	35,4
PASSIVO				
Raccolta via obbligazioni	630,1	619,2	596,14	579,9
Depositi da non residenti (depositi interbancari)	460,8	394,6	373,5	354,6
Altra raccolta garantita (pronti contro termine)	64,6	47,4	70,7	56,3
Passività vs. Eurosystema**	34,3	215,5	276,1	276
TOTALE BILANCIO	3791,7	4042,2	4207,2	4246,6

Fonti: rielaborazioni da *Bollettino Economico*, n. 68, 70 di aprile e ottobre, 2012 e n. 71 di gennaio 2013, Tav. 6.

* Riserve e depositi overnight presso la Banca d'Italia.

** Operazioni di mercato aperto e operazioni su iniziativa della controparte.

Per quanto riguarda le altre fonti di raccolta, quelle sui mercati all'ingrosso a breve termine hanno visto lo *stock* di operazioni pronti contro termine realizzate sul circuito PCT/MTS pressoché stabili seppur tra fasi alterne, mentre, viceversa, le consistenze di depositi interbancari hanno mostrato una forte flessione che li ha visti progressivamente scendere da 460,8 mld.€ a 354,6 mld.€ (- 23%), a riprova delle difficoltà che hanno caratterizzato il circuito della raccolta a breve scadenza non garantita.

Passando, infine, alla raccolta a più lunga scadenza attraverso l'emissione di obbligazioni, a fine novembre 2012 essa si è attestata a 579,9 mld.€ con una significativa riduzione rispetto al valore massimo (pari a 630,1 mld.€ del maggio 2011); questo calo della raccolta di circa 50 mld.€ potrebbe essere stato rimpiazzato in parte dal

rifinanziamento triennale (ad un tasso medio per il 2012 presumibilmente inferiore all'1%) e dagli acquisti di titoli attraverso le *operazioni strutturali definitive* ad opera della Banca d'Italia.

Considerando ora le voci dell'attivo di bilancio delle banche italiane rappresentate dagli impieghi in prestiti e dagli investimenti in titoli, si osserva, in primo luogo, che i prestiti a residenti in Italia sono scesi nel medesimo periodo (maggio 2011-novembre 2012) da 1.938,5 a 1930,1 mld.€ (dopo aver fatto registrare un valore massimo di 1.948,8 mld.€ a fine dicembre 2011). Poiché nel corso del 2012 si evidenzia tale rilevante riduzione dei prestiti a residenti - tra l'altro proprio in corrispondenza del supporto alla raccolta bancaria rappresentato dalle operazioni di rifinanziamento triennale - ne consegue che il finanziamento all'economia non sarebbe stata la destinazione



prevalente della ingente quantità di nuova liquidità a disposizione del sistema bancario italiano.

Tale considerazione pare essere avvalorata dal pressoché contemporaneo incremento dell'altra voce dell'attivo delle banche italiane rappresentata dagli impieghi in titoli emessi dalle Amministrazioni pubbliche italiane (ossia i titoli di Stato): essi, tra fine maggio 2011 e fine novembre 2012, sono progressivamente cresciuti da 207 a 358,3 mld.€ (con una crescita fortemente concentrata nei primi undici mesi del 2012, allorquando il portafoglio titoli è cresciuto di ben 134,2 mld.€, con un incremento pari a circa il 60%). Quanto precede fa ritenere che il sistema bancario italiano abbia impiegato in parte, comunque significativa, la liquidità ottenuta grazie ai vari interventi e provvedimenti che si sono succeduti, per acquistare titoli di Stato, offrendo in tal modo un indubbio sostegno al mercato dei titoli pubblici in una fase particolarmente difficile¹⁸, ma anche con ovvio vantaggio per il conto economico, dato il differenziale tra costo del finanziamento (di poco inferiore all'1%) e i tassi dei titoli oggetto di impiego (senza peraltro tener conto dell'ulteriore effetto positivo sul bilancio delle banche generato dalla rivalutazione dei prezzi dei titoli di Stato a seguito della riduzione dei loro rendimenti)¹⁹.

¹⁸Si ricorda che tra novembre 2011 e metà febbraio 2012 lo "spread" BTP-Bund si è mantenuto costantemente al di sopra di 400 "punti base".

¹⁹Il Governatore della Banca d'Italia, senza peraltro fare riferimenti precisi al contesto italiano a proposito delle banche ha affermato che: "Le banche hanno impiegato la liquidità ottenuta dalla banca centrale per sostituire i finanziamenti in scadenza, impossibili da rinnovare sui mercati. Hanno altresì effettuato investimenti finanziari a breve termine, soprattutto in titoli di Stato, in previsione delle ulteriori, successive scadenze di passività. La valutazione dell'effetto delle LTRO sull'offerta di credito è complessa, sia per l'impossibilità di osservare il "controfattuale" (lo scenario macroeconomico e finanziario che si sarebbe

verosimilmente realizzato se la Banca Centrale Europea non avesse adottato quelle misure) sia perché l'andamento degli impieghi nell'ultimo anno ha anche fortemente risentito della debolezza della domanda, a sua volta legata alla congiuntura negativa. L'indagine sul credito bancario dell'Eurosistema mostra tuttavia che la restrizione nell'offerta di credito bancario indotta dalle difficoltà di raccolta, alla base delle eccezionali tensioni registrate alla fine del 2011, si è considerevolmente attenuata nel corso del 2012. Le residue tensioni nell'offerta di prestiti riflettono oggi fattori diversi, quali l'accresciuta rischiosità dei prenditori e il deterioramento della qualità degli attivi. Senza l'intervento della BCE la contrazione del credito sarebbe stata ben più profonda di quella osservata". Cfr. Visco I., *Ruolo, responsabilità, azioni della Banca Centrale nella "lunga" crisi*, Lectio magistralis del Governatore della Banca d'Italia, Firenze, 18 gennaio 2013. pagg. 11-12.

4. BASILEA 3 E GLI ASSET LIQUIDI DELLE BANCHE: UN'ANALISI EMPIRICA[♦]

1. Introduzione

La normativa sul rischio di liquidità, introdotta dopo la crisi finanziaria e nota come “Basilea 3”, prevede che dal 2015 le banche detengano un volume di attività liquide di alta qualità (*high quality liquid assets*, HQLA) tendenzialmente pari, o superiore, ai possibili deflussi di cassa che potrebbero verificarsi nei 30 giorni successivi in presenza di uno scenario di mercato perturbato. In altri termini, il quoziente tra HQLA e deflussi di cassa stimati (detto *liquidity coverage ratio*, LCR) non potrà scendere sotto il 100% quando la normativa sarà pienamente entrata a regime¹.

Nel breve-medio termine appare difficile immaginare una significativa ricomposizione delle passività bancarie (con uno spostamento verso forme di provvista più stabile) tale da ridurre i deflussi di cassa stimati. Ne consegue che, per risultare in linea con queste nuove regole, le banche europee dovranno incrementare il loro portafoglio di attività liquide di elevata qualità in misura assai considerevole e pari a svariate centinaia di miliardi di euro. A tale incremento delle HQLA farebbe giocoforza riscontro una parallela compressione degli attivi illiquidi, a cominciare dagli impieghi alle imprese.

I costi associati all'applicazione del LCR si annunciano quindi come consistenti, non solo per le banche (visto che la ricomposizione verso attività di alta qualità ridurrà il tasso di rendimento medio dell'attivo), ma anche per l'economia reale. Questo non significa ovviamente che le nuove norme debbano essere accantonate, visto che la crisi finanziaria del 2007-09 ha dimostrato in maniera tangibile (per esempio in occasione del dissesto di Lehman Brothers) i potenziali effetti distruttivi, su scala sistemica, di un'inadeguata gestione della liquidità.

È tuttavia opportuno che, a fronte di costi consistenti, le regole di Basilea 3 risultino efficaci e prive di effetti indesiderati. Questo significa che, ad esempio, le regole in materia di selezione degli HQLA devono essere messe a punto con particolare attenzione, sincerandosi che il sistema di limiti e scarti di garanzia presente nelle regole di calcolo del LCR sia coerente con le evidenze ricavabili dall'analisi empirica.

In proposito, va detto che la definizione di attivi liquidi di elevata qualità presente nelle bozze di normativa attualmente in discussione non sembra del tutto coerente con l'esperienza e le necessità dei mercati europei, atteso che essa appare in qualche misura “ritagliata” sul funzionamento del mercato statunitense.

In particolare, secondo le regole attualmente in discussione, il portafoglio di HQLA utilizzabile dalle banche per ottemperare al LCR includerebbe i *corporate bond* (di imprese non finanziarie) con *rating* almeno BBB- (certamente più diffusi sul mercato americano che in molti Paesi europei), mentre consentirebbe solo un limitato riconoscimento specifico per titoli maggiormente vicini alle prassi di mercato europee come i *covered bond* (noti anche come obbligazioni bancarie

[♦] A cura di Giovanni Petrella e Andrea Resti.

¹ Nel gennaio del 2013 il Comitato di Basilea per la Vigilanza Bancaria, prendendo atto delle condizioni di liquidità perturbate in Europa e della necessità di evitare effetti recessivi legati alle nuove normative, ha stabilito che il LCR debba essere superiore al 60% nel primo anno di validità della nuova normativa (2015) per poi salire gradualmente al 100% negli anni successivi (con incrementi di 10 punti percentuali ogni anno).



garantite, cedulas o Pfandbriefe), che verrebbero assoggettati a significativi limiti di computabilità. Verrebbero poi considerati totalmente privi di rischio (e quindi computabili *ad libitum*) i titoli emessi dallo Stato dove una banca assume il proprio rischio di liquidità, cioè di fatto i titoli di Stato domestici. Una simile ipotesi può risultare giustificata per Paesi, come gli Stati Uniti, dove le banche centrali nazionali hanno conservato poteri di “signoraggio”, cioè la libertà di stampare moneta e di reperire le risorse necessarie al rimborso del debito pubblico attraverso una “tassa da inflazione”. Risulta invece scarsamente realistica per i Paesi dell’Eurozona, dove la politica monetaria è delegata a una Banca Centrale sovranazionale indipendente dai governi nazionali e i singoli emittenti sovrani possono risultare soggetti a rischi di *default* non trascurabili, dunque anche a fenomeni di *flight to quality* e crisi di illiquidità. Le perplessità per la scelta di consentire una computabilità illimitata per i titoli di Stato nazionali sono rafforzate dal fatto che tale classe di attivi è destinata a non essere soggetta ad alcun limite minimo di *rating* né ad alcun limite massimo di concentrazione (cosicché, in teoria, i Btp a 30 anni potrebbero rappresentare il 100% degli HQLA di una banca con operatività in Italia).

La definizione degli attivi liquidi, peraltro, rappresenta un passaggio normativo ancora in divenire. Da un lato, infatti, non può escludersi che lo stesso Comitato di Basilea introduca ulteriori calibrature nei due anni che ancora ci separano dall’entrata in vigore delle nuove regole. Dall’altro, l’introduzione di Basilea 3 in Europa avverrà con strumenti normativi (una direttiva e un regolamento) ancora in discussione. I nuovi testi, inoltre, dovrebbero lasciare significativi spazi di manovra alle regole di secondo livello, destinate a essere emanate

dalla Commissione Europea sulla base di pareri tecnici dell’EBA (European Banking Authority). A tal fine, il regolamento prevede (all’art. 481 della bozza attualmente in discussione) che l’EBA utilizzi svariati criteri qualitativi e quantitativi (per esempio: volumi scambiati e dimensioni dell’emissione, *bid/ask spread*, durata residua, volatilità del prezzo, rischio di credito, ecc.).

In questo capitolo presentiamo un’analisi empirica sulla liquidità di alcune *asset class* europee (in particolare, *corporate bond* e titoli di Stato) per ricavare un quadro informativo che non si limiti a misurare la loro liquidità nelle fasi di mercato ordinario, ma aiuti anche a comprendere come la stessa reagisce in periodi di tensione².

In altri termini, si proverà a ricercare le caratteristiche di un titolo che ne accrescono la liquidità durante le crisi (o che, al contrario, determinano contrazioni «estreme» nella sua liquidità). L’obiettivo è quello di fornire una prima verifica circa l’appropriatezza, per il mercato europeo, di alcuni criteri per la definizione degli HQLA previsti in Basilea 3, ma anche di evidenziare, se possibile, classi di attivi su cui sia opportuno investire, in termini di infrastrutture tecnologiche e normative, per incrementare la liquidità e favorire lo sviluppo di mercati alternativi al canale bancario. Il tutto con la consapevolezza che qualunque normativa destinata a introdurre un “vincolo di portafoglio” per le banche deve avere come finalità quella di disinnescare la mina del rischio sovrano,

² Si noti che lo stesso Comitato di Basilea, nel documento del 7 gennaio 2013 con cui sono state introdotte le ultime modifiche al calcolo del LCR, ha fatto presente che è necessario guardare alla correlazione tra illiquidità di una certa classe di attivi e fenomeni di tensione generalizzata sul mercato (“*the correlation between proxies of market liquidity and banking system stress is one simple measure that could be used*”).

evitando accuratamente di introdurre ulteriori elementi di interazione tra rischi bancari e rischi degli Stati sovrani. A tal fine, introduciamo dapprima (paragrafo 2) alcuni concetti e misure basilari in materia di liquidità, destinati a essere richiamati nel prosieguo del lavoro. Ripercorriamo quindi i principali contributi proposti in letteratura circa la liquidità dei titoli obbligazionari (paragrafo 3) per presentare poi i dati che verranno utilizzati nella nostra analisi empirica (paragrafo 4). La presentazione dei principali risultati (paragrafo 5) riguarderà dapprima i *corporate bond*, quindi i titoli governativi. Il paragrafo 6 ospiterà le conclusioni e le implicazioni di *policy* dell'analisi svolta.

2. Liquidità: definizioni e misure

2.1 Definizioni

Senza pretesa di esaustività e mantenendoci nell'ambito di una definizione intuitiva, anche se non completamente rigorosa, possiamo definire la liquidità di un'attività finanziaria come la possibilità di convertirla in denaro facilmente, ovvero in tempi rapidi e a condizioni di prezzo non penalizzanti.

Esistono costi di liquidità espliciti e impliciti: i primi sono rappresentati dai costi che si sostengono ogni qual volta si scambia un'attività finanziaria (per esempio commissioni, imposte); i secondi sono "inclusi" nel prezzo di transazione. Il *bid-ask spread* e il *price impact* sono esempi di costi di liquidità impliciti legati all'esecuzione di una transazione. Il *bid-ask spread*, rappresentato dalla differenza tra la migliore quotazione in vendita e la migliore quotazione in acquisto, è un indicatore di costo di liquidità implicito per negoziazioni di dimensione limitata. Il *price impact* si riferisce alla circostanza che la negoziazione di quantità

consistenti innesca un movimento al ribasso (se l'ordine è in vendita) o al rialzo (se l'ordine è in acquisto) del prezzo rispetto alle condizioni prevalenti in precedenza. Vi sono poi i costi opportunità legati alla mancata esecuzione istantanea di una compravendita (perché nel frattempo il prezzo può muoversi in direzione sfavorevole al soggetto che intende negoziare).

La liquidità di un titolo e i costi di (il)liquidità non sono costanti, ma variano nel corso del tempo: da ciò origina un rischio di liquidità che gli investitori "prezzano" quando decidono di acquistare un certo strumento finanziario. Ne consegue che una parte del rendimento offerto da un titolo può essere ricondotto alla remunerazione per il rischio di illiquidità.

Come tutti i rischi finanziari, anche quello di liquidità ha una componente sistematica, legata alla possibilità che i peggioramenti nella liquidità di un titolo avvengano in risposta a un deterioramento che coinvolge l'intero mercato, e una componente idiosincratca, connessa con le specifiche caratteristiche di uno strumento finanziario e diversificabile con opportune politiche di portafoglio.

Il rischio di liquidità, peraltro, può essere misurato in condizioni normali (si pensi alla deviazione standard calcolata sul lungo periodo, o al beta di un modello di mercato stimato partendo da un ampio arco temporale) e in condizioni di stress (concentrandosi sul comportamento della liquidità in presenza di condizioni di mercato estreme).

Può esistere, infine, una relazione tra rischio di liquidità e rischio di mercato e di credito: infatti è più verosimile che, in presenza di una più elevata volatilità dei prezzi dei titoli e degli *spread* creditizi, diventi difficile trovare una controparte disposta ad acquistare e a vendere applicando un differenziale denaro/lettera contenuto. Questo legame implica che in

presenza di fasi di mercato perturbate la liquidità tenda a ridursi, generando un circolo vizioso in

cui la caduta del prezzo porta anche una riduzione della liquidità.

TAB. 1 – Misure di liquidità

Misura	Input	Formula
Bid-ask spread calcolato	Quotazioni bid/ask	$s = A_{i,t} - B_{i,t}$
Roll (1984)	Prezzi di transazione	$\hat{s}_R = 2\sqrt{-Cov(\Delta P_t, \Delta P_{t-1})}$
Roll con possibilità di assenza di trading (Holden, 2009)	Prezzi di transazione e quotazioni bid/ask	$\hat{s}_{R(H)} = 2\sqrt{\frac{-Cov(\Delta P_t, \Delta P_{t-1})}{\mu}}$
Effective tick (Holden, 2009)	Prezzi di transazione	$\hat{s}_{ET(H)} = \frac{\sum_{j=1}^J \hat{\gamma}_j tick_j}{P}$
Rendimenti nulli («zeros»)	Prezzi di transazione (e volumi)	$z = \frac{ZRD}{TD + NTD}$
LOT-FHT (Lesmond, Ogden e Trzcinka, 1999; Fong, Holden e Trzcinka, 2011)	Prezzi di transazione	$\hat{s}_{LOT(FHT)} = 2 \sigma N^{-1} \left(\frac{1+z}{2} \right)$
API - Amihud Price Impact (Amihud, 2002)	Prezzi di transazione e volumi negoziati	$API_{i,t} = \frac{ r_{i,t} }{TVA_{i,t}}$

2.2 Alcune misure

La TAB. 1 riporta alcune tra le principali misure di liquidità utilizzate in letteratura³. Per ognuna forniamo di seguito una spiegazione, nell'intento di presentare l'intuizione di fondo sottostante a ciascuna di esse, piuttosto che di fornirne una definizione rigorosa.

Il *bid/ask spread* (detto anche “differenziale denaro/lettera”) rappresenta la differenza tra il prezzo a cui gli operatori su un certo mercato sono disposti a vendere un titolo (prezzo *ask* o lettera) e quello a cui sono disposti a comprare (prezzo *bid* o denaro). Può essere visto come il costo di un'operazione “round-trip” (acquisto

seguito da immediata vendita) e dunque è pari al doppio della differenza tra il cosiddetto *mid-price* (valore medio tra *best bid* e *best ask*, generalmente considerato come un indicatore del valore equo del titolo) e il prezzo a cui è effettivamente possibile negoziare uno strumento finanziario. Si noti che spesso lo *spread bid/ask* quotato in un certo mercato vale per quantità relativamente modeste, dunque chi vuole vendere (comprare) un titolo in un ammontare significativo dovrà accettare prezzi via via più bassi (elevati) al crescere del volume negoziato.

La misura di Roll (1984) si basa sulla serie storica dei prezzi negoziati e in particolare sulla correlazione tra prezzi relativi a istanti di tempo adiacenti. L'idea è che prezzi che sequenzialmente oscillano tra valori più bassi e

³ Si tratta per la verità di misure di *illiquidità*, nel senso che a valori più elevati delle stesse fa riscontro una minore liquidità del titolo analizzato.

più alti potrebbero essere il risultato di successive operazioni di vendita e acquisto realizzate, rispettivamente, alla quotazione *bid* e alla quotazione *ask*. La covarianza seriale tra variazioni dei prezzi fornisce, in tal caso, un'indicazione circa l'entità del *bid/ask spread* (anche in assenza di informazioni sulle quotazioni *bid/ask*). Si noti che è stata proposta anche una variante dell'indicatore di Roll, dovuta a Holden (2009), che utilizza congiuntamente le informazioni (se disponibili) sia sui prezzi scambiati che sulle quotazioni *bid/ask*.

La misura di *Effective Tick* di Holden esamina la tendenza dei prezzi scambiati a “concentrarsi” su *cluster* associati a variazioni (*tick*) di una certa entità. La prevalenza di determinati valori (per esempio 1/8 di dollaro piuttosto che 1/16) è utilizzata come un indice della volontà dei *market maker* di quotare con maggiore frequenza un certo *bid/ask spread*.

Un'altra misura (nota come *zero return days* o semplicemente *zeros*) è data dalla frequenza associata a giornate con rendimenti nulli. L'idea è che quanto più il *bid/ask spread* è elevato, tanto più è probabile che le nuove informazioni sul valore intrinseco di un certo titolo non siano sufficienti a far scattare una variazione di prezzo abbastanza ampia da superare i costi di transazione, rendendo economicamente conveniente uno scambio che si traduce in una variazione del prezzo negoziato. Se così è, non vi sono compravendite e il prezzo registrato dal mercato resta quello del giorno prima (dunque la variazione, o rendimento, è pari a zero).

Questo approccio viene perfezionato e arricchito dalla misura nota come LOT (dai nomi di Lesmond, Ogden e Trzcinka), dove l'informazione sulla frequenza dei giorni con rendimenti nulli (z) viene combinata con quella circa la volatilità dei rendimenti non nulli

osservati sul mercato (σ) per ottenere un'indicazione più robusta circa l'entità dei costi di transazione. Infine, la misura di Amihud mette a rapporto la variazione di prezzo subita da un titolo in un dato periodo (per esempio una giornata) con l'ammontare scambiato nel medesimo periodo. L'intuizione è che un titolo liquido possa essere negoziato per volumi consistenti senza che questo produca un significativo spostamento del prezzo, mentre il contrario accade per i titoli illiquidi.

3. Alcuni contributi sulla liquidità dei titoli obbligazionari

3.1 Le obbligazioni societarie

La letteratura sui *corporate bond* ha messo in risalto che generalmente i rendimenti sulle obbligazioni societarie contengono un premio rispetto al tasso privo di rischio che dipende sia dalla liquidità attesa del titolo sia dalla sua vulnerabilità al rischio sistematico⁴.

Il primo aspetto (la presenza di un premio per il livello di illiquidità) è stato indagato ad esempio da (Houweling, Mentink e Vorst 2005) sulla base di un campione di circa 1.000 obbligazioni nel periodo 1999-2001. I rendimenti su tali obbligazioni risultano statisticamente correlati – a parità di rischio di interesse e di rischio di credito – a numerosi indicatori di liquidità, come la dimensione di un'emissione, la sua età, il fatto che si tratti di un titolo *on-the-run*⁵, il numero di *market makers* che forniscono quotazioni agli

⁴ Si tratta di un tema ampiamente trattato nella letteratura con riferimento al mercato azionario (cfr. Amihud, Mendelson e Pedersen 2006 per una survey).

⁵ Per una data tipologia di emissioni (per esempio: titoli di Stato tedeschi a lungo termine) il titolo emesso più recentemente è detto “on the run”. Su di esso si concentra di solito la maggior parte delle negoziazioni. Quando viene emesso un nuovo titolo “on the run” il precedente diventa “off the run” e normalmente subisce un calo degli scambi.

investitori, l'età e la dispersione esistente, in ogni dato momento, tra queste quotazioni.

(Longstaff, Mithal e Neis 2005), utilizzando un campione di emittenti per cui esistevano sia obbligazioni sia *credit default swap*, hanno dimostrato che il differenziale di rendimento tra i due strumenti era spiegato dalla diversa liquidità dei singoli *bond* (approssimata con il *bid/ask spread*, la dimensione dell'emissione, la durata residua, l'età del titolo e il *rating*), oltre che dall'equilibrio di domanda e offerta sul mercato (catturato attraverso il dato sulla domanda di fondi monetari e il volume delle nuove emissioni).

Chen, Lesmond e Wei (2007) hanno anch'essi mostrato, analizzando un campione di circa 4.000 *corporate bond* statunitensi dal 1995 al 2003, che i rendimenti aumentano all'aumentare dell'illiquidità dell'obbligazione, misurata da *proxy* come il *bid/ask spread*, la misura "zeros" e quella di LOT.

De Jong e Driessen (2006) hanno esaminato la liquidità del mercato implicita negli indici obbligazionari (sia negli Usa che in Europa), per concludere che esso è influenzato dalla liquidità di altre *asset class*, come il mercato azionario e i titoli di Stato.

Passando ora ai contributi che hanno evidenziato un legame tra il rendimento delle obbligazioni e il rischio di illiquidità delle stesse, Lin, Wang e Wu (2011) hanno esaminato quasi 12.000 titoli su un lungo arco temporale (1994-2009) mostrando come i loro rendimenti dipendano dalla vulnerabilità al rischio sistematico di liquidità misurato dal *liquidity beta* ovvero dal coefficiente che lega l'illiquidità di un singolo strumento finanziario a quella media del mercato. Friewald, Jankowitsch e Subrahmanyam (2012) hanno esaminato l'effetto di diverse misure di liquidità (per esempio Roll, Amihud e dispersione delle

quotazioni) sui prezzi dei titoli nei periodi di crisi finanziaria, osservando che il rischio di liquidità è più severo per i *bond speculative grade*. Acharya, Amihud e Bharath (2012) hanno mostrato come le determinanti del rendimento dei *corporate bond* siano strutturalmente differenti nelle fasi di stress del mercato, quando i titoli con *rating* elevato beneficiano di un aumento di prezzo legato al fenomeno del "flight to quality".

Il tema dell'effetto delle misure di liquidità sui rendimenti (e di come questo cambi nei momenti di tensione) è stato inoltre sviluppato da (Dick-Nielsen, Feldhütter e Lando 2011) che hanno analizzato il mercato statunitense dei *corporate bond* nel periodo 2005-2009, soffermandosi sul *downgrade* di Ford/GM nel maggio 2005 e sulla crisi dei *subprime* nel 2007-2008.

3.2 I titoli di Stato

Tra i lavori che hanno esaminato la liquidità dei titoli di Stato, uno dei primi è certamente (Fleming 2001) che analizza il mercato statunitense tra il 1996 e il 2000. Fleming calcola un insieme di misure di liquidità (ad es. volume, numero di scambi, *bid/ask spread*) e ne analizza il comportamento in serie storica e in *cross section*. I suoi risultati mostrano che la liquidità cambia in modo consistente nel tempo e risente sensibilmente di episodi sistemici (come il *crash* dell'ottobre 1997 o la crisi di mercato dell'autunno successivo).

L'effetto della liquidità sui rendimenti è analizzato da (Goldreich, Hanke e Nath 2005), sempre con riferimento al mercato americano. In particolare, il lavoro distingue tra liquidità corrente e liquidità futura attesa e lo fa confrontando i rendimenti di titoli *on the run* e *off the run*⁶. I risultati dimostrano che ad essere

⁶ Cfr. ancora la nota 5.

prezzata dal mercato è la liquidità futura attesa, piuttosto che quella corrente.

Le determinanti dei costi di negoziazione e il ruolo della trasparenza vengono analizzati da (Dunne, Moore e Portes 2006) sulla base di un campione di titoli di Stato statunitensi ed europei nel 2003-2005. Per quanto riguarda l'Europa lo studio dimostra, sulla base di dati relativi al MTS⁷, che i Paesi che fanno maggiormente affidamento su sindacati di emissione e su obblighi di quotazione nel mercato secondario hanno *turnover* più elevati. Nei mercati dove gli obblighi di quotazione sono più forti, tuttavia, la qualità delle negoziazioni è più modesta, perché il *book* tende a essere più "ripido" (i prezzi *bid/ask* tendono a discostarsi rapidamente dal *mid-price* al crescere delle quantità negoziate).

Altri studi più recenti guardano alla liquidità nelle fasi di tensione del mercato. Così ad esempio (Beber, Brandt e Kavajecz 2009) analizzano il flusso di ordini sul mercato dei titoli di Stato europei (sulla base di dati *intraday* di fonte MTS) e la relazione tra lo *spread* di rendimento dei titoli sovrani (rispetto ai tassi *swap*), il rischio di credito degli stessi e la liquidità del mercato. In particolare, lo studio cerca di comprendere in che misura il comportamento del flusso di ordini nei periodi di stress sia guidato da fenomeni di "*flight to quality*" e in che misura invece esso sia riconducibile a "*flight to liquidity*". Secondo (Beber, Brandt e Kavajecz 2009), gli investitori desiderano sia qualità creditizia (cioè un contenuto rischio di credito) che liquidità, ma questi due obiettivi non sono costanti nel tempo perché originano da finalità differenti: in

particolare, anche se la maggior parte delle differenze tra *spread* sovrani può essere ricondotta alla qualità creditizia, la liquidità svolge un ruolo non marginale, specialmente per i Paesi con merito di credito modesto e nelle fasi di più forte incertezza.

Chordia, Sarkar e Subrahmanyam (2005) analizzano la relazione che intercorre nel tempo tra la liquidità sul mercato azionario e quella sul mercato dei titoli di Stato. In particolare, sulla base di dati statunitensi nel periodo 1991-1998, riscontrano una significativa correlazione tra i due comparti.

Il tema è poi stato ripreso da Goyenko e Ukhov (2009), che trovano che la liquidità sul mercato obbligazionario reagisce con maggiore prontezza a modifiche nella politica monetaria (per esempio variazioni del tasso sui Fed funds) e svolge un ruolo significativo nella trasmissione degli impulsi di politica monetaria al sistema finanziario.

Li et al. (2009) e Dufour e Nguyen (2012) analizzano gli effetti dell'incertezza informativa sui rendimenti dei titoli di Stato sia negli Usa che nell'Eurozona. Tali studi, tuttavia, non analizzano le determinanti della liquidità dei *bond* in *cross-section*. Inoltre, essi fanno riferimento a campioni ormai datati (che arrivano fino al 2002 per Li et al. e al 2007 per Dufour e Nguyen). Questi studi non possono dunque dare conto compiutamente degli effetti della crisi *sub-prime* né tantomeno della crisi dell'Eurozona del 2011.

4. Descrizione del campione utilizzato

4.1 I dati disponibili e la composizione del campione

Per quanto riguarda le obbligazioni societarie i nostri dati (di fonte Trax, Markit e Datastream) riguardano 1.521 *corporate bond* emessi da

⁷ MTS (Mercato dei Titoli di Stato) è una piattaforma telematica per la gestione delle negoziazioni tra operatori professionali sui singoli mercati nazionali europei e su un mercato "pan-europeo" denominato EuroMTS.

imprese e intermediari finanziari nei Paesi dell'Unione Europea ("EU-27") e denominati in euro, dollari Usa, sterline o franchi svizzeri. I dati coprono il periodo dal 1° gennaio 2005 al 1° novembre 2012⁸. Le variabili utilizzate per lo studio della liquidità sono le quotazioni *bid* e *ask*⁹, i prezzi negoziati di chiusura (su base giornaliera), nonché i volumi negoziati (su base mensile). Le principali caratteristiche delle obbligazioni presenti nel nostro database sono la *duration*, l'emittente (con settore e nazionalità), la data di emissione e la scadenza, l'ammontare emesso, il tipo di obbligazione, la cedola e il *rating*.

Relativamente ai titoli di Stato utilizziamo dati forniti da MTS e riguardanti 2.151 obbligazioni emesse da Stati nazionali e istituzioni sovranazionali negoziate nei mercati gestiti da MTS¹⁰ (mercati domestici e EuroMTS) nel 2006, 2008 e 2011. La scelta di questi tre periodi è dettata dal desiderio di analizzare la liquidità del mercato sia in fasi distese (2006) che in momenti di tensione (crisi di Lehman Brothers nel quarto trimestre 2008, crisi dell'Eurozona

nel secondo semestre 2011). I dati, con frequenza giornaliera, includono prezzi e *mid-quote* alla chiusura (anche sotto forma di *yield to maturity*), *bid/ask spread* medio¹¹, volume negoziato. Per ogni obbligazione vengono inoltre rilevate *duration*, *convexity*, emittente, mercato di negoziazione, data di emissione, scadenza, cedola e *rating*.

La TAB. 2 illustra la composizione del campione per tipologie di *rating* e per fasce di *duration*. Si riscontra una significativa incidenza di osservazioni con *rating* elevato (AAA e AA), mentre la presenza di titoli a lungo termine (oltre sette anni) risulta relativamente più frequente sul mercato dei titoli di Stato.

TAB. 2 – Composizione del campione per fasce di rating e di duration¹²

Rating	AAA	AA	< AA	n.d.
Governativi	2503	743	1202	289
Corporate	1075	2083	2280	2098
Duration	< 3	3-7	> 7	n.d.
Governativi	1986	1262	1265	224
Corporate	5870	7852	2830	668

Dalla TAB. 3 si evince come il campione sia sufficientemente differenziato quanto a nazionalità degli emittenti, anche se va rilevata la mancanza di dati sui titoli di Stato britannici, non scambiati sulla piattaforma MTS.

La TAB. 4 mostra infine la ripartizione delle osservazioni per anno. Il sottocampione dei titoli di Stato è più numeroso di quello delle

⁸ Per le variabili di fonte Trax, tuttavia, i dati si fermano a gennaio 2011.

⁹ Le quotazioni fornite dai market maker e registrate nel nostro database non sono vincolanti, ma solo indicative; è evidente tuttavia che un market maker non può discostarsi sistematicamente dalle quotazioni fornite al mercato, perché ne subirebbe un consistente danno reputazionale.

¹⁰ Siamo consapevoli del fatto che le transazioni svolte su MTS non esauriscono gli scambi su titoli di Stato dell'Eurozona (che anzi avvengono spesso *over the counter* cioè fuori dai mercati organizzati); tuttavia, le particolari modalità di funzionamento di MTS (e in particolare la presenza di market maker che accettano di quotare continuamente prezzi di acquisto e vendita entro un certo differenziale massimo tra denaro e lettera) fanno sì che tale mercato svolga un ruolo significativo nel fornire liquidità agli operatori nelle fasi perturbate, che sono poi quelle maggiormente importanti per la nostra analisi.

¹¹ Il *bid/ask spread* medio diffuso da MTS si riferisce esclusivamente a osservazioni che non superano 3 volte il *basis point value*.

¹² I dati nella tabella e nelle due successive rappresentano il numero di osservazioni calcolabili su base trimestrale. Secondo questa logica, che il campione comprendesse un primo titolo per 6 trimestri e un secondo titolo per 4 trimestri, il numero totale di osservazioni in tabella sarebbe 10. Si considerano solo i trimestri nei quali è calcolabile (almeno) il *bid/ask spread*.

obbligazioni societarie nella prima parte del periodo temporale analizzato, mentre nella seconda parte questa relazione si inverte.

TAB. 3 – Ripartizione del campione per nazionalità degli emittenti

	Governativi	Corporate
Belgio	392	12
Germania	626	5265
Spagna	363	4695
Francia	918	3485
Regno Unito	-	1119
Italia	1018	322
Paesi Bassi	324	664
Altri	1096	1658

TAB. 4 – Ripartizione del campione per anno

	Governativi	Corporate
2005		833
2006	2048	1493
2007		1965
2008	1403	2140
2009		2448
2010		3135
2011	1286	2515
2012		2691

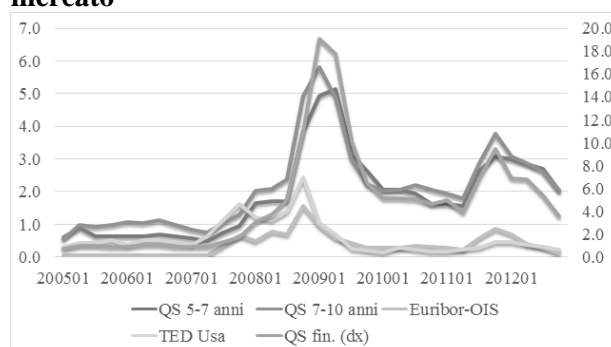
4.2 Gli indicatori della condizione del mercato

Poiché l'obiettivo della nostra analisi è verificare come la liquidità dei titoli obbligazionari europei reagisca alle fasi di mercato perturbate, è importante scegliere una o più variabili in grado di catturare fedelmente l'intonazione del mercato. A tal fine abbiamo considerato principalmente due gruppi di misure (cfr. FIG. 1).

In primo luogo abbiamo ricostruito il cosiddetto *quality spread*, cioè il differenziale tra i rendimenti corrisposti da titoli con *rating investment grade* ma non elevato (BBB) e da titoli con *rating* massimo (AAA). Come evidenziato ad esempio da (Iannotta, Nocera e Resti 2012), tale differenziale rappresenta una buona misura dei cicli di mercato e dell'incertezza degli investitori. Se ne

considerano qui tre varianti: una relativa a titoli con vita residua compresa tra i 5 e i 7 anni, una seconda per i titoli con vita residua tra 7 e 10 anni e infine una terza relativa ai titoli emessi da società del settore finanziario.

FIG. 1 – Indicatori dell'intonazione del mercato



Il secondo gruppo di indicatori utilizzato per rappresentare lo stato del mercato misura il premio al rischio associato alle controparti bancarie attraverso la differenza tra il costo dei finanziamenti a breve termine alle istituzioni creditizie e un tasso privo di rischio. Ne consideriamo due varianti: il cosiddetto TED Spread, valido per il mercato americano (tasso sui Fed funds al netto del tasso sui buoni del tesoro a 3 mesi) e una versione europea data dal divario tra il tasso Euribor a 3 mesi e il tasso degli *overnight-indexed swaps* (operazioni virtualmente prive di rischio).

5. Risultati empirici

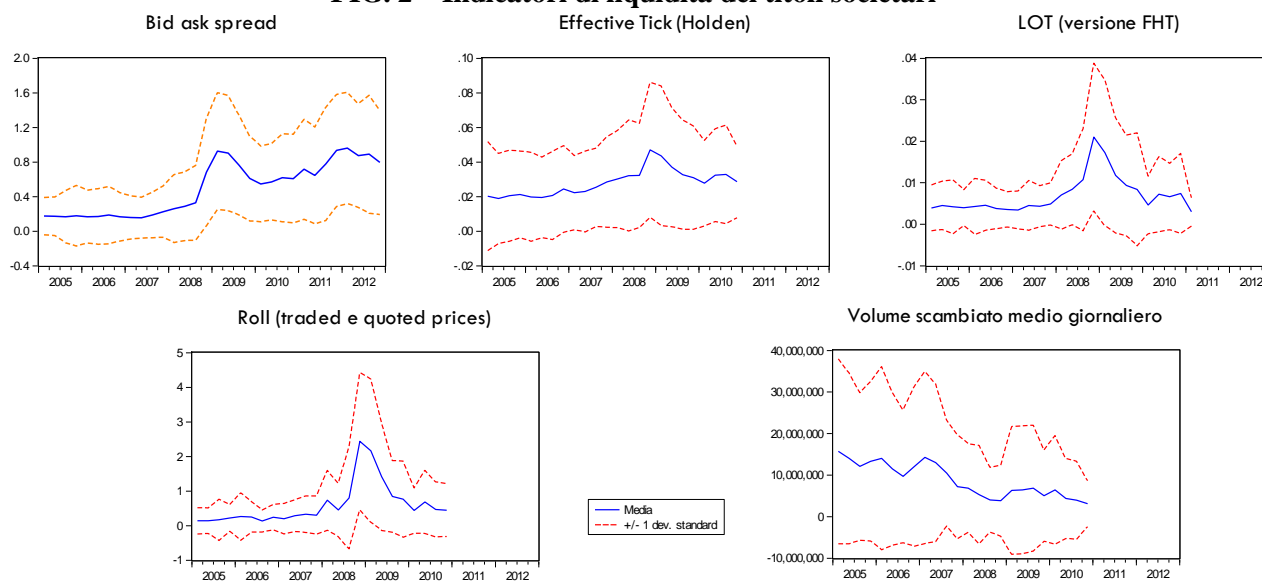
5.1 Le obbligazioni societarie

I dati disponibili per i *corporate bond* consentono di calcolare diversi indicatori di liquidità, la cui dinamica nel tempo è rappresentata in FIG. 2 (la linea continua indica i valori medi per i diversi trimestri esaminati, mentre le due linee tratteggiate riportano un intervallo di variazione convenzionalmente

posto pari a una deviazione standard). Si nota come per tutti gli indicatori si verifichi un brusco incremento (cioè un deterioramento della liquidità) a cavallo tra il 2008 e il 2009, in corrispondenza della crisi che ha fatto seguito al fallimento di Lehman Brothers, dichiarato nel

settembre 2008. Il *bid/ask spread* – unico indicatore disponibile a partire dal 1° gennaio 2011 – evidenzia poi una seconda fase critica a cavallo tra la seconda metà del 2011 e il 2012, in corrispondenza dell’aggravarsi della crisi della moneta unica.

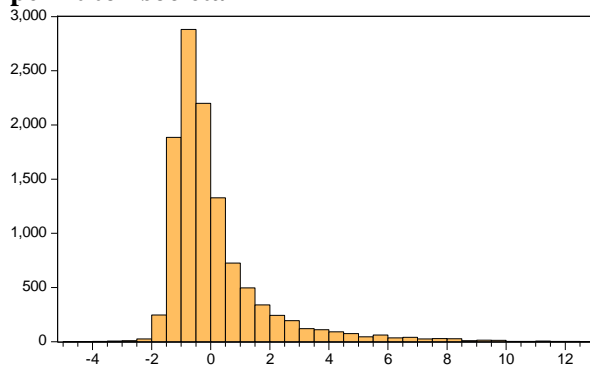
FIG. 2 – Indicatori di liquidità dei titoli societari



Al fine di ottenere un indicatore di liquidità il più possibile robusto e ricco sul piano informativo, le misure riportate in FIG. 2 sono state aggregate con un’analisi delle componenti principali, ottenendo come risultato un indice composito, che qui chiameremo per brevità *RoLiq (RObust LIquidity index)*¹³.

La distribuzione di frequenza di *RoLiq* è rappresentata in FIG. 3: è evidente una significativa *skewness* positiva, così che a livelli normalmente contenuti dell’illiquidità fa riscontro un ridotto numero di valori molto elevati.

FIG. 3 – Distribuzione di frequenza dell’indicatore composito di liquidità (RoLiq) per i titoli societari



¹³ Si tratta di un indice basato per il 22% sul bid/ask spread, per il 18% sull’effective tick, per il 25% sulla misura LOT, per un altro 25% sulla misura di Roll e per il 9% sui volumi scambiati.

TAB. 5 – Determinanti di RoLiq e bid/ask spread per le obbligazioni societarie

	(I)	(II)	(III)
	RoLiq	RoLiq	Bid ask
Intercetta	3.42***	3.34***	1.13***
Duration modificata	0.61***	0.47***	0.15***
PD	0.06***	0.05***	0.05***
Dummy on-the-run	-0.29***	-0.19***	-0.07***
Ammontare emesso (logaritmo)	-0.24***	-0.22***	-0.06***
Dummy zero coupon	-0.01	-0.01	0.00
Quality spread	0.88***	0.90***	0.21***
Dummy finanziari unsecured	0.05*	0.06**	0.01
Dummy covered	0.03	0.00	-0.01
Stress * Duration mod		0.58***	0.12***
Stress * PD		0.04**	0.08***
Stress * Dummy on-the-run		-0.14***	-0.01*
Stress * Ammontare emesso (log)		-0.59***	-0.16***
Stress * Dummy finanziari unsecured		-0.03	-0.01
Stress * Dummy covered		0.14**	0.08***
R-quadro modificato	43%	48%	34%
Totale osservazioni	9280	9280	14392

La TAB. 5 riporta i principali risultati della nostra analisi multivariata, presentando i coefficienti standardizzati¹⁴ e la significatività statistica¹⁵ di tre modelli.

Il modello (I) mostra in che modo l'illiquidità delle obbligazioni societarie, misurata con l'indicatore composito RoLiq, possa essere spiegata in misura non trascurabile da una serie

di caratteristiche dei singoli titoli e del mercato. In particolare, appare marcato il ruolo della *duration* modificata e dell'intonazione del mercato (qui catturata con il *quality spread* tra titoli a 5-7 anni¹⁶), ma anche dell'ammontare emesso e di una variabile *dummy* che approssima i titoli "on-the-run" (e che è stata posta pari a uno fin quando il tempo trascorso dall'emissione non supera un anno); meno consistente, ma statisticamente significativo, appare anche il ruolo del *rating* (la variabile PD rappresenta infatti la probabilità di *default* implicita¹⁷ nel *rating* assegnato, in un dato trimestre, alle singole emissioni); una leggera

¹⁴ Il coefficiente standardizzato è il coefficiente di un modello stimato con i minimi quadrati ordinari in cui tutte le variabili esogene di partenza sono state preventivamente standardizzate dividendole per la deviazione standard. I coefficienti standardizzati hanno il medesimo ordine di grandezza, quindi sono più facilmente confrontabili tra loro per comprendere quali variabili esplicative svolgano un ruolo maggiormente determinante sulla variabile dipendente.

¹⁵ Tre asterischi indicano che il p-value è inferiore allo 0,1%, due asterischi che è inferiore al 1%, un asterisco che è inferiore al 5%.

¹⁶ L'utilizzo delle altre variabili indicate in FIG. 1 condurrebbe a risultati qualitativamente simili.

¹⁷ Per probabilità di *default* implicita si intende quella basata sui tassi di insolvenza storici di lungo periodo delle diverse classi di *rating*.

penalizzazione, in termini di liquidità, si riscontra anche per le emissioni non garantite emesse da società appartenenti al settore finanziario (catturate dalla *dummy* “finanziari unsecured”) contrapposte ai *covered bond* e ai titoli di società industriali.

Il modello (II) della TAB. 5 si differenzia dal precedente in quanto sono state aggiunte alcune ulteriori variabili esplicative; tali variabili corrispondono a quelle statisticamente significative del modello (I) moltiplicate per una *dummy* (“Stress”) che vale uno quando il *quality spread* registra valori superiori al 75° percentile della distribuzione, zero altrimenti. In pratica queste variabili catturano l’effetto aggiuntivo che un certo regressore esercita sull’illiquidità nelle fasi di mercato particolarmente tese: *duration* e ammontare dell’emissione sono determinanti nello spiegare la vulnerabilità delle obbligazioni societarie in un contesto di mercato avverso; significativi risultano poi anche il *rating* (PD), la tipologia di *bond* (*dummy covered*) e l’età (catturata dalla *dummy on the run*).

Il modello (III) è simile al (II) tranne che per la variabile dipendente utilizzata: al posto di RoLiq infatti si considera il solo *bid/ask spread*; in questo modo diventa possibile estendere il campione utilizzato includendo l’intero 2011 e buona parte del 2012. Come si vede, i risultati commentati in precedenza risultano sostanzialmente immutati, sia in termini di significatività statistica che di “rapporti di forza” tra le diverse variabili esplicative (espressi dai coefficienti standardizzati).

5.2 Titoli di Stato

Anche nel caso dei titoli governativi i dati consentono di calcolare diversi indicatori di liquidità. Come in precedenza, la loro dinamica nel tempo è rappresentata nella FIG. 4 (valori

medi trimestrali con una banda di confidenza pari a una deviazione standard). Si nota che, se da un lato il periodo coperto è più limitato che per le obbligazioni societarie, dall’altro la batteria di misure disponibili è leggermente più ampia, visto che è ora possibile calcolare anche l’indice di Amihud, la misura “*zeroes*” e un ulteriore indice di liquidità dato dalla percentuale di giorni in un trimestre in cui il *bid/ask spread* medio giornaliero è considerato significativo da MTS e per questa ragione viene archiviato nella base dati¹⁸. Tutti gli indicatori segnalano due periodi di forte illiquidità associati al dissesto di Lehman Brothers (quarto trimestre 2008) e all’acuirsi della crisi dell’euro (secondo semestre 2011).

Come già in precedenza si è proceduto aggregando le singole misure in un indice robusto di illiquidità (“RoLiq”) ottenuto attraverso l’analisi delle componenti principali. Anche per i titoli di Stato la distribuzione empirica di RoLiq (cfr. 5) appare connotata da una significativa asimmetria positiva. I principali risultati della nostra analisi multivariata sono evidenziati nella TAB. 6 che riporta, come già in precedenza, le variabili esplicative utilizzate, i relativi coefficienti standardizzati e la loro significatività statistica. In tutti e tre i modelli ivi rappresentati la variabile dipendente è RoLiq¹⁹.

¹⁸ Cfr. la nota 11.

¹⁹ Diversamente che per le obbligazioni societarie, non si è ritenuto opportuno introdurre un modello avente come variabile dipendente il solo *bid/ask spread*. In quel caso, infatti, il differenziale denaro lettera, pur essendo un indicatore meno robusto rispetto a RoLiq, consentiva una significativa estensione dell’arco temporale analizzato, mentre per i titoli di Stato il periodo d’indagine resterebbe lo stesso. Nel caso di MTS, inoltre, il *bid/ask spread* soffre delle possibili distorsioni illustrate nella nota 11 il che sconsiglia di fare affidamento esclusivo su tale indicatore.

FIG. 4 – Indicatori di liquidità dei titoli di Stato

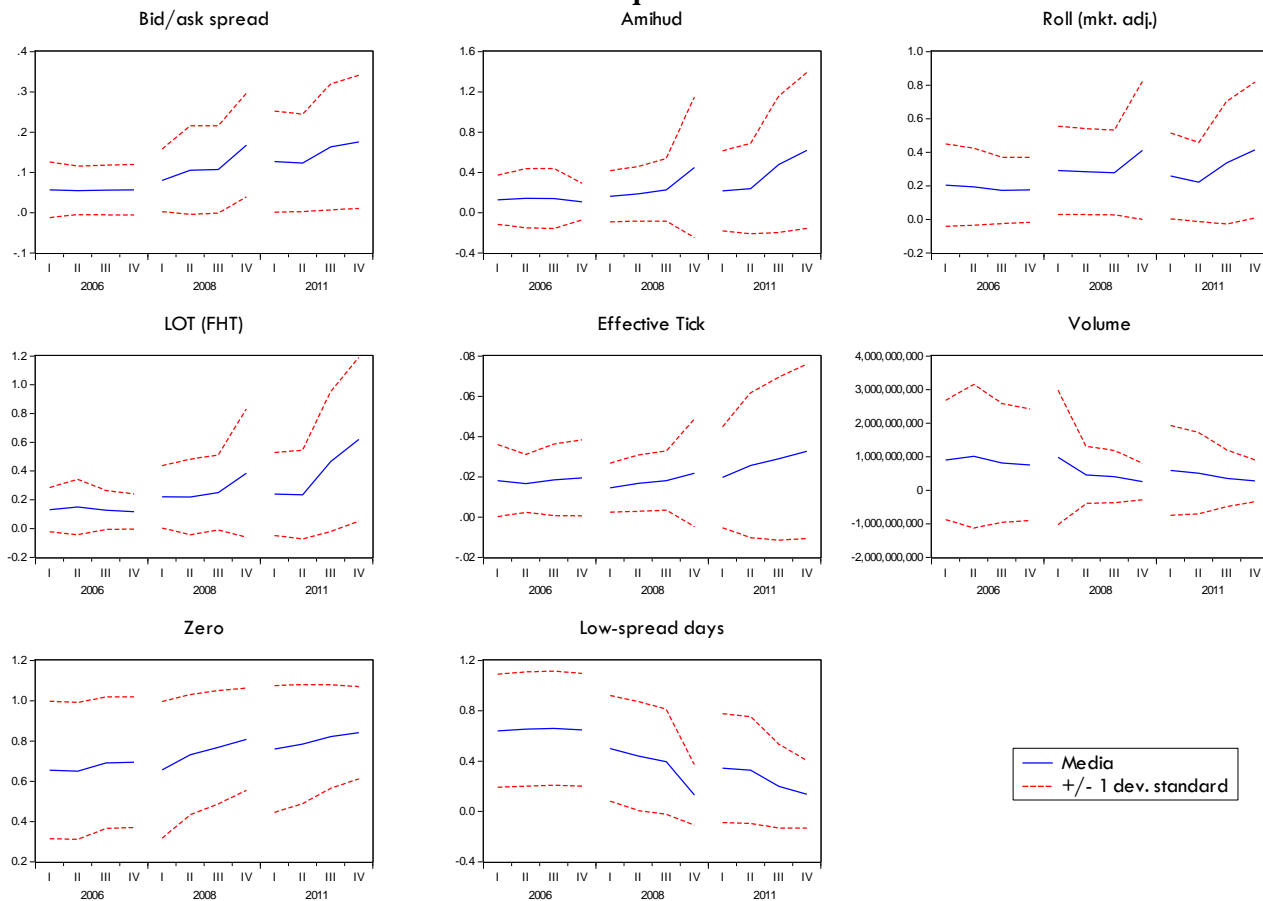
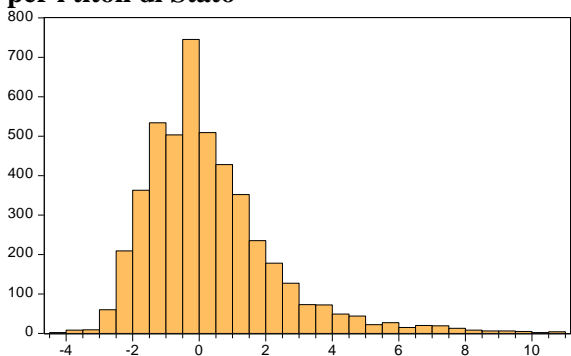


FIG. 5 - Distribuzione di frequenza dell'indicatore composto di liquidità (RoLiq) per i titoli di Stato



Il modello (I), in analogia a quanto già visto nella TAB. 5, analizza l'impatto medio sull'illiquidità dei titoli di Stato europei di determinate caratteristiche dei singoli titoli e

dell'intonazione del mercato. I regressori maggiormente rilevanti nel determinare la liquidità di un *bond* governativo risultano essere la *duration* modificata e il *quality spread*²⁰, seguiti dall'ammontare emesso, dalla *dummy on-the-run* e da una seconda variabile dicotomica ("*dummy zero coupon*") che vale uno per i titoli privi di cedola. Anche l'impatto del *rating* ("PD") appare statisticamente significativo. L'R-quadro corretto appare significativamente superiore a quello ottenuto nelle regressioni stimate per le obbligazioni societarie, a indicare una minore rilevanza dei fattori idiosincratici.

²⁰ Anche in questo caso abbiamo usato la versione con vita residua compresa tra 5 e 7 anni. L'utilizzo degli altri indicatori rappresentati in FIG. 1 condurrebbe a risultati simili.

Il modello (II) verifica in che misura le variabili ora citate esercitino un effetto aggiuntivo sull'illiquidità in presenza di condizioni di mercato perturbate (rappresentate dalla *dummy Stress*, che vale uno ogni volta che il *quality spread* si colloca oltre il 75° percentile della distribuzione). È interessante notare come le stesse variabili che risultano significative nelle fasi ordinarie lo sono anche nelle fasi di stress, esercitando un impatto più che proporzionale sull'illiquidità nelle fasi di mercato più critiche. Il modello (III), infine, tiene conto del fatto che, sul mercato MTS, i titoli del Tesoro italiano potrebbero godere di una migliore liquidità, a parità di altre condizioni, per ragioni legate al ruolo predominante dei titoli italiani rispetto al

volume totale negoziato sulla piattaforma MTS, che è nata in Italia e ha svolto un ruolo importante nel garantire un adeguato mercato secondario al debito pubblico del nostro Paese. Si è dunque voluto verificare se i risultati del modello (II) fossero robusti rispetto all'aggiunta di una *dummy* ("dummy IT") che tenesse conto dell'eventuale vantaggio strutturale, in termini di liquidità, delle emissioni della Repubblica. Le stime del modello (III), che include la *dummy IT*, riconfermano integralmente i risultati del modello (II) e risultano anzi migliorati l'importanza del *rating* e la capacità d'accostamento complessiva della regressione (in termini di R-quadro corretto).

TAB. 6 – Analisi multivariata di RoLiq e bid/ask spread per i titoli di Stato

	(I)		(II)		(III)	
	RoLiq		RoLiq		RoLiq	
Intercetta	5.87	***	5.27	***	0.38	
Duration modificata	1.38	***	1.19	***	1.17	***
PD	0.10	***	0.10	***	0.24	***
Dummy on-the-run	-0.21	***	-0.18	***	-0.18	***
Ammontare emesso (logaritmo)	-0.39	***	-0.35	***	-0.10	***
Dummy zero coupon	-0.14	***	-0.16	***	0.04	
Quality spread	0.84	***	0.65	***	0.62	***
Stress * Duration modificata			0.65	***	0.69	***
Stress * Rating			0.11	***	0.29	***
Stress * Dummy OTR			-0.04		-0.03	
Stress * Ammontare emesso (log)			-0.31	***	-0.45	***
Dummy IT					-0.51	***
R-quadro modificato	70%		73%		77%	
Totale osservazioni	3154		3154		3154	

6. Conclusioni

La nostra analisi empirica delle obbligazioni societarie e governative ha ribadito il ruolo, come determinanti della liquidità, di alcune variabili già note in letteratura, come la *duration*, la dimensione e l'età dell'emissione, il *rating*, mostrando come esse risultino significative anche in una regione (l'Eurozona) e

in un arco di tempo (gli anni successivi al 2007) relativamente poco analizzati dagli studiosi.

I modelli multivariati in cui i regressori sono stati interagiti con una variabile dicotomica ("Stress") per catturare condizioni di mercato particolarmente negative hanno dimostrato che l'impatto dei principali *driver* dell'illiquidità è accresciuto nelle fasi di tensione del mercato, producendo una sorta di "*compounding effect*"

in base al quale queste variabili agiscono in maniera più che lineare durante tali fasi.

Alcune delle caratteristiche risultate significative nella nostra analisi sollevano interessanti interrogativi di *policy*.

Il ruolo del *rating*, per cominciare, appare coerente con i possibili fenomeni di *flight to quality* che, nelle fasi di stress, possono condurre al precipitoso abbandono di tutti gli emittenti con rischio creditizio superiore ai livelli minimi. La tendenza degli investitori a lasciarsi guidare dal *rating* nelle fasi di mercato più problematiche dimostra che il giudizio delle agenzie è comunemente ritenuto attendibile, nonostante le numerose critiche a cui le stesse sono state assoggettate dopo la crisi del 2007-2009. Viene da chiedersi, tuttavia, se a determinare il legame tra PD e liquidità non contribuisca anche la presenza, all'interno delle normative di vigilanza e dei regolamenti dei grandi investitori istituzionali, di numerosi riferimenti ai livelli minimi di *rating* richiesti per consentire l'investimento in determinati titoli o per alleggerirne il costo in termini di patrimonio minimo obbligatorio.

L'ammontare delle singole emissioni pare esercitare anch'esso un impatto consistente, nel senso che le emissioni più grandi beneficiano, a parità di altre condizioni, di migliore liquidità. Viene allora da chiedersi se nel comparto *corporate* non si possa utilizzare la leva normativa o fiscale per favorire, attraverso un regime di vantaggio, un maggiore utilizzo di emissioni *plain vanilla*, facilmente comparabili ed eventualmente emesse attraverso successive "riaperture" dello stesso titolo. In questo modo il mercato primario opererebbe in modo tale da garantire una migliore liquidità sul secondario (il che ovviamente si tradurrebbe, a sua volta, in minori costi sul primario per gli emittenti).

Per quanto riguarda la *duration* viene da chiedersi fino a che punto sia saggio che il LCR ammetta nel computo titoli di qualunque durata (purché domestici o dotati di un certo *rating* minimo) senza creare vincoli o incentivi che inducano le banche a non prediligere sistematicamente le scadenze più elevate (che, in presenza di una *yield curve* normalmente inclinata pagano un consistente premio su quelle più brevi). È vero che le norme in materia di portafoglio di *trading* creano già un disincentivo a detenere titoli a lungo termine, che richiedono un maggior patrimonio minimo a fronte del rischio di mercato. È anche vero, tuttavia, che il rischio di illiquidità generato dai titoli di Stato a lunga scadenza è cosa diversa e ulteriore rispetto a quello di mercato e prescinde dal fatto che i titoli siano stati collocati, sul piano contabile, nel portafoglio di mercato o in quello di stabile investimento.

Più in generale, peraltro, la nostra analisi sembra indicare che la liquidità dei titoli sovrani dell'Eurozona dipenda da fattori niente affatto dissimili da quelli che spiegano (peraltro con coefficienti di determinazione più modesti) il comportamento delle obbligazioni societarie.

Viene allora da chiedersi se davvero sia saggio, a fronte delle comprensibili cautele adottate per i *corporate bond*, aver lasciato margini di computabilità così ampi ai titoli governativi, in particolare a quelli emessi dal Paese d'origine. Si presenta alla mente, in verità, il dubbio che tra tutti i lobbisti che si sono seduti al tavolo di Basilea per far valere le proprie ragioni, gli Stati siano risultati il più agguerrito ed efficace, al punto da pregiudicare la razionalità complessiva di un tassello importante delle nuove regole pur di conservare intatto, nel breve periodo, l'apporto del sistema bancario al collocamento del proprio debito.

Riferimenti bibliografici

- Acharya, V.V., Y. Amihud, e S. Bharath. 2012. Liquidity risk of corporate bond returns: A conditional approach. *Journal of Financial Economics*. In corso di pubblicazione.
- Amihud, Y. 2002. "Illiquidity and stock returns: cross-section and time-series effects." *Journal of Financial Markets* 5 (1): 31–56.
- Amihud, Y., H. Mendelson, e L. Heje Pedersen. 2006. *Liquidity and asset prices*. Boston: Now.
- Beber, A., M. Brandt, e K. Kavajecz. 2009. "Flight-to-Quality or Flight-to-Liquidity? Evidence from the Euro-Area Bond Market." *Review of Financial Studies* 22 (3): 925–957.
- Chen, L., D. Lesmond, e J. Wei, 2007. "Corporate Yield Spreads and Bond Liquidity." *The Journal of Finance* 62: 119–149.
- Chordia, T., A. Sarkar, e A. Subrahmanyam. 2005. "An empirical analysis of stock and bond market liquidity." *Review of Financial Studies* 18 (1): 85–129.
- De Jong, F., e J. Driessen, 2012. Liquidity risk premia in corporate bond markets. *The Quarterly Journal of Finance*, 2(02). DOI: 10.1142/S2010139212500061
- Dick-Nielsen, J., P. Feldhutter, e D. Lando. 2012. "Corporate bond liquidity before and after the onset of the subprime crisis." *Journal of Financial Economics* 103 (3) (March): 471–492.
- Dufour, A., e M. Nguyen. 2012. "Permanent trading impacts and bond yields." *The European Journal of Finance* 18 (9) (October): 841–864.
- Dunne, P.G., M. Moore, e R. Portes. 2006. *European government bond markets: Transparency, liquidity, efficiency*. London: Centre for European Policy Research, May.
- Fleming, M. 2001. "Measuring treasury market liquidity." FRB of New York Staff Report (133).
- Fong, K., C. Holden, e C. Trzcinka. 2011. "What Are The Best Liquidity Proxies For Global Research?" Available at SSRN 1558447.
- Friewald, Nils, Rainer Jankowitsch, e Marti Subrahmanyam. 2012. "Illiquidity or credit deterioration: A study of liquidity in the US corporate bond market during financial crises."
- Goldreich, D., B. Hanke, e P. Nath. 2005. "The price of future liquidity: Time-varying liquidity in the US Treasury market." *Review of Finance* 9 (1): 1–32.
- Goyenko, R. Y., e A. D. Ukhov. 2009. "Stock and bond market liquidity: A long-run empirical analysis." *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 44 (01): 189–212.
- Holden, C.W. 2009. "New low-frequency spread measures." *Journal of Financial Markets* 12 (4): 778–813.
- Houweling, P., A. Mentink, e T. Vorst. 2005. "Comparing possible proxies of corporate bond liquidity." *Journal of Banking & Finance* 29 (6) (June): 1331–1358.
- Lesmond, D., J. Ogden, e C. Trzcinka. 1999. "A New Estimate of Transaction Costs." *Review of Financial Studies*.
- Li, H., J. Wang, C. Wu, e Y. He. 2009. "Are liquidity and information risks priced in the Treasury bond market?" *The Journal of Finance* 64 (1): 467–503.
- Lin, H., J. Wang, e C. Wu. 2011. "Liquidity risk and expected corporate bond returns." *Journal of Financial Economics* 99 (3) (March): 628–650.
- Longstaff, F.A., S. Mithal, e E. Neis. 2005. "Corporate Yield Spreads: Default Risk or Liquidity? New Evidence from the Credit



Default Swap Market.” *The Journal of Finance* 60 (5) (October): 2213–2253.

Roll, R. 1984. “A simple implicit measure of the effective bid-ask spread in an efficient market.” *Journal of Finance*: 1127–1139.

5. PUÒ IL RELATIONSHIP LENDING CONTRIBUIRE A RIDURRE IL CREDIT CRUNCH IN ITALIA?♦

1. Introduzione

La crisi finanziaria che ha investito il sistema finanziario internazionale a partire dall'agosto 2007 ha messo in discussione un modello di banca fondato su un utilizzo esasperato dell'innovazione finanziaria e dei meccanismi di mercato, meglio noto come modello "*originate-to-distribute*" (OTD). Tra le soluzioni anti-crisi inizialmente prospettate, frequente era il richiamo ad obiettivi di ri-focalizzazione del business verso l'attività creditizia tradizionale, in particolare nei confronti delle piccole e medie imprese, nonché alla necessità di ritornare a porre le relazioni di clientela al centro dell'attività bancaria. Il futuro dell'attività bancaria, appariva tra il 2008 e il 2009, un ritorno alle origini: preponderanza dell'attività di credito, importanza del *Relationship Lending* (RL), focus sulle PMI. Con riferimento all'Italia si evidenziava come l'attività bancaria avrebbe proseguito nel solco della sua tradizione, un'attività prevalentemente *retail* che, in quanto meno orientata verso modelli di business più innovativi, era stata in grado di salvaguardare l'industria bancaria italiana da situazioni di crisi che avevano comportato in molti paesi rilevanti interventi pubblici di salvataggio.

La complessa trasformazione della crisi finanziaria in crisi reale e (in alcuni paesi europei) in crisi sovrana sta mettendo a dura prova quelle previsioni. Il credito all'economia nell'area dell'euro ha mostrato un rallentamento sin dal 2007 per giungere a contrarsi nel 2010. Dopo una breve e modesta ripresa, mostra nuovamente tassi di variazione decrescenti sin

dalla fine del 2011 che diventano negativi nel 2012; l'andamento del credito alle imprese è più negativo di quello alle famiglie (FIG. 1). A tale proposito basterà ricordare come lo stesso Governatore abbia recentemente sottolineato che anche in Italia la situazione rimane critica (Intervento al Forex, 2013).

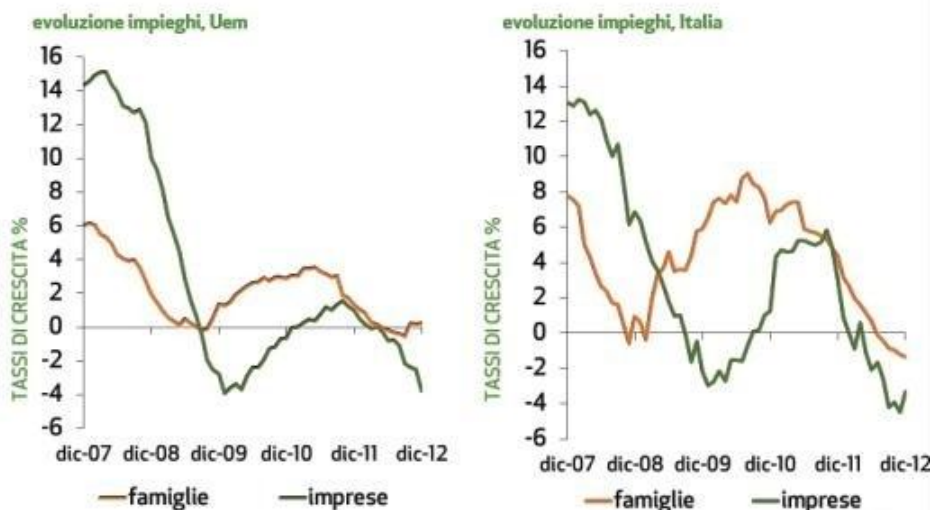
In Italia, le condizioni della domanda, le difficoltà di famiglie e imprese a seguito della profonda recessione e la caduta degli investimenti, spiegano buona parte dell'attuale debolezza dei prestiti; le condizioni di offerta allo stesso tempo rimangono restrittive (FIG. 2) e i numerosi vincoli dal lato dell'offerta (capitale, riserve di liquidità, difficoltà di raccolta, crescita delle sofferenze etc.) hanno frenato e, soprattutto, frenano anche in una prospettiva di medio periodo la crescita del credito.

Anche le condizioni di tasso in un confronto europeo nel periodo più recente sono sfavorevoli per famiglie e imprese italiane (FIG. 3). In Italia, come in altri paesi PIGS, la crisi del debito sovrano ha comportato un aumento del costo della raccolta per le banche ed è concausa del crescente divario tra tassi italiani e UEM.

D'altra parte il modello del RL non si era mai confrontato nei diversi contesti istituzionali con una situazione di difficoltà delle banche ma soltanto con le difficoltà delle imprese; non casualmente, ciò che era stato positivamente messo in evidenza di quel modello è che esso manifesta i suoi effetti benefici soprattutto in situazioni di difficoltà delle imprese. Diventa quindi naturale chiedersi se il RL – sia quando le banche che le imprese sono in crisi – possa contribuire ad allentare il circolo vizioso del rapporto banca impresa (poco credito, maggiori difficoltà delle imprese, ancor meno credito)?

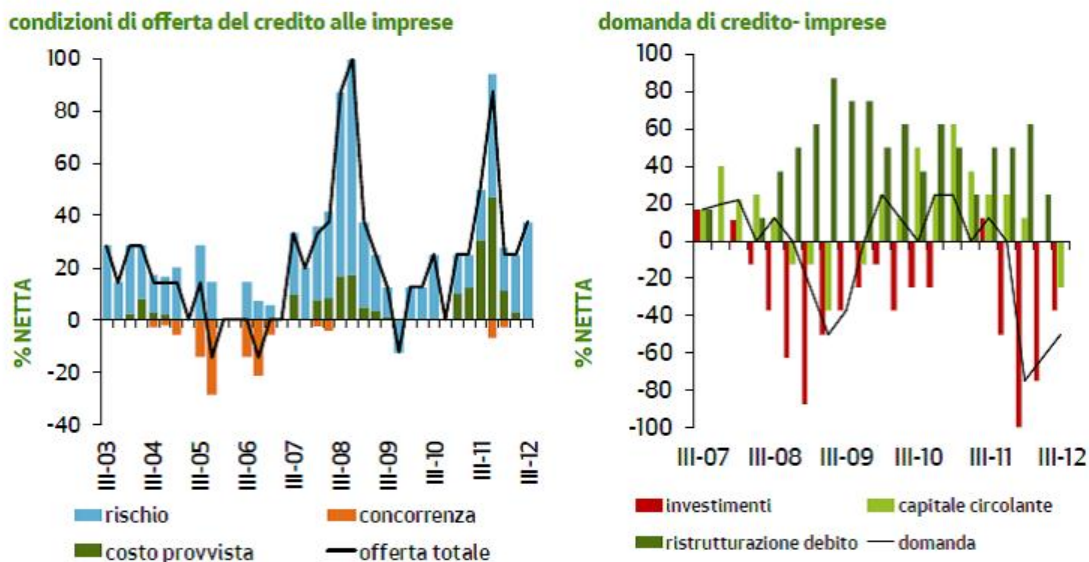
♦ A cura di Paola Bongini, Maria Luisa Di Battista e Laura Nieri.

FIG. 1 – L'evoluzione del credito in Italia e nell'Uem



Fonte: G. Lusignani, Le banche italiane a 5 anni dalla crisi, Bologna, Convegno Adeimf 8 febbraio 2013

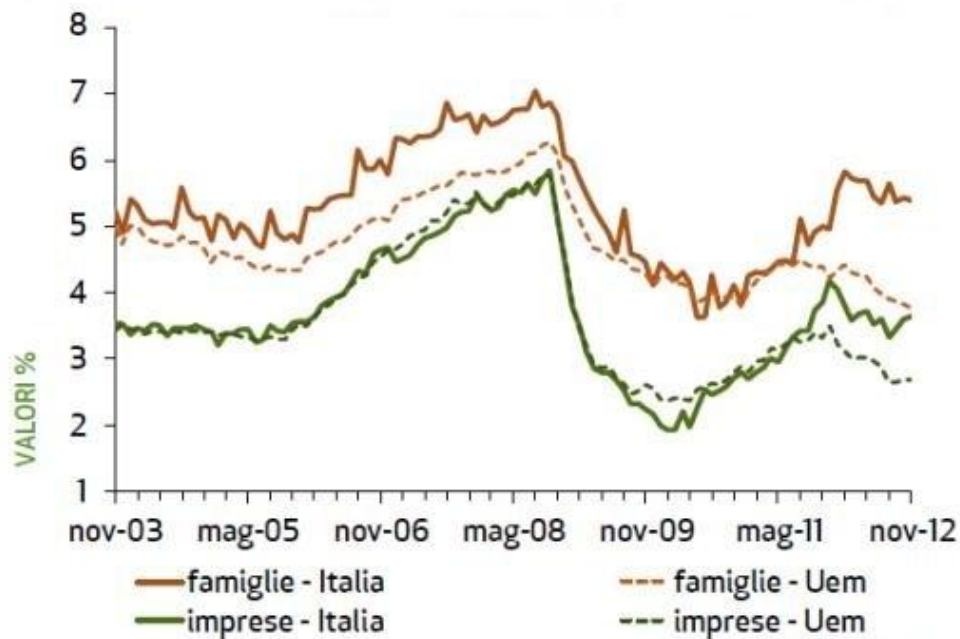
FIG. 2 – Bank lending survey (imprese) | condizioni di offerta restrittive e debolezza della domanda



Fonte: G. Lusignani, Le banche italiane a 5 anni dalla crisi, Bologna, Convegno Adeimf 8 febbraio 2013.

Come nella Survey, valori positivi delle condizioni di offerta indicano un irrigidimento, valori negativi un allentamento; valori positivi delle condizioni di domanda indicano un aumento, negativi una riduzione.

FIG. 3 - Il costo dei nuovi finanziamenti a famiglie e imprese: tassi sulle nuove erogazioni di finanziamenti a famiglie e imprese – Italia e Uem



Fonte: G. Lusignani, Le banche italiane a 5 anni dalla crisi, Bologna, Convegno Adeimf 8 febbraio 2013

In Italia si discute da almeno trent'anni sul tipo di relazione che si è instaurata tra banche e imprese: una relazione in parte indebolita dalla prassi dei fidi multipli, prassi storicamente più utilizzata che in altri paesi. Allo stesso tempo le relazioni finanziarie tra banche e imprese sono complessivamente più rilevanti e decisamente preponderanti rispetto al ricorso ai mercati finanziari così da essere – per la stragrande maggioranza delle imprese – esclusive con il sistema bancario. In Italia il rapporto tra debiti finanziari delle imprese e Pil è nettamente inferiore a quello registrato in Francia, in Spagna, nel Regno Unito e in Giappone; tuttavia, le imprese italiane presentano un'incidenza dei prestiti bancari sul totale dei debiti finanziari molto più elevata rispetto agli altri paesi industrializzati (70 per cento); nel

corso degli ultimi anni la dipendenza dal finanziamento bancario è rimasta elevata, mentre è diminuita nell'area dell'euro e nei paesi anglosassoni a fronte di un accresciuto ricorso al mercato obbligazionario. A fine 2011 l'incidenza dei debiti bancari delle imprese (su Pil) è pari allo 0,57% in Italia, 0,41% in Francia e Germania, 0,34% e 0,24% rispettivamente in UK e Stati Uniti. Solo in Spagna è più elevata e pari a 0,79%. In Italia, tra i debiti bancari la quota di quelli con scadenza originaria inferiore a dodici mesi è pari al 38 per cento, a fronte del 24 nell'area dell'euro. Livello e composizione dell'indebitamento verso il sistema creditizio hanno reso le imprese italiane particolarmente vulnerabili ai rischi di tasso e di rifinanziamento derivanti dall'inasprimento dell'offerta di prestiti bancari (TAB. 1).

TAB. 1: Passività delle imprese (consistenze di fine periodo)

Tavola 14.5

PAESI E ANNI	Composizione percentuale delle passività				Indicatori finanziari				Per memoria: Attività finanziarie / PIL
	Titoli (2)	Prestiti	Azioni e altre partecipazioni	Debiti commerciali e altre passività (3)	Passività / PIL	Debiti finanziari / PIL	Quota di debiti bancari (4)	Leverage (5)	
Italia									
2007	2,1	30,8	47,6	19,4	2,29	0,75	69,5	40,9	1,03
2010	3,0	33,2	43,5	20,3	2,26	0,82	68,4	45,4	0,97
2011	2,9	34,7	40,6	21,8	2,15	0,81	70,0	48,0	0,96
Francia									
2007	3,7	20,1	64,3	11,8	3,95	0,94	40,0	27,1	2,71
2010	5,6	22,5	58,5	13,4	3,69	1,04	38,9	32,4	2,56
2011	6,2	23,9	55,2	14,7	3,45	1,04	39,4	35,3	2,44
Germania									
2007	2,5	28,3	48,0	21,2	1,92	0,59	54,4	39,1	1,28
2010	3,1	31,9	42,5	22,5	1,91	0,67	47,7	45,1	1,31
2011 (6)	3,4	35,4	38,3	22,9	1,80	0,70	44,8	50,3	1,26
Spagna									
2007	0,4	34,2	48,3	17,1	3,81	1,32	64,3	41,7	2,27
2010	0,6	40,9	43,1	15,4	3,39	1,41	60,5	49,1	1,99
2011	0,7	41,9	41,4	16,0	3,16	1,35	58,2	50,7	1,89
Area dell'euro (7)									
2007	2,4	28,9	54,2	14,5	2,94	0,92	52,8	36,7	1,81
2010	3,4	31,8	49,9	14,9	2,88	1,01	50,3	41,4	1,81
2011	3,7	33,4	47,5	15,4	2,74	1,02	49,5	43,9	1,76
Regno Unito									
2007	10,0	29,1	56,8	4,2	2,74	1,07	36,0	40,7	1,36
2010	9,9	30,2	55,7	4,1	2,73	1,10	33,3	41,9	1,42
2011	12,0	30,1	53,6	4,3	2,63	1,11	30,3	44,0	1,47
Stati Uniti (8)									
2007	9,4	15,7	57,4	17,6	3,02	0,75	38,6	30,4	1,22
2010	12,7	14,9	53,4	19,0	2,74	0,76	33,2	34,1	1,20
2011	13,6	14,9	52,9	18,6	2,66	0,76	32,0	35,0	1,22
Giappone									
2007	6,5	26,0	45,2	22,3	2,84	0,92	41,8	1,82
2010	7,7	31,9	37,4	23,1	2,48	0,98	51,4	1,73
2011	8,0	34,1	33,7	24,2	2,41	1,02	55,5	1,76

Fonte: Banca d'Italia e Istat per i dati italiani. Per gli altri paesi: Banque de France e INSEE (Francia); Deutsche Bundesbank (Germania); Banco de España (Spagna); Eurostat e BCE (per i paesi dell'area dell'euro); Bank of England e Central Statistical Office (Regno Unito); Federal Reserve System - Board of Governors e Bureau of Economic Analysis (Stati Uniti); Bank of Japan e Cabinet Office (Giappone).
 (1) Per la definizione delle serie e per le modalità di calcolo, cfr. nell'Appendice la sezione: Note metodologiche. - (2) Comprendono gli strumenti derivati. - (3) Includono le riserve tecniche di assicurazione e i fondi pensione. - (4) Valori percentuali; quota dei prestiti delle banche residenti sul totale dei debiti finanziari. Per gli Stati Uniti sono inclusi anche i prestiti degli emittenti privati di titoli garantiti da attività (asset-backed securities, ABS). - (5) Valori percentuali; rapporto tra i debiti finanziari e la somma degli stessi con il patrimonio netto valutato ai prezzi di mercato. - (6) Dati riferiti al 3° trimestre. - (7) Dati riferiti all'area composta da 17 paesi. - (8) Dati riferiti al settore nonfinancial business.

Ci si può chiedere, quindi, se la concentrazione presso il sistema bancario dei flussi finanziari verso le imprese, renda più complessa la ripresa dell'economia italiana, nel momento in cui l'industria bancaria è entrata in crisi oppure se, invece, tale concentrazione possa facilitare una ricomposizione e riqualificazione del rapporto banca impresa in una logica di *RL* e – attraverso questa via – possa contribuire a riavviare i flussi di credito, seppur in modo più selettivo rispetto al passato. E ancora se e a quali condizioni banche di diverse dimensioni saranno in grado e avranno convenienza ad operare secondo le logiche del *RL*?

Per provare a rispondere a queste domande, il lavoro cerca di mettere in evidenza - sulla base della rassegna dell'ampia letteratura sul *RL* che si è sviluppata a livello internazionale negli ultimi trent'anni - gli elementi che caratterizzano il *RL* (par.2) e i supposti vantaggi che ne derivano per la banca (par.3) e per l'impresa (par.4). Inoltre, seguendo questa prospettiva si sofferma sui contributi più recenti che si propongono di evidenziare se nella recente crisi finanziaria i rapporti di *RL* hanno comportato condizioni di credito relativamente migliori (par.5). Infine, nelle conclusioni ci si propone di verificare se, nelle attuali condizioni di difficoltà strutturali in cui versa l'industria, i supposti vantaggi del *RL* siano tali da indurre le banche a investire maggiormente nella costruzione di più intense relazioni di clientela e per tal via attuare politiche creditizie più efficienti.

2. Il Relationship Lending: gli elementi caratterizzanti

Nonostante l'ampia letteratura sull'argomento, di fatto non esiste una definizione precisa di *RL*. Tale letteratura comincia a svilupparsi a cavallo tra gli anni '70 e '80, nell'ambito degli studi sulle asimmetrie informative volti a giustificare

l'esistenza delle banche quali fonti di finanziamento alternative ai mercati. Attraverso le relazioni di clientela, la banca riesce ad acquisire informazioni di natura privata e a colmare una situazione di distribuzione asimmetrica delle informazioni che impedisce l'accesso ai mercati dei soggetti opachi dal punto di vista informativo (Bhattacharya e Thakor 1993). Inizialmente, il concetto di relazione bancaria identifica un generico rapporto banca-cliente, o più spesso, banca-impresa quale modalità antitetica al rapporto mercato-impresa. A partire dai primi anni '90 il concetto di relazione bancaria viene interpretato non più o non solo in contrapposizione alla finanza via mercati, bensì come una delle modalità a disposizione delle banche per svolgere la propria attività di intermediazione creditizia (Rajan 1992, Petersen e Rajan 1994). In questa prospettiva il *RL* viene contrapposto al *Transaction lending (TB)*. Boot (2000) fornisce una definizione completa di *RL* e cioè "l'offerta di servizi finanziari da parte di un intermediario che investe nella raccolta di informazioni specifiche che hanno natura proprietaria sul cliente e che, attraverso interazioni multiple e il ventaglio di prodotti offerti, valuta la trasferibilità (il ri-utilizzo) dell'informazione". Emergono, quindi, i tratti caratteristici dell'attività di *RL*:

- l'importanza dell'investimento in informazione;
- l'importanza della continua raccolta/verifica/monitoraggio/ delle informazioni (sia attraverso interazioni continue con il cliente sia attraverso il ventaglio di prodotti offerti).

Boot and Thakor (2000) evidenziano come il *transaction-lending approach* si concentri sulla transazione, mentre il *RL* si concentra sulle informazioni raccolte attraverso continue

interazioni. Berger et al. (1995), inoltre, sottolineano che il *RL* comporta la raccolta di informazioni che non sono pubblicamente disponibili. Altri studi introducono la distinzione tra informazione *soft* e informazione *hard* e si concentrano sulla rilevanza della *soft information* nell'ambito del *RL*.

Numerosi studi si soffermano sulle caratteristiche distintive del *RL*, ossia gli elementi in presenza dei quali possiamo effettivamente classificare l'operatività di una banca come *RL*, e propongono, in alcuni casi, verifiche empiriche. Tali elementi possono essere classificati in base ai seguenti fattori:

- **durata della relazione.** La rilevanza della durata – quale elemento qualificante della relazione banca-impresa – comporta la stratificazione delle informazioni e, quindi, una più puntuale conoscenza del prestatore e del rischio connesso. Esiste un vasto consenso sull'importanza della durata della relazione, così come conferma l'impiego di questa informazione in numerose verifiche empiriche in cui essa costituisce una delle *proxy* dell'esistenza e della stabilità della relazione banca-cliente.
- **intensità della relazione.** Questo elemento sembra essere più importante della durata ed è stato misurato inizialmente dal numero di banche finanziatrici. Tuttavia, gli studi più recenti evidenziano che l'ipotesi alla base del *multiple banking* – cioè che tutte le banche con cui un'impresa opera apportano la stessa quota di finanziamenti – appare poco verosimile dal momento che è quasi sempre individuabile una banca principale (*main* o *haus-bank*) che è quella che effettivamente detiene una relazione. Più precisa appare pertanto la *proxy* “quota del

credito bancario concesso da una banca rispetto al totale utilizzato da un'impresa”.

Si riconosce quindi che, anche dal punto di vista della banca, una lunga durata della relazione non implica che essa sia anche “intensa” e tale da rientrare nell'accezione di *RL* (Elsas, 2005). La nozione di *hausbank*, ben conosciuta in Germania (ovvero quella di banca principale che possiede informazioni più approfondite e più frequenti sull'impresa), è equivalente a quella di *relationship lender*, che si ritrova in corrispondenza di rapporti di clientela in cui alta è la percentuale erogata dalla banca sul totale dei prestiti bancari utilizzati dall'impresa. Il *RL* si conferma quindi come un fenomeno che non è necessariamente in contrasto con la prassi – ampiamente diffusa in Italia – del multi-affidamento, sempre ammesso che esista una banca presso la quale si concentra una parte consistente delle transazioni finanziarie perfezionate dall'impresa (Ongena e Smith, 2000).

- **ampiezza della relazione.** E' stata misurata con il numero di servizi – diversi da quelli di credito – acquistati presso una singola banca;
- **prossimità,** intesa come vicinanza fisica tra la banca e il cliente. Essa è considerata una caratteristica in grado di influenzare le modalità secondo le quali si svolge la relazione banca-cliente e soprattutto la possibilità per la prima di acquisire un vantaggio informativo. Inizialmente, la prossimità è stata intesa come vicinanza fisica tra il luogo in cui risiede (o ha sede) il cliente (impresa) e la banca. Ad essa sono fatti risalire alcuni benefici per la banca, tra cui, il sostenimento di minori costi di trasferimento delle informazioni utili sia in fase di *screening* sia in fase di *monitoring*, nonché la maggiore disponibilità e/o la

minore onerosità delle informazioni relative al contesto ambientale in cui il cliente opera.

I progressi nella tecnologia della comunicazione e nel trattamento delle informazioni hanno, da un lato, consentito di avviare un processo di trasformazione delle informazioni *soft* in informazioni *hard* (Petersen 2004) anche attraverso il ricorso al *credit scoring* (DeYoung et al. 2008); dall'altro, hanno accresciuto le possibilità di trasferimento delle informazioni per via telematica. Tutto ciò ha sicuramente abbattuto i costi di trasferimento e di trasmissione delle informazioni, ma non è chiaro se abbia ridotto la significatività della prossimità tra banca e cliente ai fini informativi.

Con riferimento all'Italia, la notevole espansione degli sportelli che si è realizzata negli ultimi vent'anni farebbe propendere per una riduzione della distanza tra banca e cliente.

Più recentemente, il concetto di prossimità banca-cliente è stato interpretato non più in termini di distanza spaziale, bensì di distanza "funzionale". Secondo Alessandrini et al. (2008) si deve tenere conto non solo degli aspetti prettamente spaziali ma anche di quelli di carattere culturale e sociale. Diventa così rilevante non tanto la distanza fisica tra il cliente e lo sportello bancario, bensì quella immateriale tra il cliente e la cosiddetta "testa pensante" della banca, ossia la sede o comunque il luogo fisico nel quale vengono effettivamente perfezionate le decisioni creditizie¹. A parità di distanza tra il cliente e lo sportello bancario, ben diversa è la situazione a seconda che il potere decisionale necessario per deliberare su una richiesta di prestito spetti allo sportello stesso

ovvero a un organo localizzato lontano dal cliente. Nel secondo caso è evidente che si ripropongono – ancorché a un livello superiore – molti dei problemi inizialmente analizzati e derivanti dalla distanza tra banca e cliente. Si passa pertanto dall'analisi del rapporto banca-cliente con riferimento alle caratteristiche distributive dei servizi finanziari, a un approccio che pone l'accento sugli aspetti organizzativi e sulle interrelazioni tra questi ultimi e il *RL*.

A partire dal contributo di Stein (2002), si teorizzano le condizioni organizzative ottimali in base alle quali la banca è in grado di sfruttare le *soft information* nel processo di valutazione del merito di credito di un cliente. Si postula, quindi, che all'aumentare del grado di verticalizzazione gerarchica della struttura organizzativa della banca, diminuisce la sua capacità di utilizzare le *soft information*. Ciò ha portato a concludere che banche di grandi dimensioni e molto diversificate e caratterizzate da modelli organizzativi complessi e accentrati, risultano meno efficienti nella gestione di relazioni con clientela informativamente opaca, ossia le imprese di minori dimensioni (Berger e Udell, 2002; Berger et al, 2005). Sulla base di queste considerazioni, una parte della letteratura sul *RL* si concentra infatti sull'offerta di credito alle piccole imprese per le quali si assume che l'unica modalità di interazione con le banche sia quella del *RL* e si dimostra che le piccole banche hanno in questo ambito un vantaggio competitivo derivante dalla loro maggiore capacità di utilizzare le *soft information*. Tuttavia, più di recente (Berger e Black, 2011) è stata posta in dubbio l'esistenza di vantaggi derivanti da relazioni biunivoche "grandi imprese-grandi banche" e "piccole imprese-banche piccole". Pur riconoscendo alle banche piccole un vantaggio competitivo nell'utilizzo di *soft information*, lo studio dimostra che anche

¹ Una recente indagine di Banca d'Italia (Albereto et al., 2008) evidenzia che tra il 2000 e il 2006 si assiste ad un generale aumento della distanza tra la struttura centrale e gli sportelli delle banche italiane.

per le piccole imprese può risultare preferibile ricorrere a grandi banche qualora la forma contrattuale prescelta per ottenere credito sia del tipo *asset-backed*, come ad esempio il leasing o i mutui ipotecari. Queste forme contrattuali si basano, infatti, prevalentemente su informazioni di tipo *hard*. Allo stesso tempo, anche le grandi imprese possono trovare vantaggioso rivolgersi a banche piccole qualora non dispongano di *asset* da usare come collaterale per il prestito.

Si sottolinea infine che nel *RL* il *loan officer* (la filiale, il gestore imprese) deve disporre di un elevato potere decisionale e che allo stesso tempo tale maggior potere deve essere controbilanciato da un sistema di controlli volti a minimizzare i problemi di agenzia che potrebbero sorgere tra *loan officer* e *top management*. Questo porta di nuovo a concludere che la migliore forma organizzativa per lo svolgimento del *RL* è quella propria delle banche di piccole dimensioni, in cui si osservano un numero inferiore di livelli gerarchici e, conseguentemente, minori problemi di controllo. A questo riguardo, Bongini *et al* (2007) replicano che la contrapposizione tra banca grande e banca piccola sia in realtà troppo semplicistica e possa essere superata nel momento in cui le banche grandi si strutturano in forma di gruppi, al cui interno operano tante piccole banche ovvero si dotano di strutture organizzative maggiormente decentralizzate.

3. I vantaggi del Relationship Lending per la banca

L'instaurarsi di un legame forte e duraturo tra banca e cliente è giustificato innanzitutto dalla volontà/interesse del creditore (la banca) di ridurre le asimmetrie informative che affliggono le relazioni di credito. In questo senso, il *RL* consentirebbe alle banche di dare flessibilità alle condizioni contrattuali e in particolare di far

ricorso a clausole implicite in grado di incidere sui comportamenti dei debitori. Tali clausole implicite permettono alla banca un efficace monitoraggio del debitore, da un lato, attraverso la “minaccia” di un mancato rinnovo del finanziamento (qualora non rispetti gli accordi contrattuali presi in precedenza), dall'altro, mediante la “promessa” di un successivo miglioramento dei termini contrattuali, attraverso la riduzione delle garanzie richieste, l'applicazione di condizioni contrattuali anticicliche come il livellamento dei tassi e delle quantità di credito concesso.

Infine, il *RL* consente alla banca di ridurre i costi fissi di monitoraggio della clientela: da un lato le informazioni acquisite nel corso della relazione e nell'offerta di più prodotti sono facilmente e utilmente riutilizzabili (Boot, Greenbaum, Thakor, 1983), dall'altro si evita il problema di *free-riding* nell'attività di monitoraggio poiché la banca internalizza i benefici dell'investimento (costoso) nella produzione di informazioni. A livello aggregato, la teoria predice che un'intensa e approfondita attività di monitoraggio da parte delle banche dovrebbe consentire alle stesse:

- a. **un migliore controllo del management** dell'impresa debitrice, e quindi di attenuare i problemi di principale agente nella relazione di debito;
- b. **un più elevato valore dei progetti finanziati**, nella misura in cui le banche acquisiscono una specifica *expertise* su particolari settori (Boot e Thakor, 2000);
- c. **una efficiente allocazione delle risorse** nel sistema (Northcott, 2004).

Nella misura in cui la banca condivide questi vantaggi con il cliente sotto forma di minor costo del credito, maggiore disponibilità, minore richiesta di garanzie, disponibilità a fornire un contratto di “assicurazione” implicito contro le

fluttuazioni dei tassi sui prestiti (che si sostanzia in un impegno, implicito, ad uno *smoothing* dei tassi), allora le relazioni di clientela hanno un valore anche per il singolo cliente. La letteratura empirica che cerca di testare l'esistenza di vantaggi legati al *RL* è ampia e in continua evoluzione. Tali vantaggi (ed eventuali costi) sono tuttavia analizzati quasi esclusivamente dal punto di vista dell'impresa cliente²: in effetti, la maggior parte di questi studi si prefigge – anche indirettamente – di esprimere una valutazione sull'efficienza allocativa del sistema bancario e di fornire indicazioni di *policy* sulle modalità operative e strutturali degli intermediari bancari che consentano di aumentarne il livello di efficienza complessivo. Sono pertanto lasciati in secondo piano i possibili vantaggi e costi che il *RL* determina per la banca; negli studi si dà per scontato che essa tragga i suddetti vantaggi – di tipo informativo – da una relazione di lungo termine con il cliente.

Uno dei primi studi che cerca di quantificare gli effetti del *RL* sulle funzioni di profitto e costo della banca è riconducibile a Berlin e Mester (1998). Nello studio si verifica empiricamente l'ipotesi teorica – *efficient pricing hypothesis* – in base alla quale la banca che fornisce una assicurazione implicita contro il rischio di fluttuazioni dei tassi (a seguito di una variazione nel merito di credito del debitore) viene ricompensata con maggiori livelli di profitto. Poiché l'evidenza empirica è negativa, Berlin e Mester concludono che l'offerta di un servizio di *loan rate smoothing* sia semplicemente il portato di politiche di *pricing* inefficienti che portano le banche a fissare tassi di interesse insensibili alle variazioni del rischio di credito. È da notare, tuttavia, come questi risultati si riferiscano ad un periodo di tempo precedente lo sviluppo dei

modelli quantitativi di misurazione del rischio di credito nonché antecedenti l'introduzione di Basilea 2. Occorrerebbe ripetere l'esercizio empirico di Berlin e Mester per tenere conto di tali importanti mutamenti nel contesto operativo e regolamentare.

Gli studi più recenti che analizzano il *RL* dal punto di vista della banca e si prefiggono di verificare se relazioni strette, durature o intense con la clientela – sia essa di grandi o minori dimensioni – comportino vantaggi per l'intermediario stesso tendono a fornire evidenze più positive (Barath et al., 2007; Cotugno et al., 2013; Fiordelisi et al., 2013).

Sulla scorta delle informazioni desumibili dal mercato delle operazioni di prestito sindacato, Barath et al. (2007) dimostrano che investire in *RL* comporta per la banca una maggiore probabilità di incrementare non solo il business creditizio con il cliente in oggetto, ma anche la possibilità di essere coinvolti, in qualità di *lead managers*, in operazioni di *debt e equity underwriting* nonché di IPO.

Gli studi più recenti (Cotugno et al., 2013; Fiordelisi et al., 2013) che si concentrano sull'Italia trovano evidenza di un vantaggio, per la banca finanziatrice, in termini di diminuzione della probabilità di insolvenza dei clienti: pertanto il *RL* contribuirebbe a migliorare (o mantenere stabile) la qualità del portafoglio crediti, anche durante un periodo di crisi generalizzata dovuta a fattori esogeni all'impresa debitrice.

4. I vantaggi (e costi) del Relationship banking per le imprese

Come già anticipato nel precedente paragrafo, le indagini empiriche si concentrano per lo più sugli effetti del *RL* sulle condizioni contrattuali del debito bancario, in particolare il costo e la quantità di credito, la richiesta di garanzie da

² Cfr. paragrafo 4.

parte della banca, l'effetto di *smoothing* dei tassi. Le indagini sono inizialmente concentrate sul mercato USA, ma successivamente sono focalizzate anche sul caso del Giappone e dell'Europa continentale (Germania *in primis*).

In estrema sintesi possiamo affermare che per un'impresa instaurare una relazione di *RL* con una banca apporta significativi vantaggi in termini di:

- a. maggiore quantità di credito³;
- b. minore richiesta da parte della banca di garanzie accessorie o quantomeno un migliore utilizzo delle stesse⁴.

Questi risultati sono robusti e verificati per contesti di mercato molto diversi tra loro, quali i sistemi finanziari tipicamente *market-based* – USA – e i sistemi finanziari *bank-based* – Europa continentale e Giappone.

Viceversa, non vi sono risultati univoci con riferimento al costo del credito: il teorizzato minor costo del credito associato a relazioni di clientela stabili e durature non sempre è verificato né all'interno dello stesso mercato né *across-countries*. D'altra parte, non vi sono

neppure sufficienti evidenze per confermare la teoria dell'*hold up*, ossia della cattura dell'impresa che intrattiene strette relazioni con una banca: secondo questo approccio – riconducibile a Sharpe (1990), Hellwig (1991) e Rajan (1992) – la banca avrebbe un incentivo a sfruttare il potere di monopolio implicito nel vantaggio informativo acquisito, imponendo *ex post* maggiori tassi di interesse.

I motivi che stanno alla base di questi risultati non conclusivi sono molteplici.

In primo luogo dipendono dalle diversità nelle *proxy* usate per catturare l'esistenza di *RL* (si veda par. 2). Se ci si concentra sulla durata della relazione tra banca e impresa, gli studi riferiti al mercato statunitense tendono a confermare l'ipotesi di riduzione del costo del credito (Petersen e Rajan, 2004; Berger e Udell, 1995; 2001; Brick e Palia, 2007) a fronte di una duratura relazione bancaria; al contrario, spostandoci in Europa, e in particolare in Italia e in Belgio (Angelini et al., 1998; D'Auria et al., 1999; Ongena e Von Cayseele, 2000) le evidenze confermano la cattura informativa delle imprese con durature relazioni di clientela a cui le banche applicano tassi sistematicamente più elevati rispetto a quelli praticati alle imprese senza relazioni. Questo risultato spiegherebbe anche perché le imprese mono-affidatarie tendono a sganciarsi, prima possibile, da tale situazione di dipendenza e aprire nuovi canali/relazioni di finanziamento con altre banche, preferendo di fatto il multi-affidamento all'esclusività della relazione bancaria (Ongena e Smith, 2001; Farinha e Santos, 2002; Gopalan, Udell e Yerramilli, 2007; Ioannidou e Ongena, 2008). D'altra parte, gli studi citati dimostrano anche che le variabili che esprimono l'intensità della relazione sono associate ad un minore costo del credito per l'impresa. Ciò che conta non è quindi la durata bensì la profondità della

³ Petersen e Rajan (1994); Cole (1998) e Bodenhorn (2007) per gli USA; Angelini et al. (1998) e Tirri (2007) per l'Italia; Elsas (2005) e Lehman e Neuberger (2001) per la Germania; Shikimi (2005) e Kano et al. (2006) per il Giappone.

⁴ Mentre la letteratura empirica applicata al caso Usa fornisce piena evidenza in tal senso (si veda, ad esempio: Boot e Thakor (1994), Berger e Udell (1995) e Chakaborty e Hu (2006), le evidenze empiriche dai mercati europei non forniscono indicazioni univoche. Degryse e Van Cayseele (2000), Haroff e Korting (1998) confermano le evidenze degli studi statunitensi. Elsas e Kranen (2000), Lehman e Neuberger (2001) mostrano come le *hausbank* tedesche tendano a chiedere più garanzie e più frequentemente rispetto alle altre banche. Tali maggiori garanzie, d'altra parte, sarebbero finalizzate a "garantire" al cliente una maggiore disponibilità a partecipare attivamente, quando necessario, a piani di ristrutturazione aziendale. A risultati analoghi giunge Pozzolo (2004) con riferimento al caso italiano.

relazione, cioè la realizzazione di un rapporto privilegiato con un intermediario. Per il caso italiano, D’Auria et al. (1999) sottolineano come la presenza contemporanea di una *main bank* e di un numero (non elevato) di altri rapporti bancari rappresenti la soluzione più efficiente per l’impresa. Massimizza i vantaggi derivanti da un rapporto privilegiato e minimizza problemi di cattura. Tuttavia, le evidenze del caso italiano non sembrano essere generalizzabili. In Germania infatti – ove è diffusa la prassi di *hausbank* – nessuna *proxy* di *RL* segnala che la presenza di una relazione di clientela si traduce per l’impresa in diminuzioni di tasso (Harhoff e Korting, 1998; Elsas e Krahenen, 1998; Lehman e Neuberger, 2001).

In secondo luogo, le diverse evidenze empiriche dipendono dal tipo di rapporto bancario indagato. Non tutte le strutture di contratto si addicono al *RL*: utilizzare indistintamente tutte le forme di debito bancario oppure concentrarsi solo su alcune forme tecniche – come le aperture di credito in *c/c* – può condurre a risultati molto diversi ancorché il campione indagato è il medesimo. Nello studio di Petersen e Rajan (1994) solo la *proxy* associata alla concentrazione dei rapporti di credito riduce il costo dell’indebitamento, mentre la durata o l’intensità della relazione non sembrano esercitare alcun effetto. Utilizzando la medesima base dati, ma limitandosi a considerare solo le aperture di credito in *c/c* (ossia la struttura contrattuale che tipicamente consente di instaurare relazioni di clientela), Berger e Udell (1995; 2001) dimostrano che anche la durata della relazione ha un effetto positivo sul costo del credito, sistematicamente più basso per le imprese con una relazione bancaria di lungo periodo.

Infine, risultati divergenti possono dipendere dalle diverse condizioni concorrenziali in cui

opera la banca, e spesso segnalano l’esistenza di problemi di cattura (*hold-up*), ipotesi peraltro confermata dalla tendenza delle imprese a instaurare molteplici rapporti bancari.

Da ultimo, vale la pena segnalare alcune peculiarità che caratterizzano la maggior parte degli studi empirici sul *RL*, ossia che il campione indagato è costituito da imprese di medio-piccole dimensioni, che la relazione indagata è quella instaurata con una banca commerciale, e infine che la metodologia di indagine ricorre a questionari erogati alle imprese (talora alle banche) in un particolare anno; pertanto non esistono serie storiche riferite alle caratteristiche del *RL*, a meno che l’indagine non venga ripetuta nel tempo come nel caso statunitense. Tali limiti sono stati di recente superati grazie alla predisposizione di una base dati (Dealscan) che archivia i dati relativi alle operazioni di prestito sindacato effettuate a livello mondiale (nome della banca *lead manager*, condizioni del prestito – quantità, tassi, collaterale, ecc.). I più recenti studi empirici si sono quindi focalizzati sulle imprese di maggiori dimensioni ed hanno esteso il campo d’indagine alle relazioni tra imprese e banche di investimento, evidenziando risultati non dissimili da quelli sopraccitati.

5. Relationship Lending e politiche creditizie durante la crisi

Come accennato nel precedente paragrafo, una delle possibili implicazioni del *RL* è rappresentata dalla disponibilità della banca di “sostenere” le imprese clienti anche quando queste ultime si trovano in difficoltà. Tale sostegno si traduce in una maggiore quantità di credito e/o in un minor costo dello stesso rispetto alla quantità e al costo che sarebbero coerenti con le avverse condizioni economiche in cui si trova l’impresa. Evidentemente un

simile supporto all'impresa in crisi determina costi per la banca; tuttavia proprio grazie alla durata e all'intensità della relazione, per la banca è possibile recuperare questi costi quando si verificano condizioni economiche positive per l'impresa. Nel corso della relazione banca-cliente si determinerebbe quindi una sorta di *credit- e interest rate-smoothing*, ossia un livellamento delle quantità e del costo del credito tra fasi economiche positive e negative. Questa ipotesi spiegherebbe altresì perché non esistono evidenze empiriche univoche relativamente alla relazione tra *RL* e tasso di interesse: se è vero che in tempi di crisi le imprese pagano tassi più bassi (di quelli coerenti con il loro profilo di rischio e con i tassi di mercato), è plausibile che in tempi "non di crisi" esse paghino tassi più alti per compensare il minore *mark-up* ottenuto dalla banca nel corso della crisi.

L'attuale ciclo negativo attraversato dalla nostra economia rappresenta un'occasione per verificare, da un lato, se effettivamente le imprese legate alle banche da relazioni più stabili beneficiano durante la crisi di migliori condizioni di accesso al credito e, dall'altro lato, cosa accade quando la crisi interessa non solo le imprese, ma anche le banche.

In realtà, per poter raccogliere evidenze empiriche a favore o meno della tesi sopra riportata è necessario disporre di ampi *data-base*, contenenti informazioni sui singoli clienti – e perciò strettamente riservate – nonché dati che coprono in modo rappresentativo il periodo della crisi. Le difficoltà a disporre di questo tipo di *data-base* sono tali per cui gli studi attualmente condotti sull'argomento sono pochissimi e si basano su dati che si arrivano a coprire al massimo il 2009, e cioè la prima fase di rallentamento del credito causata dalla crisi finanziaria. Non sono invece ancora disponibili

indicazioni sulle dinamiche più recenti e cioè sull'andamento del credito successivo all'aggravarsi della crisi reale e al manifestarsi delle tensioni legate al rischio sovrano. Per tale ragione i risultati che emergono dai lavori che di seguito vengono commentati vanno interpretati con cautela. La maggior parte di essi si concentra peraltro sull'esperienza del nostro paese e fornisce quindi indicazioni utili a valutare il *RL* nello specifico contesto italiano.

Le evidenze che emergono dagli studi sopra citati suggeriscono, in sintesi, che anche in situazioni di crisi generalizzata l'esistenza di un'intensa relazione banca-cliente:

1. consente alle imprese di beneficiare di maggiori quantità di credito e a costi più bassi;
2. riduce la probabilità che un'impresa subisca tensioni creditizie;
3. riduce l'entità della contrazione del credito bancario a disposizione di quelle imprese interessate da fenomeni di *credit crunch*.

Queste prime indicazioni confermano quindi i benefici in termini di *credit- e interest-rate-smoothing* ipotizzati dalla teoria in presenza di *RL*. E' tuttavia interessante analizzare più dettagliatamente questi studi, i cui risultati consentono di individuare con maggiore precisione quali delle caratteristiche del *RL* risulti più efficace nell'attenuare gli effetti della crisi sull'accesso al credito bancario.

Per quanto concerne la relazione positiva tra *RL* e quantità e costo del credito, uno studio (Gobbi e Sette, 2012) condotto su un campione di oltre 25.000 imprese di dimensioni prevalentemente medio-piccole⁵ dimostra che nell'anno successivo al fallimento di Lehman Brothers – tra settembre 2008 e settembre 2009 – hanno

⁵ Con fatturato compreso tra 2 e 50 milioni di euro e dipendenti tra 10 e 249.

beneficiario di una maggiore crescita del credito⁶ le imprese la cui relazione con la banca era caratterizzata da:

- lunga durata⁷,
- elevata percentuale di credito erogato dalla banca rispetto al credito totale utilizzato dall'impresa,
- minore distanza⁸ tra la banca e l'impresa.

Emerge altresì che la durata della relazione e la vicinanza della banca contribuiscono a contenere un eventuale aumento del costo del credito⁹.

Gli effetti del *RL*, determinati dalla durata della relazione e dalla sua intensità nonché dalla distanza tra banca e impresa, appaiono ancora più robusti se l'area in cui opera l'impresa è caratterizzata da una più elevata concentrazione del mercato bancario. Quest'ultimo risultato appare per certi versi atteso, considerato che in un mercato meno concentrato e verosimilmente più competitivo è maggiore la probabilità che il cliente cambi banca. Una simile evenienza impedirebbe alla banca di recuperare l'investimento effettuato per costruire la relazione e, ancora di più, il costo legato al "sostegno" nei tempi di crisi.

Lo studio dimostra inoltre che a fronte di una maggiore durata della relazione con la banca gli effetti benefici in termini di un contenimento del

costo del credito sono maggiori per le imprese più rischiose, e cioè quelle a cui viene riconosciuta una maggiore probabilità di *default* e contraddistinte da più elevato indebitamento e redditività più bassa. Dal lato delle banche, gli effetti della durata della relazione sul costo del credito risultano più rilevanti nel caso di banche di maggiori dimensioni (Top 10) e caratterizzate da un maggiore ricorso a operazioni di *securitization* e da maggiori rettifiche in conto economico. Considerato il periodo di questa indagine, è infatti verosimile che le banche che erano state maggiormente colpite dalla crisi finanziaria, abbiano deciso di rivedere le proprie politiche creditizie e di focalizzarsi maggiormente sulle relazioni di clientela più stabili attraverso la pratica di politiche di *pricing* più aggressive.

Un'ulteriore conferma che anche in tempi di crisi intense relazioni di clientela comportano una maggiore disponibilità di credito viene da uno studio (Cotugno et al. 2012) in cui si analizzano oltre 12.000 operazioni di prestito a favore della clientela di 3 banche (2 banche di credito cooperativo di medie dimensioni e una più piccola BCC) nel periodo Dicembre 2007-Settembre 2009. La variazione del credito nel periodo analizzato è influenzata negativamente dal numero di banche da cui complessivamente ciascuna impresa ottiene credito, nonché dalla distanza tra banca e impresa. La relazione negativa tra la variazione del credito e il numero di banche appare molto forte quando l'impresa che intrattiene rapporti con una o due banche affianca ad esse altre banche; tende ad affievolirsi quando – dopo aver raggiunto un numero consistente (10) di relazioni bancarie – se ne aggiungono altre. Per quanto attiene alla distanza, questo studio innova rispetto ai precedenti, non ricorrendo a una misura in termini meramente spaziali, ma facendo

⁶ Lo studio considera la variazione del credito concesso nella forma dell'apertura di credito in conto corrente e cioè la forma tecnica che risulta maggiormente reattiva a modifiche nelle politiche creditizie della banca.

⁷ In pressoché tutti gli studi la durata misura il numero di anni/mesi/giorni che intercorrono tra la data in cui l'impresa ha ottenuto il credito dalla banca e la data di inizio del periodo di analisi.

⁸ La distanza è approssimata da una variabile che assume valore 1 se la banca ha almeno uno sportello nell'area contraddistinta dallo stesso codice postale dell'impresa e valore 0 negli altri casi.

⁹ Ci si riferisce al costo delle aperture di credito in conto corrente comprensivo delle eventuali commissioni.

riferimento al concetto di “distanza gerarchica” tra lo sportello presso il quale l’impresa ha il proprio conto e il luogo in cui è localizzato l’organo¹⁰ cui spetta l’autonomia decisionale sulla concessione di credito all’impresa stessa. Questo ultimo fattore consente di articolare maggiormente il concetto di relazione e supporta l’ipotesi secondo la quale affinché il *RL* possa dar luogo ai benefici, di cui sopra si è lungamente detto, è necessario non solo che la relazione sia lunga e intensa, ma che la banca adotti una struttura organizzativa decentralizzata, che avvicina i centri decisionali alla clientela. In tal modo si verificano le condizioni perché nei processi di concessione del credito vengano concretamente utilizzate e valorizzate le informazioni di natura qualitativa raccolte dalla rete di filiali. Tali informazioni possono infatti integrare e perfezionare una valutazione del merito creditizio basata inizialmente esclusivamente su dati di tipo quantitativo.

Va peraltro osservato che i dati delle tre banche analizzate suggeriscono che la crescita del credito (o la sua contrazione) è positivamente influenzata anche dalla distanza che separa gli sportelli dalla sede centrale (definita “distanza organizzativa”). Questo risultato, che potrebbe suggerire che il *RL* è una prerogativa delle banche di piccole dimensioni, va tuttavia ridimensionato alla luce del fatto che il coefficiente associato a questa variabile indica un’influenza significativamente inferiore a quella esercitata dalla “distanza gerarchica”.

¹⁰ La distanza gerarchica tra banca e cliente dipende quindi dal soggetto decisionale competente, che a sua volta dipende dall’ordine gerarchico di ciascuna banca, e può identificarsi con organi molto prossimi all’impresa – come la filiale presso la quale essa ha il conto – sino alla sede in cui è localizzata la direzione generale della banca.

In conclusione emerge una conferma sul fatto che, anche in un periodo di turbolenza economica, intrattenere relazioni con un numero limitato di banche “vicine” al cliente determina una minore esposizione al *credit crunch*, soprattutto

per le imprese di piccole dimensioni per le quali i problemi informativi sono maggiori.

Un più agevole accesso al credito per le imprese legate alla banca da intense relazioni di clientela determina una minore probabilità che l’impresa si trovi ad affrontare tensioni finanziarie, che a loro volta potrebbero tradursi in tensioni di tipo economico e/o patrimoniale. Indicazioni in questo senso provengono da uno studio (Ferri, Riggi e Rotondi, 2009) che utilizza i dati di 82.000 imprese clienti di una delle maggiori banche italiane relativamente al periodo Dicembre 2008 – Marzo 2009. I risultati indicano che la probabilità di subire tensioni creditizie¹¹ è negativamente influenzata dalla durata della relazione con la banca, mentre l’estensione della relazione (cioè la quota percentuale di credito concesso dalla banca rispetto al totale) non è significativa.

Simili evidenze riferite a una delle maggiori banche italiane rappresentano altresì una conferma all’ipotesi precedentemente formulata, secondo la quale le banche italiane di maggiori dimensioni, a seguito della crisi finanziaria che ha causato perdite e squilibri finanziari e patrimoniali, hanno rivisto il proprio modello di *business* rivalutando un più tradizionale approccio di *RL*.

Conclusioni analoghe sugli effetti della contrazione del credito bancario sono riportate anche in uno studio (De Mitri et al. 2010) che

¹¹ Nello studio si considera che l’impresa sia soggetta a tensione creditizia se a Dicembre 2008 e a Marzo 2009 utilizzava rispettivamente più del 70% e dell’80% del credito accordato.

utilizza un campione di imprese che in parte si sovrappone a quello utilizzato in Gobbi e Sette (2012) e che si riferisce allo stesso periodo (Settembre 2008- Settembre 2009). I risultati confermano che all'aumentare del numero di banche con cui l'impresa ha rapporti e al diminuire della quota detenuta dalla banca principale (quella che concede la maggiore quota di credito), aumenta la probabilità di subire una contrazione del credito. Inoltre lo studio suggerisce che per le imprese che hanno subito una contrazione del credito nel periodo considerato, l'entità della contrazione aumenta all'aumentare del numero di banche che finanziano l'impresa e al decrescere della quota della banca principale. Il *RL* sembrerebbe quindi in grado di svolgere un ruolo di "paracadute" nei confronti della crisi riducendo gli effetti della stretta creditizia.

E' peraltro interessante osservare che la probabilità di subire una contrazione del credito è maggiore per le imprese che hanno prestato alla banca una qualche forma di garanzia, ma al tempo stesso l'entità della riduzione del credito risulta inferiore proprio in presenza di garanzie. Questo indicherebbe un atteggiamento prudentiale delle banche che, verificata la potenziale maggiore rischiosità dell'impresa, si cautelano in parte attraverso una riduzione del credito e in parte attraverso la richiesta di garanzie. Ne risulterebbe tuttavia un beneficio per le imprese che a fronte della costituzione della garanzia riescono a contenere la percezione di rischiosità da parte della banca e quindi anche la contrazione del credito.

6. Alcune riflessioni conclusive incentrate sul caso italiano

Dalla rassegna che abbiamo svolto è emerso che il *RL*, inteso nella sua formulazione piena,

produce effetti positivi sia per la banca che per l'impresa.

L'elemento veramente caratterizzante del *RL* risulta essere la profondità della relazione di clientela (l'essere *hausbank*), sia in termini di intensità del *lending*, sia in termini di *scope* della relazione¹². Per contro la durata della relazione rappresenta una condizione necessaria ma non sempre sufficiente per identificare il *RL*: il solo protrarsi nel tempo della relazione, in assenza delle precedenti condizioni, non sempre appare in grado di discriminare un rapporto di tipo *relationship* da uno di tipo *transactions-based*. Con riferimento all'Italia, la prima verifica, seppur datata (D'Auria et. Al 1999), conclude che la presenza contemporanea di una *main bank* e di un numero (non elevato) di altri rapporti bancari rappresenta la soluzione più efficiente per l'impresa: massimizza i vantaggi derivanti da un rapporto privilegiato e minimizza problemi di cattura. La prassi dei fidi multipli continua ad essere una caratteristica del sistema bancario italiano. I dati non mettono mai in evidenza il peso complessivo in termini di credito delle banche marginali nei confronti di un'impresa ma dal confronto tra peso della banca principale e numero medio di banche presenti emerge quantomeno il dubbio che sia necessario verificare la necessità di ridurre tale prassi; da una ricerca più aggiornata (De Mitri et al 2010) che si basa su dati 2008/2009 per un campione di circa 34000 imprese, più della metà delle quali micro e piccole imprese e solo per il 10% grandi imprese, emerge che la *main bank* detiene mediamente il 56% dei finanziamenti bancari, che in media tali imprese hanno rapporti con 5 banche, che solo l'11% delle imprese ha

¹² In questa accezione sarebbe più corretto parlare di *relationship banking* poiché la banca, di relazione, non si limita alla sola offerta di credito. Nella letteratura, in realtà, si utilizzano i due termini come sinonimi.

rapporti con una sola banca. Nel 63% dei casi la *main bank* è una delle 5 banche più grandi, a conferma del ruolo che anche le grandi banche possono svolgere come *main bank* nei confronti delle piccole e medie imprese.

Dalla nostra rassegna è anche emerso che la vicinanza fisica tra banca e cliente non rappresenta più un elemento distintivo del *RL* dal momento che la tecnologia e le nuove modalità distributive consentono altre e talora più efficaci forme di interazione tra banca e cliente.

Da ultimo vi sono gli aspetti organizzativi collegati con i livelli gerarchici nelle decisioni di affidamento. In questa prospettiva, sono sicuramente interessanti i risultati dello studio di Cotugno et al. (2012) che si è soffermato sulla distanza gerarchica e che ha individuato una relazione inversa tra questa variabile e i benefici che derivano per l'impresa da una relazione di *RL*.

Con riferimento all'Italia, le evidenze successive allo scoppio della crisi finanziaria, anche se ferme al 2009, confermano numerosi aspetti delle analisi precedenti e indicano che il *RL* ha effetti virtuosi in termini di maggiore quantità di credito e a costi più bassi o, quanto meno in termini di minore probabilità di subire tensioni creditizie o di maggiore probabilità di arginare il *credit crunch*.

Nell'esperienza delle banche italiane affinché il *RL* possa esercitare maggiormente e pienamente i suoi effetti positivi è necessario verificare se i diversi elementi strategici, gestionali e organizzativi che interessano l'area del credito sono pienamente coerenti con una logica di *RL*.

L'adozione del *RL* da parte di una banca necessita, a nostro parere, del riconoscimento, a tutti i livelli della banca, della sua valenza strategica all'interno della politica del credito. Tale riconoscimento strategico deve essere

inoltre coniugato con politiche organizzative coerenti. Per poter adottare un approccio di *RL* efficace è necessario disporre per ciascun cliente "relazionale" di un quadro informativo ampio, esauriente e aggiornato, costruito attraverso la continua raccolta di informazioni di tipo quantitativo (*hard*) e qualitativo (*soft*). Ciò presuppone che l'intero processo dell'informazione, che si articola in tre fasi:

- raccolta
- trasferimento
- valutazione

sia gestito in modo efficiente.

Nel contesto italiano attualmente, per effetto di prassi consolidate, esistono margini di miglioramento in tutte e tre le fasi di questo processo che appaiono ostacolate da una serie di elementi che di seguito mettiamo in evidenza.

a. Raccolta delle informazioni

Nel corso degli ultimi quindici anni tutte le banche italiane hanno segmentato la clientela affidando ai gestori della rete portafogli di clienti che appaiono nella generalità dei casi molto numerosi. Ciò ostacola la raccolta di informazioni. Raramente il gestore ha il tempo di visitare tutti i clienti e conoscere da vicino le imprese che ha in portafoglio; raramente è in grado di approfondire le prospettive reddituali e di crescita di tutte le imprese clienti.

La raccolta delle informazioni è stata inoltre ostacolata, soprattutto negli ultimi anni, da un *turnover* dei gestori più elevato che in passato.

Infine, i sistemi di *rating* di cui le banche si sono dotate, non necessariamente sistemi di *rating* interni validati dalle autorità di vigilanza, prevedono poche *soft information* e si basano prevalentemente, se non esclusivamente sulle *hard information*, anche nella valutazione delle piccole e medie imprese.

b. Trasferimento delle informazioni

Anche il trasferimento delle informazioni dalla rete agli organi decisionali competenti mostra numerosi margini di miglioramento.

Manca una codificazione e uno standard comune per le *soft information* che ne consenta il trasferimento e il pieno apprezzamento da parte degli organi deliberanti superiori. Ciò è tanto più vero quanto più numerosi sono i livelli gerarchici e quanto più le autonomie di fido dei gestori della relazione sono basse. Questo fenomeno (la distanza gerarchica) sembra essersi accresciuto nel corso degli ultimi anni e ha contribuito a disperdere il valore delle *soft information*.

c. Valutazione delle informazioni

La carenza di informazioni *soft* e la loro scarsa codificazione ha come conseguenza una valutazione del merito di credito effettuata in modo preponderante sulla base delle informazioni *hard* e delle garanzie prestate, mentre si trascura la visione prospettica e la valutazione della capacità di rimborso. Si perde anche l'importante ruolo che le informazioni *soft* hanno nella valutazione dell'attendibilità e dell'attualità delle informazioni *hard* (ad esempio dati di bilancio che sono tipicamente dati storici) e del valore delle garanzie.

Un'altra caratteristica che abbiamo messo in evidenza è l'importanza della continua verifica delle informazioni sia attraverso la raccolta di ulteriori dati sull'andamento del rapporto di credito, sia attraverso l'osservazione dell'andamento della relazione con riferimento ad altri prodotti e servizi offerti. Anche sotto questo profilo vi sono margini di miglioramento; è noto che la revisione delle istruttorie di fido viene spesso effettuata solo una volta all'anno e, inoltre, nel corso degli ultimi anni le banche

hanno accresciuto i ritardi con i quali effettuano le revisioni .

Come è possibile porre rimedio a tali ostacoli?

Una serie di interventi organizzativi sono a nostro avviso, necessari:

1. Ciascuna banca (ciascun gestore) dovrebbe valutare all'interno del suo portafoglio tutte le posizioni che da lungo tempo rappresentano posizioni marginali in termini di quota di credito concesso e in termini di *share of wallet* - sull'insieme degli altri prodotti e servizi offerti. Ciascuna banca dovrebbe eliminare gradualmente tali posizioni o in alcuni casi investire in raccolta di informazioni per decidere se ampliare significativamente la propria quota di mercato nei confronti di quel cliente. Una valutazione sistematica di tutte le posizioni dovrebbe portare ad una riduzione del numero di clienti per gestore e per tal via riequilibrare il rapporto costi dell'istruttoria/ricavi della relazione.
2. Nell'ambito della razionalizzazione/riduzione dei costi cui molte banche stanno lavorando nell'attuazione dei loro piani industriali, è necessario valutare con attenzione tagli di persone con riferimento ai gestori di imprese di tutte le dimensioni. Una attenta rivalutazione del numero di clienti per gestore (più basso di quello attualmente prevalente) dovrebbe guidare la riorganizzazione; tagliare il numero di persone, fermo rimanendo tutto il resto, comporterebbe un'ulteriore crescita del numero di clienti per gestore e avrebbe effetti negativi per le banche in termini di minore presidio del rischio di credito o di ulteriore *credit crunch*. Parimenti il taglio dei costi ha spesso comportato tagli nella formazione delle persone. E' necessario, per

contro, tornare a piani di formazione nell'area crediti più intensi e più continuativi di quanto si sia verificato nel corso degli ultimi anni; ciò soprattutto nei confronti delle persone che devono sviluppare, con accresciute competenze tecniche, la relazione con la clientela.

3. Generalizzati interventi devono essere effettuati sulle piattaforme tecnologiche di cui i gestori si avvalgono per migliorare i sistemi di acquisizione, elaborazione e messa a fattore comune delle informazioni. I sistemi di CRM, intesi come sistemi di gestione della relazione ma anche del rischio della relazione, devono essere arricchiti e maggiormente utilizzati dai gestori.
4. Da ultimo le banche dovrebbero arricchire con *covenants* i contratti di finanziamento utilizzati nei confronti anche delle PMI al fine di costruire veri e propri rapporti di *relationship banking* in termini di promesse di più adeguate condizioni di credito, sempre che le imprese effettivamente perseguano percorsi virtuosi di crescita e di solvibilità durante le fasi economiche favorevoli.

In conclusione un maggior utilizzo del *RL* da parte delle banche italiane, tenuto conto della concentrazione presso il sistema bancario dei flussi finanziari verso le imprese, potrebbe facilitare una ricomposizione e riqualificazione del rapporto banca impresa e per tal via potrebbe contribuire a riavviare il credito, seppur in modo più selettivo rispetto al passato.

Tutte le banche devono effettuare una valutazione strategica dei vantaggi e dei costi che il *RL* può loro offrire. La rassegna della letteratura ci ha permesso di metterne in evidenza i vantaggi: da un lato, l'opportunità di accrescere i ricavi attraverso un aumento della

share of wallet dei prodotti e servizi offerti ai clienti relazionali, dall'altro, la prospettiva di valutare più correttamente il rischio di credito e per tal via conseguire una riduzione delle perdite su crediti. Un maggiore orientamento al *RL* da parte delle banche consentirebbe un miglioramento del binomio rischio-rendimento dell'attività rivolta alle imprese. Tale miglioramento sarebbe conseguibile, da un lato, attraverso il recupero di redditività della relazione, derivante dall'offerta non solo di credito ma anche di servizi a più elevato valore aggiunto; dall'altro, si realizzerebbe una più efficiente valutazione e gestione del rischio di ciascun cliente e quindi dell'intero portafoglio crediti, alternativa a un approccio basato sulla frammentazione del portafoglio prestiti, proprio della logica dei fidi multipli.

Il *RL* per essere efficace deve essere declinato correttamente a livello gestionale e organizzativo. Superare le carenze che abbiamo cercato di evidenziare nel processo di produzione delle informazioni può comportare dei costi/investimenti rilevanti che a nostro parere sono necessari se si vuole tornare a concedere credito su basi rinnovate. Banche di diverse dimensioni possono individuare soluzioni organizzative differenti, sostenendo costi adeguati alle loro dimensioni per coniugare:

- raccolta più accurata di informazioni soft (dimensione ottimale dei portafogli dei gestori, formazione dei gestori, controllo dei turnover, rafforzamento dei controlli interni);
- maggiore capacità di trasmissione delle informazioni ai livelli decisioni superiori (evoluzione dei sistemi di *rating* e maggiore rilevanza delle informazioni soft e codificazione più accurata nelle pratiche elettroniche di fido);

- più frequente monitoraggio delle relazioni anche attraverso visite ai clienti.

Se le piccole banche partono avvantaggiate nel *relationship banking* grazie alla loro struttura organizzativa piatta, esse devono in ogni caso dotarsi di sistemi di controllo interno più efficaci e allo stesso tempo devono investire, anche attraverso forme di collaborazione consortile con altre banche, nell'offerta di servizi per il sostegno della crescita e l'internazionalizzazione delle piccole e medie imprese. Altrimenti rischiano di perdere clientela relazionale che potrebbe decidere di cercare altrove il soddisfacimento di bisogni finanziari più complessi.

Bibliografia

Albareto G., Benvenuti M., Mocetti S., Pagnini M.e Rossi P. (2008), "L'organizzazione dell'attività creditizia e l'utilizzo di tecniche di scoring nel sistema bancario italiano: risultati di un'indagine campionaria", *Questioni di economia e finanza (Occasional Papers Banca d'Italia)* n. 12

Alessandrini P., Presbitero A.F., Zazzaro A. (2008), "Banks, Distances and Financing Constraints for Firms", *Review of Finance*,

Angelini P., Di Salvo R., Ferri G. (1998), "Availability and cost of credit for small businesses: Customer relationships and credit cooperatives", *Journal of Banking and Finance*, 22, 925-954

Berger A.N. e Udell G.F. (1995), "Lines of Credit and Relationship Lending in Small Firm Finance", *The Journal of Business*. 68, 3: 351-381

Berger, A.N. e Udell G.F. (2002), "Small business credit availability And relationship lending: the importance Of bank organisational

structure", *The Economic Journal*, 112 : F32-F53.

Berger, A.N., Miller, N.H, Petersen, M.A., Rajan, R.G. e Stein, J.C. (2005), "Does Function Follow Organizational Form? Evidence from the Lending Practices of Large and Small Banks", *Journal of Financial Economics* 76 237-269

Berger, A.N. e Black L. (2011), "Bank size, lending technologies, and small business finance, *Journal of Banking and Finance* 35, 724-735

Berlin M. e Mester, L.J. (1998), On the profitability and cost of relationship lending, *Journal of Banking and Finance* 22: 873-897

Bharath S., Dahiya S., Saunders A., Srinivasan A. (2007), "So what do I get? The bank's view of lending relationships", *Journal of Financial Economics* 85, 368-419

Bongini P., Di Battista, M.L. e Nieri, L. (2007), "Aspetti organizzativi e performance dei principali gruppi bancari italiani", Gimpio Bracchi e Donato Masciandaro (a cura di), *Banche Italiane: un'industria al bivio. Mercati, consumatori, governance*, Milano, Edibank.

Bodenhorn, H. (2007), "Usury Ceilings and Bank lending behaviour: evidence from nineteenth century New York, *Explorations in Economic History* 44, 179-2002

Boot, A. W.A. e A.V. Thakor (1994), "Moral Hazard and Secured Lending in an Infinitely Repeated Credit Market Game", *International Economic Review* 35: 899-920

Boot A. W.A. (2000), "Relationship banking: what do we know?", *Journal of financial intermediation* 9, 7-25.

Boot A. W.A., Greenbaum, S.I. e Thakor, A.V. (1983), "Reputation and discretion in financial

- contracting”, *American Economic Review* 83: 1165-1183
- Boot A.W. e Thakor A.V. (2000), “Can Relationship Banking Survive Competition?”, *The Journal of Finance* 55, No. 2 , 679-713
- Brick. I.E. e Palia, D. (2007), “Evidence of Jointness in the terms of relationship lending, *Journal of Financial Intermediation* 16, 452-476
- Chakraborty, A. e Hu, C. X.(2006), "Lending relationships in line-of-credit and nonline-of-credit loans: Evidence from collateral use in small business," *Journal of Financial Intermediation* vol. 15(1): 86-107,
- Cole R.A. (1998), “The importance of relationships to the availability of credit”, *Journal of Banking and Finance* 22, 959-977
- Cotugno, M., Monferrà S., Sampagnaro G., (2012), “Relationship lending, hierarchical distance and credit tightening: Evidence from the financial crisis”, in *Journal of Banking and Finance*, in press, <http://dx.doi.org/10.1016/j.jbankfin.2012.07.026>
- Cotugno, M., Stefanelli, V. e Torluccio G., (2013), Relationship lending, default rate and loan portfolio quality, *Applied Financial Economics* 23, 573-587
- D’Auria, C. A. Foglia e P. Marullo Reedtz (1999), “ Bank Interest Rates and Credit Relationships in Italy”, *Journal of Banking and Finance* 23: 1067-1093
- Degryse H. e Van Cayseele P. (2000), “Relationship Lending within a Bank-Based System: Evidence from European Small Business Data”, *Journal of Financial Intermediation* 9, 90–109
- DeYoung R., Glennon D., Nigro P (2008), “Borrower-Lender Distance, Credit Scoring, and the Performance of Small Business Loans”, *Journal of Financial Intermediation*, January, v. 17, iss. 1, 113-143
- De Mitri S., Gobbi G., Sette E. (2010), “Relationship lending in a financial turmoil”, *Temi di Discussione della Banca d’Italia*, n. 772
- Elsas, R. e J.P. Krahnen, (1998), “ Is Relationship Lending Special? Evidence from Credit-File Data in Germany”, *Journal of Banking and Finance* 22: 1283-1316.
- Elsas R. (2005), “Empirical determinants of relationship lending”, *Journal of Financial Intermediation*, 14, 32–57
- Farinha, L.A. e J.A.C. Santos (2002), “Switching from Single to Multiple Bank Lending Relationships: Determinants and Implications”, *Journal of Financial Intermediation* 11:124-151
- Ferri G., Riggi M.R. , Rotondi Z. (2009), “Inside the crisis: the importance of the bank-firm relationship in harsh times”, in Bracchi G.P. e Masciandaro D. (a cura di) *Dopo la crisi. L’industria finanziaria italiana Tra stabilità e sviluppo*, Bancaria Editrice, Roma.
- Fiordelisi F., Monferrà S., Sampagnaro G. (2013), Relationship lending and Credit quality, mimeo
- Gobbi G. E Sette E. (2012) “Relationship Lending in a Financial Turmoil”, MoFiR working paper n° 59, March 2012.
- Gopalan R., Udell G.F. e Yerramilli V. (2007), “Why do firms switch banks?”, mimeo
- Harhoff D.e Körting T. (1998), “Lending relationships in Germany Empirical evidence from survey data”, *Journal of Banking and Finance* 22, 1317-1353

- Hellwig, M. (1991), "Banking, Financial Intermediation and Corporate Finance", in *European Financial Integration*, a cura di A. Giovannini e C. Mayer, Cambridge, Cambridge University Press
- Ioannidou V. e S. Ongena, (2008), "Time for a change": Loan conditions and bank behaviour when firms switch, *CentER working paper series*, University of Tilburg
- Kano M., Uchida H., Udell G.F., Watanabe W. (2006), "Information Verifiability, Bank Organization, Bank Competition and Bank-Borrower Relationships", mimeo
- Lehman, E. e Neuberger, D. (2001), "Do Lending Relationships Matter? Evidence from Bank Survey Data in Germany", *Journal of Economic Behaviour and Organization* vol.45: 339-359
- Northcott, .C.A. (2004), "Competition in Banking: A Review of the Literature", *Bank of Canada Working Papers* 04-24
- Ongena S. e Smith (2000), "What Determines the Number of Bank Relationships? Cross-Country Evidence", *Journal of Financial Intermediation* 9, 26-56
- Ongena S. e Smith D.C. (2001), "The duration of bank relationships", *Journal of Financial Economics* 6, 449-475
- Petersen, M.A., Rajan R.G. (1994), "The benefits of lending relationships", *Journal of Finance* 49, 3-37.
- Petersen M.A. (2004), "Information: Hard and Soft", mimeo
- Pozzolo, A. (2004), "The role of guarantees in bank lending," *Bank of Italy Temi di discussione* n. 528,
- Rajan, R.G. (1992), "Insiders and Outsiders: the Choice between Informed and Arm's-length Debt", *Journal of Finance* 47: 1367-1400.
- Sharpe, S.A. (1990), "Asymmetric Information, Bank Lending and Implicit Contracts: a Stylized Model of Customer Relationships", *The Journal of Finance* 45: 1069-1087.
- Shikimi, M. (2005), "Do firms benefit from multiple banking relationships? Evidence from small and medium enterprises in Japan, Discussion paper Hitotsubashi University
- Stein, J.C. (2002), "Information Production and Capital Allocation: Decentralized versus Hierarchical Firms", *Journal of Finance*, 57: 1891-1922.
- Tirri, V. (2007), "Multiple banking relationships and credit market competition: what benefits the firm?", Mimeo, Intesa Sanpaolo