

Dipartimento di Economia e Management

Cattedra di Economia dei Mercati e degli Intermediari Finanziari

## La frammentazione del Mercato Finanziario in Europa

Luca Piazza  
Matricola 209521

---

CANDIDATO

Prof. Claudio Boido

RELATORE

Anno Accademico 2018/2019

# La frammentazione del Mercato Finanziario in Europa

## Indice

### Introduzione

### Capitolo 1: La politica monetaria della BCE

#### 1.1 Gli strumenti della politica monetaria della BCE

##### 1.1.1 Operazioni di mercato aperto

##### 1.1.2 *Standing facilities*

##### 1.1.3 Riserve obbligatorie minime

#### 1.2 Il meccanismo di trasmissione della politica monetaria

##### 1.2.1 Il canale del tasso d'interesse

##### 1.2.2 Il canale del credito: il Balance Sheet Channel e il Bank Lending Channel

### Capitolo 2: La frammentazione del Mercato Finanziario

#### 2.1 La crisi del mercato interbancario

##### 2.1.1 Prima fase: l'impatto della crisi dei debiti sovrani

##### 2.1.2 Seconda fase: divergenza dei tassi d'interesse tra paesi core e periphery

#### 2.2 La frammentazione del canale del tasso d'interesse

#### 2.3 Tassi di prestito ed effetti sulle PMI

#### 2.4 Indicatori per misurare la frammentazione

### Capitolo 3: Gli effetti della frammentazione tra Europa e Italia

#### 3.1 L'accesso al credito di imprese e famiglie

#### 3.2 Il rischio di credito e il *credit crunch*: il caso italiano

### Conclusione

### Bibliografia

## Introduzione:

Le turbolenze finanziarie, iniziate nell'agosto del 2007 in conseguenza della crisi sul mercato dei prestiti subprime, e la successiva crisi dei debiti sovrani tra la fine del 2010 e i primi mesi del 2011 danneggiarono il segmento interbancario in modo significativo, invertendo un periodo di crescente integrazione finanziaria dell'Eurozona. Il ruolo fondamentale ricoperto dalle banche nel mercato finanziario, a partire dal supporto ai bisogni di liquidità e la determinazione dell'accesso al credito, ha fatto in modo che le ripercussioni fossero molto pesanti.

La consapevolezza che le banche e gli altri intermediari finanziari hanno acquisito una posizione rilevante all'interno dell'Eurosistema stimola l'interesse a comprendere gli effetti che la crisi finanziaria comportò non solo sui mercati finanziari, danneggiando il meccanismo di trasmissione della politica monetaria, ma anche sull'economia reale, con un particolare riferimento alle condizioni deteriorate di famiglie e imprese.

L'obiettivo di questo elaborato, sviluppato in tre capitoli, è quello di evidenziare le strategie monetarie della BCE e mostrare come il meccanismo di trasmissione della politica monetaria sia stato ostacolato dalla crisi del mercato interbancario. Infatti, la drastica riduzione dell'attività interbancaria, soprattutto tra banche di Paesi diversi, rese inefficaci le politiche monetarie della BCE.

Inoltre, l'elaborato si pone l'obiettivo di descrivere le conseguenze della frammentazione finanziaria e gli strumenti non convenzionali che furono adottati dalla BCE per minimizzare le differenze tra i Paesi dell'Eurozona e restaurare il corretto funzionamento dei mercati finanziari, a causa della forte divergenza dei tassi d'interesse tra i paesi più stabili e quelli periferici.

Nel primo capitolo del lavoro verranno presentati i principali strumenti adottati dalla banca centrale e i meccanismi di trasmissione della politica monetaria, ovvero i diversi canali attraverso il quale gli interventi di politica monetaria impattano nell'economia reale. L'analisi evidenzia la duplice prospettiva della *money view*, che comprende il canale del tasso d'interesse, e quello della *credit view*, tra cui sono annoverati i meccanismi del *Balance sheet channel* e del *Bank lending channel*. La *money view* si fonda sull'assunto che a una variazione dell'offerta di moneta segua un cambiamento nel livello del tasso d'interesse, mentre la *credit view* si sofferma sulle imperfezioni del mercato e sui problemi di asimmetria informativa come fattori determinanti per i meccanismi di trasmissione.

Nel secondo capitolo sarà poi descritto il tema principale dell'elaborato, ovvero la frammentazione del mercato finanziario, attraverso un'osservazione delle fasi che portarono alla crisi del segmento interbancario e alla divergenza dei tassi d'interesse. Tale differenza generò una scissione tra paesi *core*, stabili e in linea con le strategie della BCE, e *periphery*, caratterizzati da tassi d'interesse nettamente superiori ai tassi di *policy*. Il grado di frammentazione e la sua evoluzione nell'orizzonte temporale della crisi viene misurato grazie all'uso

di alcuni indicatori, tra cui i tassi OIS ed Euribor. In questa sezione verranno inoltre analizzate le conseguenze della frammentazione sulle PMI, che determinò un duplice effetto strutturale, danneggiando le imprese più esposte a shock esogeni, e nazionale, con la crisi che esercitò un impatto diverso nei vari Paesi.

Nel terzo capitolo l'analisi della frammentazione del mercato finanziario mette in luce le conseguenze provocate sull'economia reale, tra cui la riduzione dei flussi di reddito subita da famiglie e imprese e il limitato accesso al credito. L'analisi evidenzia le politiche adottate in modo comunitario dall'Eurosistema e quelle messe in atto dall'Italia a livello istituzionale, evidenziando la particolare situazione del Paese alle prese con un acuito divario economico e sociale tra centro-nord e meridione.

Pertanto, il tema della frammentazione verrà analizzato sia attraverso una descrizione delle cause e delle fasi che generarono la divergenza dei tassi d'interesse, che grazie a un'indagine delle conseguenze. Le contromisure adottate dalla BCE si innestano in un processo, ancora non concluso, finalizzato alla completa restaurazione dei mercati finanziari.

# Capitolo 1: La politica monetaria della BCE

## 1.1 Gli strumenti della politica monetaria della BCE

L'obiettivo principale della politica monetaria della BCE è il raggiungimento della stabilità dei prezzi. La banca centrale, infatti, detenendo il monopolio sull'offerta di base monetaria, influenza il mercato monetario e i tassi d'interesse a breve termine.

*“Per stabilità dei prezzi si intende un aumento sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro inferiore al 2 per cento. Essa deve essere mantenuta in un orizzonte di medio termine”<sup>1</sup>.*

Le ragioni per cui il tasso di inflazione debba rientrare nel target del 2 per cento (prossimo ma inferiore al 2%) sono molteplici: la BCE tiene conto dei margini di misurazione, che talvolta portano a leggere sovrastime, e dei margini di sicurezza contro eventuali rischi deflazionistici e lascia spazio ad eventuali differenze tra i paesi della zona dell'euro.

Dal Maggio 2003, per raggiungere tale obiettivo la BCE ha deciso di adottare una strategia di politica monetaria fondata su due pilastri principali: il ruolo preminente della moneta a cui è associata un'analisi monetaria volta ad identificare il trend dell'inflazione su un orizzonte di medio-lungo periodo (segnalato dal valore di riferimento per la crescita dell'aggregato monetario M3, che comprende la base monetaria, la moneta in circolazione, i depositi in conto corrente, i depositi non trasferibili a vista e, infine, i titoli di stato e a scadenza a breve termine e le quote di partecipazione in fondi comuni monetari), e un'analisi economica, che prende in considerazione le prospettive e i rischi per la stabilità dei prezzi.

La stabilità dei prezzi consente di evitare sia un periodo di forte inflazione sia una protratta deflazione. È un fattore determinante nell'attività economica e nel livello di occupazione. In primo luogo, i consumatori riescono ad individuare più facilmente le variazioni dei prezzi relativi e ad ottenere informazioni più accurate, così da rendere più efficienti gli impieghi produttivi e ridurre l'asimmetria informativa del mercato.

Inoltre, la stabilità dei prezzi riduce la tendenza degli individui a distogliere risorse dagli impieghi produttivi per tutelarsi dall'inflazione. Questo fenomeno, infatti, ostacola la crescita economica e riduce l'efficienza nel mercato. Pertanto, un mantenimento dei prezzi relativi promuove l'investimento e un'allocazione efficiente degli impieghi produttivi.

Infine, la stabilità dei prezzi evita l'arbitraria redistribuzione di ricchezza che avviene in modo stocastico (l'inflazione, incrementando il tasso nominale, avvantaggia i debitori, il cui debito si riduce grazie al minor

---

<sup>1</sup> Comunicato stampa della BCE, 13 Ottobre 1988

tasso reale), in seguito a periodi inflazionistici o deflazionistici, che portano a cambiamenti imprevedibili del livello dei prezzi e di cui risentono maggiormente i gruppi sociali più deboli.

Sulla base di questi elementi si può concludere che la BCE, garantendo la stabilità dei prezzi, promuove una costante crescita economica e la realizzazione di importanti obiettivi economici, quali l'occupazione e il livello di investimenti. Per raggiungere i suoi obiettivi di inflazione, reddito ed occupazione, la BCE può scegliere se controllare come obiettivo intermedio il tasso d'interesse o l'offerta di moneta. Analizzando graficamente entrambe le situazioni tramite il modello IS-LM notiamo che: nel caso la IS sia instabile, la BCE dovrebbe preferire un controllo sull'offerta di moneta (*Figura 1.1a*), mentre in caso di instabilità della curva LM, è preferibile che la BCE fissi come obiettivo intermedio il controllo del tasso d'interesse al fine di ridurre le fluttuazioni (*Figura 1.1 b*).

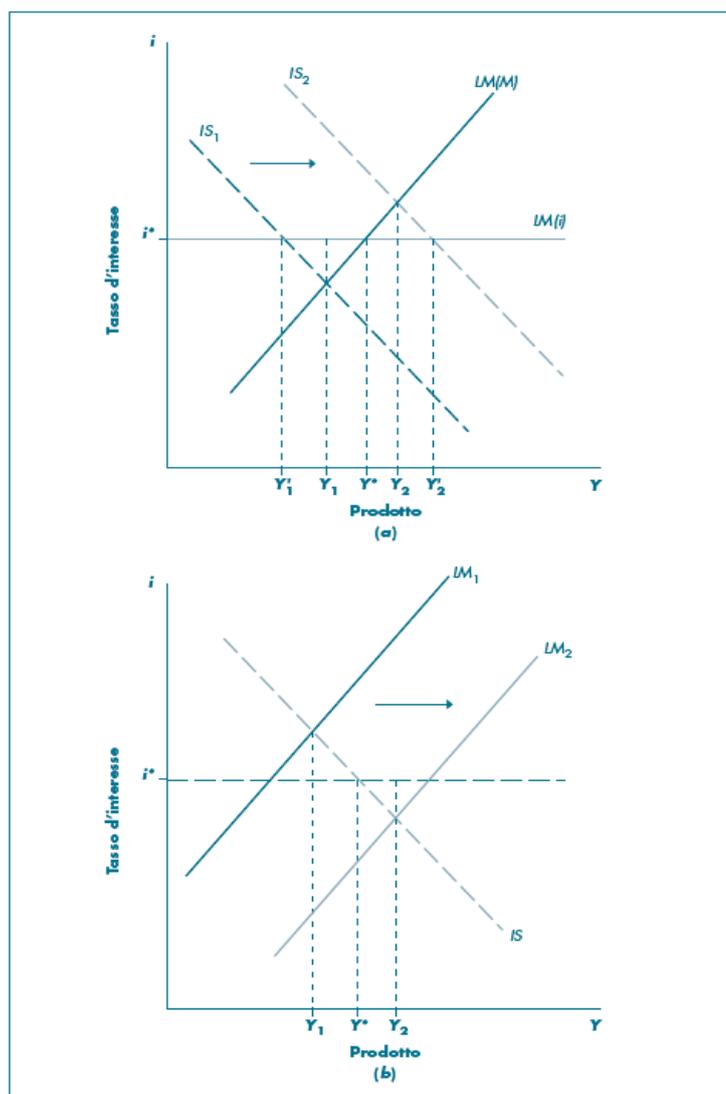


Figura 1.1

Fonte: Alessandrini, 2011

Al fine di realizzare l'obiettivo della stabilità dei prezzi la BCE si serve di tre principali strumenti per regolare l'offerta di moneta e trasmettere la politica monetaria alle banche e, in ultima istanza, ai consumatori, ovvero le operazioni di mercato aperto, le *standing facilities* e le riserve minime obbligatorie.

### 1.1.1 Operazioni di mercato aperto

Si svolgono tramite acquisto o vendita di titoli attraverso cui si crea o assorbe base monetaria, influenzando anche il tasso di interesse e il livello di riserve. La BCE sostanzialmente si serve di due principali categorie di operazioni di mercato aperto. La prima, "*outright*", riguarda operazioni permanenti tramite cui la banca centrale, attraverso l'acquisto o la vendita di securities nel mercato secondario, aumenta o drena il saldo delle riserve. La seconda, invece, si riferisce a operazioni "*temporary*", presenti o come *repurchase agreement* (Repo), un'operazione a pronti contro termine molto flessibile in cui la banca centrale acquista obbligazioni con l'accordo che la controparte (molto spesso una banca) riacquisti i titoli a seguito di un determinato periodo di tempo, o come *reverse repurchase agreement* (Reverse Repo), in cui la banca centrale inizialmente vende titoli con l'accordo di riacquistarli alla scadenza.

La BCE decentralizza le sue operazioni di mercato aperto, dal momento che sono condotte dalle banche nazionali nella forma di *Main Refinancing Operations* (MROs). Queste vengono concluse con frequenza settimanale e scadenza di una settimana. Le transazioni si svolgono secondo il modello ad asta, che determina il tasso minimo consentito (Main Refinancing Rate), fissato dal Governing Council della BCE. Rilevanti sono anche le operazioni a più lungo termine, *long-term refinancing operations* (LTROs), che forniscono liquidità nei momenti di crisi. Queste operazioni, portate a termine con frequenza mensile e scadenza di tre mesi, non sono usate per trasmettere la politica monetaria della BCE, ma solo per garantire alle banche dell'Eurozona un maggiore accesso a fondi di lungo termine.

Altre due categorie di operazioni a mercato aperto sono quelle di *Fine-Tuning* e di tipo strutturale. Le prime mirano a regolare il livello di liquidità nel mercato ed a controllare il tasso d'interesse. Hanno la particolarità di essere portate a termine prevalentemente con la procedura di asta veloce. Le operazioni di tipo strutturale, invece, a differenza delle MROs e LTROs che sono operazioni temporanee, hanno l'obiettivo di correggere posizioni strutturali dell'Eurosistema nei confronti del mercato finanziarie attraverso l'emissione di certificati di debito, acquisti o vendite definitive.

Le operazioni di mercato aperto, pertanto, sono il principale strumento della politica monetaria della BCE e delle altre banche centrali, dal momento che per il loro effetto sull'offerta di moneta riescono a influenzare il tasso d'interesse. Un acquisto di bond dalla banca centrale dà luogo a una riduzione dell'overnight rate, mentre una vendita di bond porta ad un innalzamento del tasso interbancario. Dal *grafico 1.2*, tuttavia, si può notare come non sempre ad un'operazione di mercato aperta segue una variazione del tasso d'interesse. Infatti, nel caso in cui la curva di offerta intersechi la curva di domanda nella sua parte completamente anelastica,

corrispondente al tasso a cui vengono remunerati i depositi presso la banca centrale, il tasso d'interesse non si riduce in quanto  $i_1 = i_2 = i_{or}$ .

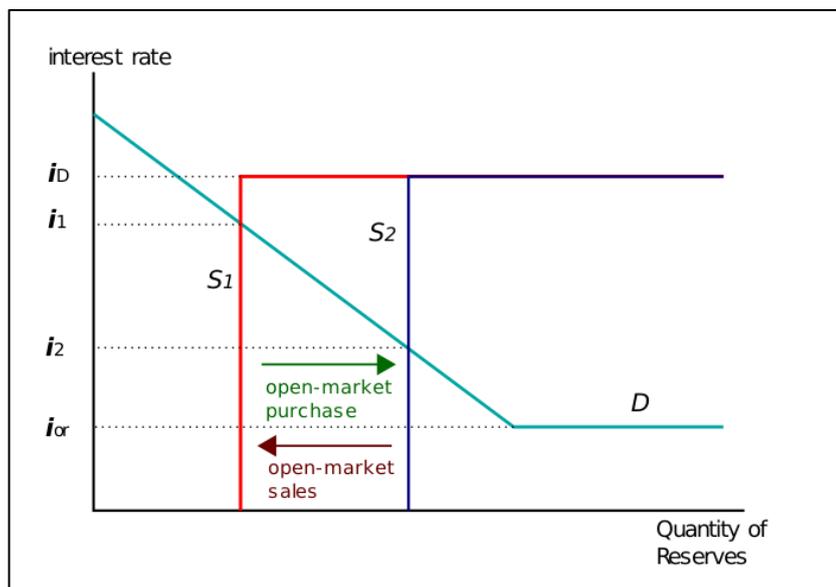


Figura 1.2

Fonte: Mishkin, 2013

Il principale vantaggio delle operazioni di mercato aperto riguarda il livello di controllo esercitato dalla banca centrale. Infatti, a differenza delle standing facilities, le operazioni di mercato aperto sono direttamente controllate dalla BCE, sono molto flessibili e facilmente reversibili. Infine, sono transazioni e operazioni che possono essere portate a termine in breve termine, permettendo alla banca centrale di attuare una strategia monetaria in modo estremamente efficace.

### 1.1.2 Standing facilities

Sono suddivise in *lending* e *deposit facilities* ovvero operazioni su iniziativa delle controparti che rispettivamente iniettano e assorbono liquidità overnight, in una sola giornata. Le *lending facilities* hanno la funzione di fornire riserve alle banche al *lending rate*, un tasso tipicamente maggiore del tasso ufficiale. Le *deposit facilities*, al contrario, sono offerte dalla banca centrale per assorbire eccessi di riserve overnight al *deposit rate*, inferiore al tasso ufficiale. La differenza tra il tasso di rifinanziamento marginale e il tasso di deposito marginale dà luogo al “corridoio” in cui fluttua l’overnight interest rate.

Per quanto riguarda gli effetti delle variazioni del *lending* e del *deposit rate* è opportuno considerare se l’intersezione tra la curva di offerta e la curva di domanda avviene nella sua sezione verticale o orizzontale.

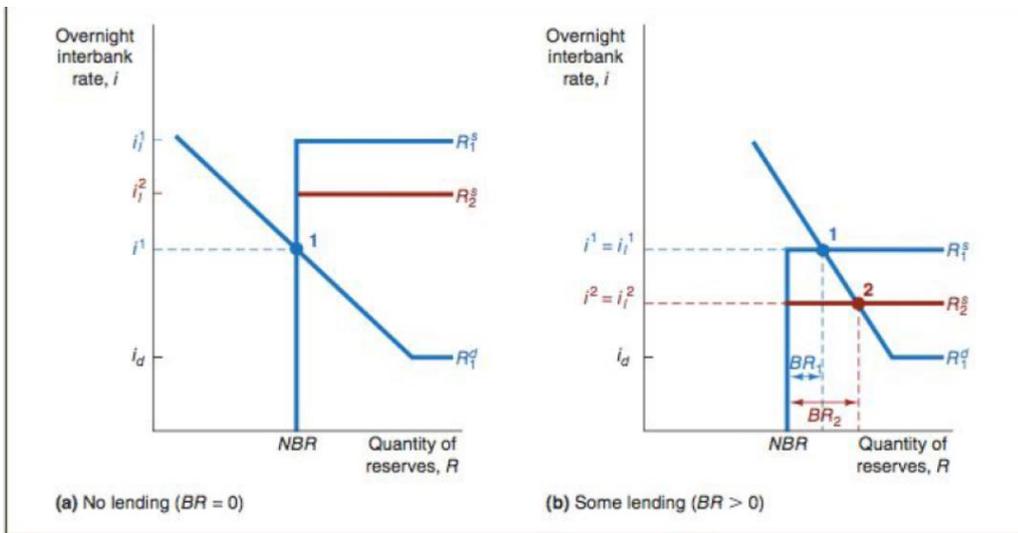


Figura 1.3

Fonte: Mishkin, 2013

Nel grafico 1.3 (a) viene mostrato cosa accade se l'intersezione avviene nella sezione verticale della curva di offerta, con le *borrowed reserves* ( $BR$ ), che insieme alle *nonborrowed reserves* ( $NBR$ ) costituiscono la base monetaria, pari a zero. In questo caso, quando il lending rate viene ridotto dalla BCE da  $i_1^1$  a  $i_1^2$ , la sezione orizzontale della curva di offerta si riduce a  $R^s_2$  ma non vi è nessun cambiamento nel tasso d'interesse interbancario. Nel grafico 1.3 (b), invece, si può osservare come ad una variazione del lending rate sia associata una riduzione di pari intensità nel tasso interbancario; ciò si verifica dal momento che l'intersezione avviene nella parte orizzontale della curva di offerta e sono presenti *borrowed reserves* ( $BR > 0$ ) e, pertanto,  $i_1 = i_1^1$  e  $i_2 = i_1^2$ .

Tuttavia, la situazione più frequente è quella descritta dal grafico 1.3 (a), poiché la BCE e le altre banche centrali tendono a mantenere il lending rate al di sopra del target del tasso d'interesse interbancario. Pertanto, si può concludere che quasi sempre una variazione del lending rate non ha effetto sull'overnight rate.

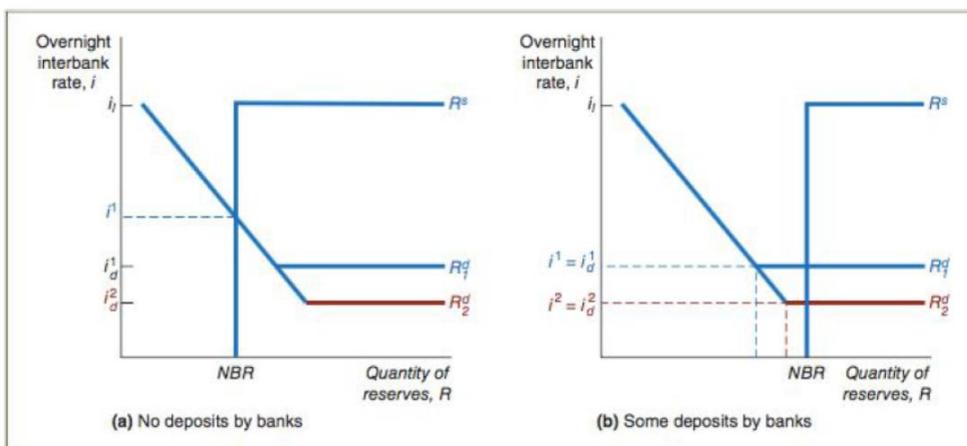


Figura 1.4

Fonte: Mishkin, 2013

Simile è l'analisi degli effetti di una variazione del deposit rate a seguito di un intervento della banca centrale. Osservando il *grafico 1.4 (a)*, si può notare cosa accade quando l'intersezione tra domanda e offerta avviene nella parte della curva di domanda con pendenza negativa. In tal caso, una riduzione del lending rate da  $i^1_d$  a  $i^2_d$  dà luogo al solo spostamento della parte anelastica della curva di offerta, che passa da  $R_1^d$  a  $R_2^d$ , senza influenzare il tasso interbancario. Situazione diversa è quella descritta dal *grafico (b)*, in cui l'intersezione tra domanda e offerta avviene nella parte anelastica della curva di domanda. Si può osservare come  $i^1 = i^1_d$  e, pertanto, ad una riduzione del deposit rate corrisponde un pari decremento dell'*overnight interest rate*. Così come per le lending facilities, anche per le deposit facilities la situazione più ricorrente è quella descritta nel *grafico (a)*, con la maggior parte delle variazioni nel deposit rate che sono inefficaci nei confronti dell'*overnight rate*.

Il vantaggio più importante delle standing facilities riguarda il ruolo della banca centrale. Infatti, tramite la loro struttura la banca centrale può svolgere la sua funzione di “prestatore di ultima istanza” nel prevenire crisi finanziarie e bancarie, come nel caso della Bank of England durante le numerose crisi bancarie del diciannovesimo secolo. Tuttavia, a tale ruolo della banca centrale sono anche associati dei costi. Infatti, una banca, essendo a conoscenza del ruolo svolto dalla banca centrale, è maggiormente protesa verso investimenti più rischiosi, con la presenza di problemi di *moral hazard*. Tale situazione è ancora più evidente nelle grandi banche d'investimento, per la presenza del “*too big to fail*”.

### 1.1.3 *Riserve obbligatorie minime*

La riserva frazionaria comprende a) le riserve obbligatorie, b) le riserve a garanzia dei conti correnti c) e le riserve legali e statutarie. La principale finalità dell'imposizione delle riserve obbligatorie minime (una percentuale di passività accantonata in forma liquida) va ricercata nell'esigenza di tutelare i risparmiatori e coloro che hanno effettuato depositi presso le banche. Inoltre, un'ulteriore finalità è quella di monitorare la quantità di moneta in circolazione, dal momento che a una variazione percentuale delle riserve obbligatorie minime è associato un cambiamento inverso della grandezza del moltiplicatore dei depositi e, pertanto, della quantità di moneta. Di conseguenza, un incremento delle riserve minime obbligatorie fa crescere la ratio delle riserve necessarie, così da innalzare la domanda di riserve e incrementare l'*overnight rate*. L'8 Dicembre del 2011, durante la recente crisi del debito sovrano, la BCE ridusse la percentuale delle riserve minime obbligatorie dal 2% all'1%, delle passività al fine di diminuire l'*overnight rate* e di facilitare lo scambio di fondi sul mercato interbancario, favorendo la ripresa degli investimenti.

Alcuni dei vantaggi che derivano dall'uso delle riserve minime obbligatorie riguarda la tutela del credito, garantito da un livello minimo di liquidità, ed un più agevole controllo del tasso d'interesse. Nonostante tale strumento in passato abbia avuto un ruolo molto importante nella definizione della politica monetaria, negli

ultimi anni il suo peso sta diminuendo. Questo cambiamento è dovuto ad alcuni degli svantaggi legati all'uso delle riserve minime obbligatorie, tra cui i problemi di liquidità che si possono generare nel breve termine e l'incertezza legata alle continue fluttuazioni dei requisiti minimi. Tali fattori hanno spinto alcuni stati alla sua eliminazione per evitare di appesantire i conti economici delle banche, riducendo la loro competitività.

## 1.2 *Il meccanismo di trasmissione della politica monetaria*

I processi attraverso cui la politica monetaria influenza l'economia reale sono noti come meccanismi di trasmissione. Essi sono definiti da Di Giorgio (2013) *“l'insieme di meccanismi attraverso i quali gli impulsi di politica monetaria, seguenti la manovra di uno degli strumenti a disposizione della Banca Centrale, si trasmettono all'economia reale, inducendo reazioni nei comportamenti dei singoli agenti, nei mercati finanziari e nella dinamica delle principali variabili macroeconomiche aggregate”*. Se da una parte sono noti gli effetti delle strategie di politica monetaria, dall'altra non sono chiare le dinamiche sottostanti. L'unico aspetto su cui numerosi economisti tra cui Friedman, Stiglitz e gli esponenti della scuola di Chicago sono in accordo riguarda la definizione di inflazione come fenomeno puramente monetario. Infatti, ad una protratta crescita dell'offerta di moneta è associata una costante crescita dell'inflazione. Da questa teoria deriva anche la teoria della “neutralità della moneta”, secondo cui nel lungo periodo, a differenza che nel breve periodo, variazioni dell'offerta di moneta hanno effetto solo sulle variabili nominali, non su quelle reali. Nell'analisi dei canali attraverso cui la politica monetaria viene trasmessa all'economia reale è opportuno introdurre alcune rigidità presenti nel breve termine. Per quanto riguarda il mercato dei beni e servizi (Stiglitz, 1984), possiamo osservare una rilevante vischiosità di prezzi e salari nel breve termine, dovuta principalmente all'asimmetria informativa del mercato, che mina il comportamento degli agenti economici. In alcuni casi si può osservare anche una singolare relazione tra domanda e prezzo: non essendo perfettamente informati sulle qualità intrinseche di un bene, i consumatori riducono la domanda di quel determinato bene in seguito alla riduzione del suo prezzo, interpretando la variazione del prezzo come quella della qualità. In altri casi le rigidità dei prezzi sono dovute anche a comportamenti collusivi tra le imprese, che portano alla formazione di cartelli e accordi oligopolistici. Le rigidità del mercato dei beni e servizi si ripercuotono naturalmente sul mercato del lavoro, i cui effetti sono visibili nella “disoccupazione strutturale”, dovuta al salario di efficienza, alle leggi sul salario minimo ed al potere contrattuale dei sindacati.

È importante sottolineare tali condizioni per evidenziare ancora maggiormente il ruolo della moneta e della politica monetaria, che tiene conto di tali rigidità al fine di influenzare alcune importanti variabili reali. La BCE, infatti, detenendo il monopolio dell'offerta di moneta, fissa il tasso d'interesse sulle operazioni che porta a termine, determinando i costi di finanziamento delle altre banche, così da influenzare il loro tasso d'interesse applicato. Meno rilevante è, invece, l'impatto della banca centrale sui tassi di lungo termine, dal momento che

questi dipendono anche largamente dalle aspettative degli investitori e dei risparmiatori. Il canale del tasso di cambio è fortemente influenzato da quello reale e dal livello dei prezzi ( $\varepsilon = \frac{E^*P}{P^*}$ ) e, a sua volta, dà luogo ad una variazione delle esportazioni nette (NX), ovvero la differenza tra esportazioni ed importazioni. Una politica monetaria espansiva, per esempio, riduce i tassi nominali di breve periodo, causando un differenziale tra tasso domestico ed estero. Essendo fisso il livello dei prezzi nel breve periodo, si innesca un aumento nel livello delle esportazioni nette, positivamente correlato alla produzione aggregata (Y). La scelta di operare in regime di tassi di cambio fissi o flessibili è una delle tre strategie monetarie che compone il c.d. “Trilemma della Politica Monetaria”, o trio inconciliabile. Secondo tale teoria (Mundell, Fleming, 1961), è impossibile la convivenza simultanea di un regime di cambi fissi, perfetta mobilità di capitali ed autonomia nella politica monetaria; soltanto due di queste possono coesistere.

Per quanto concerne, invece, il canale dei prezzi delle attività, è significativo notare che una politica monetaria espansiva esercita una pressione al rialzo dei prezzi delle attività finanziarie, aumentando il valore netto delle imprese e il valore della ricchezza mobiliare delle famiglie, causando un aumento degli investimenti e dei consumi.

### 1.2.1 *Il canale del tasso d'interesse*

Il canale del tasso d'interesse è il tradizionale canale di trasmissione della politica monetaria. Si fonda sull'assunzione che ad una variazione dell'offerta di moneta segua una variazione del livello e della struttura del tasso d'interesse. Il primo a riconoscere il ruolo di tale canale di trasmissione fu Keynes (1936), a cui seguì un'analisi ancora più dettagliata di Friedman (1956). Secondo l'economista statunitense, l'effetto di uno shock dell'offerta di moneta sul tasso d'interesse è riconducibile a tre effetti: effetto liquidità, effetto reddito ed effetto aspettative. Partendo da una schematizzazione dei tre effetti:

$$M = f(Y, i, P)$$

dove:

$i$  rappresenta il tasso d'interesse nominale di breve termine,

$P$  il livello dei prezzi e

$Y$  il reddito aggregato

Notiamo come nel breve periodo, proprio per l'ipotesi di vischiosità dei prezzi e salari esposta precedentemente,  $P$  e  $Y$  siano fissi e, pertanto, ad un impulso dell'offerta di moneta segua una riduzione consistente del tasso d'interesse nominale, al fine di mantenere l'equilibrio tra domanda ed offerta di moneta. Ciò origina l'effetto liquidità in quanto una riduzione del tasso d'interesse porta ad un aumento degli investimenti. In un secondo momento si verifica l'effetto reddito, come naturale conseguenza

dell'aggiustamento dello shock. Il reddito aggregato ( $Y$ ) è stimolato sia da un aumento degli investimenti, già presente con l'effetto liquidità, sia da un aumento dei consumi, che, indirettamente, dà luogo ad un aumento del reddito disponibile, con un effetto moltiplicativo sulla  $Y$ . L'effetto aspettative, porta ad una convergenza della curva di domanda verso il valore di equilibrio di lungo periodo, in quanto gli operatori tenderanno a chiedere un tasso d'interesse più alto in seguito all'aumento del livello dei prezzi e, quindi, del livello atteso dell'inflazione ( $\pi^e$ ).

Una politica monetaria espansiva, per esempio, porta ad una riduzione del tasso d'interesse reale, che, a sua volta, fa diminuire il costo del capitale, causando un aumento del livello degli investimenti e, quindi, del valore aggregato. Potremmo schematizzare questo canale di trasmissione attraverso i seguenti passaggi:

$$\uparrow M \rightarrow i_r \downarrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y \uparrow$$

In situazioni normali anche il tasso interbancario si riduce, generando un'espansione del credito interbancario. Le banche, a loro volta, utilizzeranno questo eccesso di liquidità acquistando attività finanziarie e garantendo un più esteso accesso al credito per i consumatori, causando un aumento degli investimenti e anche dei consumi. La variabile degli investimenti ( $I$ ) include spese immobiliari e di beni durevoli ed è altrettanto rilevante sottolineare come una politica monetaria espansiva abbia effetto sul tasso d'interesse reale e non nominale. Ciò rende efficace una politica monetaria espansiva anche quando i tassi d'interesse nominali sono fissi a zero durante un periodo deflazionistico. Infatti, con i tassi nominali nulli, un impegno dalla banca centrale ad attuare una politica monetaria espansiva riesce ad innalzare il livello atteso dei prezzi e, di conseguenza, ad aumentare l'inflazione attesa ( $\pi^e$ ), causando una riduzione del tasso d'interesse reale ( $i_r = i - \pi^e$ ) e stimolando gli investimenti.

$$\uparrow M \rightarrow P^e \uparrow \rightarrow \pi^e \uparrow \rightarrow i_r \downarrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y \uparrow$$

### 1.2.2 Il canale del credito: il *Balance sheet channel* e il *Bank lending channel*

Il canale del credito rientra in un'interpretazione, detta *credit* o *lending view*, diversa da quella del canale del tasso d'interesse, che invece rientra nella c.d. *money view*. Il *credit view*, infatti, propone due canali di trasmissione che sono il risultato dei problemi di asimmetria informativa nei mercati del credito: da una parte il canale del *bank lending channel* che influenza l'accesso al credito e i depositi presso le banche, dall'altra il canale del *balance sheet* che condiziona il valore netto delle imprese e dei patrimoni delle famiglie. Il loro presupposto è la variazione dell'"*External Finance Premium*" (EFP), ovvero la differenza tra il costo per un mutuatario di prendere a prestito fondi esternamente e il costo opportunità di prenderli internamente. Quanto più è ampia la differenza (positiva), tanto più grande sarà il livello di asimmetria informativa presente nel mercato. Inoltre, l'EFP è fortemente influenzato dalla variazione dei tassi a breve termine, fattore che lega la politica monetaria ancora maggiormente a questa teoria.

Secondo Stiglitz e Weiss (1981) la presenza di asimmetria informativa tra creditore e debitore porta ad un razionamento quantitativo, con il tasso d'interesse che svolge un duplice ruolo selettivo, legato alla selezione avversa, e di incentivo, associato all'azzardo morale. Infatti, le banche non tengono in considerazione solo il tasso d'interesse ma anche il livello di rischiosità del prestito ( $\theta$ ).

Il Balance Sheet Channel ( “canale largo del credito”) è legato all'analisi delle imprese. Partendo dall'EFP, si può osservare una relazione inversamente proporzionale tra la posizione finanziaria delle imprese e il coefficiente stesso. Infatti, ad una posizione più solida, con un'impresa maggiormente coinvolta nel mercato (“*more skin in the game*”), è associato un maggior potere contrattuale, capace di ridurre i problemi di azzardo morale e selezione avversa. Un minore valore netto dell'impresa dà luogo a maggiori problemi di asimmetria informativa, in quanto i prestatori hanno minori collateralità a garanzia dei prestiti, e, pertanto, sono più esposti alle perdite che derivano dalla selezione avversa. Ciò porta anche gli azionisti, i quali detengono una partecipazione azionaria “danneggiata” nel valore, ad avere maggiori incentivi ad intraprendere progetti di investimento rischiosi. Pertanto, un aumento generale della rischiosità degli investimenti dovuta a tali problemi dà luogo ad un minore accesso al credito e ad una riduzione dell'attività di prestito, causando uno shift negativo del livello di consumi ed investimenti.

La relazione inversa tra posizione finanziaria delle imprese ed EFP crea un canale attraverso cui alcuni shock aggregati (di domanda, relativi a variazioni improvvise delle spese per consumi ed investimenti, o di offerta, che consistono in shock tecnologici o variazioni esogene dei prezzi di un bene) altrimenti di breve termine, perdurano nel lungo termine e si trasmettono alle variabili macroeconomiche. Tale teoria, definita “acceleratore finanziario”, è dovuta alla presenza di imperfezioni nel mercato del credito (Bernanke, B., Gertler, M. and Gilchrist, S.,1996).

La politica monetaria, però, può influenzare il bilancio e il valore netto delle imprese in molteplici modi. Una politica monetaria espansiva può causare un aumento nei prezzi degli stock, così da aumentare il valore netto delle imprese e causare un innalzamento del livello degli investimenti e della domanda aggregata, grazie alla riduzione dei problemi di asimmetria informativa. Schematizzando:

$M \uparrow \rightarrow P_s \uparrow \rightarrow \text{selezione avversa} \downarrow \rightarrow \text{azzardo morale} \downarrow \rightarrow \text{attività di lending} \uparrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y \uparrow$

La politica monetaria, pertanto, esercita sia un'influenza diretta che indiretta. Per esempio, una politica monetaria restrittiva, causando un rialzo dei tassi d'interesse, dà luogo ad una svalutazione del valore netto dell'impresa e riduce le garanzie a fronte dei prestiti contratti. Per quanto riguarda l'effetto indiretto di una politica monetaria restrittiva, notiamo una riduzione dei consumi e degli investimenti ed una contrazione del fatturato delle imprese.

Il Bank Lending Channel ( “canale stretto del credito”) tende ad evidenziare, invece, il ruolo dei prestatori e, quindi, delle banche. Il loro ruolo è particolarmente rilevante per le PMI caratterizzate da un limitato accesso

al mercato azionario e, conseguentemente, una contrazione dell'accesso al credito spesso causa un decremento degli investimenti. Nell'Eurozona la presenza delle banche nel segmento dei prestiti alle imprese è più significativa rispetto agli U.S.A. ove il ricorso al mercato dei capitali per ottenere il finanziamento è più consueto.

Nell'Eurosistema le banche sono in grado di ridurre i problemi di asimmetria informativa nei mercati del credito. Pertanto, la politica monetaria, influenzando le attività che coinvolgono il sistema bancario, riesce ad esercitare un controllo sull'attività di prestito e sull'accesso al credito. Una politica monetaria espansiva, infatti, incrementando le riserve e i depositi bancari, aumenta la quantità di prestiti bancari disponibili. Dal momento che l'intero mercato del credito dell'Eurosistema è *bank-oriented*, tale incremento dei prestiti dà luogo ad un aumento degli investimenti e, in alcuni casi, anche dei consumi. Riassumendo schematicamente l'effetto della politica monetaria:

$M \uparrow \rightarrow \text{depositi bancari} \uparrow \rightarrow \text{prestiti bancari} \uparrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y \uparrow$

Nonostante tale teoria sia stata più volte confermata, nell'ultimo periodo il Bank Lending Channel ha perso parte della sua funzione anche a causa dello sviluppo della *securitisation activity* (Altunbas, Y., Gambacorta, L. and Marques, D., 2007). La sua espansione nell'area dell'Euro ha ridimensionato il ruolo di *monitoring* e di *liquidity transformation*, ovvero l'uso di debiti a breve termine come i depositi per finanziare investimenti di lungo termine come i prestiti. Infatti, l'attività di securitisation ha ridotto il ruolo del lending channel da un lato incrementando la liquidità della banca e dall'altro dando alla banca la possibilità di trasferire al mercato parzialmente e in modo flessibile il rischio di credito. La riduzione dei requisiti patrimoniali inerenti al capitale della banca è dovuta anche al grande sviluppo che hanno avuto i *Credit Default Swap* (CDS) nella loro funzione di strumento di copertura del rischio di credito.

## Capitolo 2: La frammentazione del mercato finanziario

### 2.1 La crisi del mercato interbancario

Nel processo di trasmissione della politica monetaria all'economia reale un ruolo significativo è ricoperto dalle banche e dal mercato interbancario. Il mercato interbancario, infatti, supporta i bisogni di liquidità e determina l'accesso al credito, con le banche in eccesso di liquidità che offrono capitale a quelle con carenza. Nei mercati interbancari gli scambi si svolgono prevalentemente secondo la modalità *over-the-counter*, ovvero in modo informale e non regolamentato, prevalentemente attraverso transazioni bilaterali e piattaforme telematiche.

La crisi finanziaria del 2008, in realtà già innescata da alcune turbolenze finanziarie nell'agosto del 2007 che portarono a un rialzo dei tassi d'interesse e a un innalzamento degli spread sui mercati monetari, determinò un'inversione di tendenza rispetto al periodo di integrazione finanziaria che stava attraversando l'Eurosistema, causando una crisi del mercato interbancario. Nonostante i numerosi tentativi della BCE attraverso l'introduzione e l'uso di politiche non convenzionali, ciò ha portato a un danneggiamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria, in modo particolare del canale del tasso d'interesse. Di tale frammentazione del mercato finanziario ha risentito l'intera economia con un limitato accesso al credito e una fragilità del sistema bancario che ha colpito prevalentemente gli Stati più deboli dell'Eurozona.

Le fasi decisive che hanno portato alla crisi del mercato interbancario sono due. In primo luogo, un ruolo rilevante è stato svolto dalla crisi dei debiti sovrani del 2010-2011, che inizialmente sembrava coinvolgere solamente la Grecia, ma, in seguito, contagiò Irlanda e Portogallo e, successivamente, Spagna e Italia. In un secondo momento, l'Eurozona ha sofferto una vera e propria frammentazione tra i paesi *core*, tra cui Germania e Olanda, e i paesi *periphery*, tra tutti i PIIGS, per quanto concerne il mercato del credito, con una profonda divergenza dei tassi d'interesse, bassi nei primi e molto alti nei secondi. Gli effetti di alcune misure non convenzionali della BCE sono stati benefici, come l'introduzione delle *Outright Monetary Transactions* (OMTs), ovvero operazioni di acquisto o vendita di titoli a breve termine (scadenza da uno a tre anni) dei paesi in difficoltà, annunciata da Draghi il 6 Settembre del 2012, e delle *Long Term Refinancing Operations* (LTROs). Tuttavia, sebbene abbiano portato a una riduzione dei premi di rischio e dei rendimenti dei titoli sovrani, non hanno influenzato il rischio bancario e i costi di finanziamento, che sono rimasti elevati e hanno portato le banche a rivolgersi con maggiore frequenza alla banca centrale.

#### 2.1.1 L'impatto della crisi dei debiti sovrani

La seconda parte del 2010 segna il momento in cui la crisi, originata sui mercati statunitensi dei mutui *subprime* fino a contagiare l'intero sistema finanziario europeo, danneggia i titoli di stato del debito pubblico di alcuni stati che avevano messo in crisi la sostenibilità del bilancio pubblico. L'incapacità di gestire il

bilancio pubblico da parte di numerosi Stati si inserisce in un processo avviato di finanziarizzazione dell'economia, in cui si è passati da uno scambio D-M-D, ovvero denaro-merce-denaro (Marx, 1867) alla relazione D-D-D, in cui il denaro è in grado di generare valore senza transitare per la fase della produzione. Ciò origina una marcata avversione al rischio degli investitori, sia individuali che di società non finanziarie, e una crisi di fiducia sia verso questi paesi, ritenuti inabili a stabilizzare il proprio debito, che verso l'Unione Europea per la sua lucidità e efficacia nell'affrontare questo problema.

La crisi dei debiti sovrani nei PIIGS origina nell'ottobre del 2010, quando il neopresidente della Grecia Papandreou venne a conoscenza del fatto che il governo aveva manipolato contabilmente i conti pubblici per soddisfare i requisiti europei e inoltre aveva effettuato con GS e JP Morgan operazioni finanziarie illecite per celare la reale entità dell'indebitamento. Il deficit greco effettivo passò dal 5% al 12,7% del Pil e il debito venne valutato al 127% del Pil. Si determinò, quindi, un diffuso scetticismo rispetto alla possibilità che il governo greco restasse solvente. Ad aprile del 2011 le società di rating abbassarono il merito di credito dei titoli greci, declassandoli a *junk bond*, con un rating pari a CCC. I tassi di interesse e gli indici dello spread rispetto ai bund tedeschi schizzarono verso l'alto. Il governo iniziò ad adottare misure di austerità e chiese un supporto alla Commissione Europea e al Fondo Monetario Europeo (FMI) per evitare il default. La somma dei finanziamenti concordati ammontò a 110 miliardi di euro, divisi in varie scadenze temporali, per ottenere le quali, tuttavia, la Grecia si impegnò a rigide misure di risanamento fiscale, che prevedevano tagli a salari e pensioni e aumento delle tasse, per ridurre il deficit al 3% in due anni.

Se da una parte la globalizzazione ha consentito un facile e libero flusso di capitali, dall'altra ha reso la crisi sistemica e universale. La possibilità di default della Grecia determinò istantanei effetti di contagio nei paesi dell'Eurozona con la situazione del debito pubblico peggiore e le prospettive di crescita ridimensionate. Entrarono in crisi nell'ordine Irlanda, Portogallo, Spagna e Italia. I premi per il rischio di insolvenza si innalzarono ovunque nei cosiddetti PIIGS e tutti i paesi furono costretti a adottare misure di risanamento fiscale per rassicurare i mercati. Nei paesi maggiormente esposti al rischio di default, oltre alla crescita dei tassi di interesse, aumentarono i premi pagati dai detentori di titoli di Stato per ottenere una garanzia contro un'ipotetica insolvenza tramite lo strumento dei CDS. Attraverso un'analisi di tali premi, infatti, è possibile derivare la probabilità che i mercati finanziari attribuiscono all'insolvenza di ciascun paese. Dal *grafico 2.1* si osserva il marcato spread tra i CDS nelle banche dei paesi *core* e *periphery*, dopo un periodo di lieve convergenza in seguito all'introduzione delle OMTs nel settembre del 2012, ha ricominciato ad aumentare.

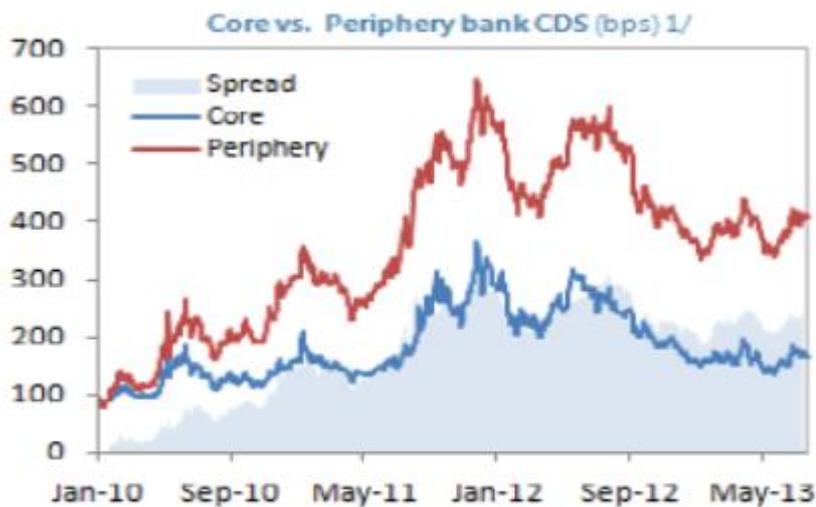


Grafico 2.1

Fonte: Al-Eyd, A., Pelin Berkmen, S., 2013

Nel sistema finanziario il segmento dei titoli di Stato costituisce un ingranaggio importante nel meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Di fatto, l'innalzamento dei tassi di interesse determinò una caduta del valore degli investimenti a breve termine, in particolar modo dei titoli di Stato. Una quota consistente di titoli era detenuta dalle istituzioni creditizie, il cui valore dell'attivo si deteriorò; di conseguenza anche il loro rischio di insolvenza salì con la contemporanea caduta dei prezzi. La crisi, nata dalle banche, ha colpito gli Stati sovrani, e in seguito è ritornata nuovamente alle banche, quasi seguendo una struttura circolare, le quali avevano difficoltà a ottenere finanziamenti, dal momento che anche gli Stati stavano cercando di ribilanciare e diminuire i loro deficit. Dalla situazione descritta si evince una sorta di circolo vizioso bidirezionale: dal rischio bancario verso il rischio sovrano, poiché le difficoltà del settore bancario hanno reso necessario l'uso di fondi pubblici per il salvataggio di alcune società e istituzioni creditizie, e dal rischio sovrano verso il rischio bancario, dal momento che le banche, detenendo ingenti quantità di titoli di Stato, subirono un decremento dell'attivo e una maggiore onerosità del *funding* sui mercati. A estendere la portata del circolo vizioso, inoltre, ha contribuito l'assenza di una completa unitarietà dell'Eurosistema.

La BCE, pertanto, ha cercato di sostituire il mercato interbancario nel ruolo di fornitore di liquidità all'intero sistema finanziario. Se per alcuni Stati, come la Germania, le decisioni di politica monetaria avevano effetto e grazie ai tassi d'interesse contenuti le imprese riuscivano a finanziarsi con relativa facilità, per altri, caratterizzati da un alto spread con i titoli tedeschi, le strategie monetarie risultarono neutre e inefficaci.

L'elevato debito pubblico ha dato vita anche al *crowding out* (o effetto spiazzamento). Gli Stati, infatti, dovendo ricorrere ai mercati finanziari per l'emissione dei titoli di debito pubblico, entrano in concorrenza con famiglie e imprese riducendo il loro accesso al credito. Dal momento che l'acquisto di un titolo di debito pubblico rappresenta un impiego alternativo all'acquisto di un'obbligazione di un'impresa o della concessione

di un mutuo a una famiglia, si osservò una riduzione della liquidità del settore privato. Inoltre, per collocare i propri titoli di debito, lo Stato tende ad offrire tassi d'interesse più alti, che danno luogo a variazioni della struttura dei tassi e a un decremento degli investimenti.

Si può concludere che il risk premium importato dagli U.S.A. e l'elevato debito pubblico hanno colpito fortemente il sistema bancario, che ha mostrato tutte le fragilità del mercato interbancario e ha danneggiato il meccanismo di trasmissione.

### 2.1.2 Divergenza dei tassi d'interesse tra paesi core e periphery

Secondo la legge del prezzo unico, in un mercato perfettamente integrato non esiste alcuna differenza di rendimento tra i titoli emessi in diversi paesi, a parità di tasso di rischio. L'Eurozona ha vissuto un periodo di integrazione del sistema finanziario, tentando di ottimizzare lo sfruttamento produttivo delle economie di scala e delle esternalità di rete, fino all'insorgere della crisi, che ha causato i primi scostamenti dalla legge del prezzo unico, con una divergenza dei tassi d'interesse in costante aumento.

La frammentazione del mercato finanziario nell'Eurozona riflette una serie di fattori tra cui l'elevata avversione al rischio non solo degli investitori, ma anche delle banche, la scarsa qualità degli asset e il grande debito pubblico dei PIIGS.

La BCE ha tentato di risanare questa situazione attraverso l'aggiustamento e il decremento dei *policy rates*, che hanno raggiunto anche l'1%, tanto efficaci nel ridurre i lending rates nei paesi più stabili, quanto ininfluenti nei confronti dei paesi più deboli. Questa situazione ha portato a una divergenza notevole dei tassi d'interesse, bassi e in corrispondenza con i *policy rates* nei paesi *core*, elevati invece nei paesi *periphery*.

		Counterparty Country							
		DEU	NLD	FRA	ITA	ESP	PRT	IRE	GRC
Reporting Country	DEU		-0.7	-1.8	-5.2	-10.3	-8.2	-43.2	-10.6
	NLD	-0.7		-4.4	-4.9	-3.7	-5.0	-10.5	-5.1
	FRA	-2.1	1.4		-5.2	-4.1	-4.2	-17.6	-5.0
	ITA	-4.1	-1.2	-0.4		-0.4	-3.0	-5.5	-2.4
	ESP	0.1	-4.7	-0.8	-0.4		2.3	-4.6	-0.1
	PRT	-0.3	0.8	0.0	-0.1	-0.3		0.8	0.8
	IRE	-1.6	-2.2	-0.9	-2.3	-2.1	-2.1		-2.9
	GRC	0.0	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	

Grafico 2.2

Fonte: BIS, 2013

Dal grafico 2.2 notiamo come l'attività interbancaria e il volume di scambio di liquidità si sia drasticamente ridimensionato durante la crisi. Le variazioni percentuali raggiungono picchi negativi in corrispondenza degli scambi tra Germania e Irlanda (-43.2) e Francia e Irlanda (-17.5), mentre le rare e contenute variazioni positive

si osservano tra paesi che appartengono alla stessa “categoria”: Spagna e Portogallo (2.3) per i *periphery*, Francia e Olanda (1.4) per i *core*. Ciò dimostra come le banche nazionali abbiano preferito fornire liquidità all’interno del proprio paese, limitando il ricorso al mercato dell’Eurozona. Gli spreads hanno raggiunto i 430 *basis points* nel Marzo del 2013, dopo un decremento legato all’introduzione delle OMTs. Inoltre, lo shift verso un lending sicuro è evidente nella maggiore dipendenza dai depositi e dalle altre attività liquide, così come nel ricorso sempre più consistente ai finanziamenti dell’ECB da parte dei paesi *periphery*, come mostrato dal *grafico 2.3*. Si nota un incremento sostanziale soprattutto dal Gennaio del 2011, proprio durante l’evoluzione della crisi dei debiti sovrani.

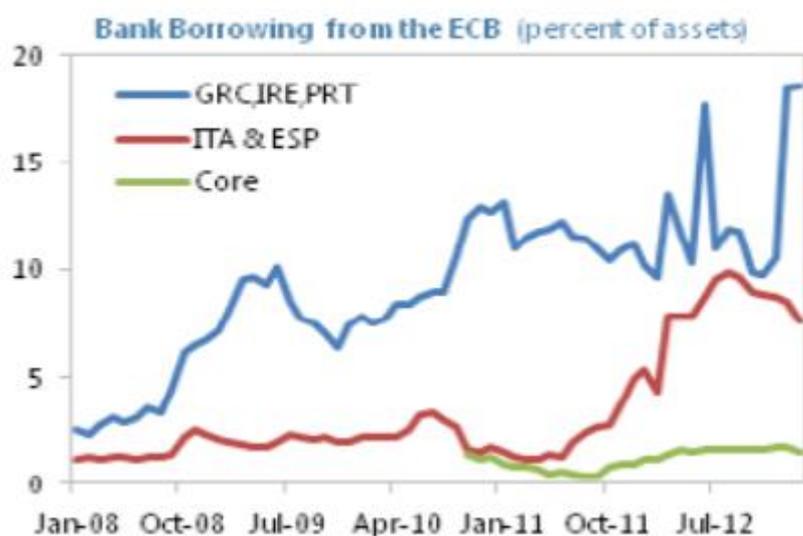


Grafico 2.3

Fonte: Al-Eyd, A., Pelin Berkmen, S., 2013

Le banche dei paesi *periphery* sono state impossibilitate a ridurre i *lending rates* nei confronti di imprese e famiglie a causa delle forti pressioni sul fronte della redditività e del deterioramento dell’attivo legato al peggioramento della qualità del credito. Ciò ha ostacolato la ripresa degli investimenti e ha ampliato il divario con i paesi *core*.

Significativa è l’analisi del tasso d’interesse naturale, definito come il tasso d’interesse di medio periodo che uguaglia risparmi e investimenti (Fries, S., Mésonnier, J., Mouabbi, S., Renne, J., 2017)). La divergenza dei tassi naturali tra paesi *core* e *periphery* è divenuta ancora più marcata con la bancarotta della banca statunitense Lehman Brothers (15 Settembre 2008) e con la crisi dei debiti sovrani e ha portato alcuni paesi, fra tutti la Spagna, ad attuare una politica monetaria restrittiva, mentre nei paesi *core* si è mantenuta neutrale o accomodante. I tassi naturali nazionali, dopo essere stati per un lungo periodo negativi e divergenti tra loro, sono converiti a zero nel quarto trimestre nel 2014, prevalentemente grazie all’introduzione di alcune politiche

non convenzionali quali la *forward guidance*, che fa uso di dichiarazioni pubbliche e ufficiali, anticipando le politiche monetarie per garantire credibilità e ridurre la volatilità del sistema finanziario, e il *quantitative easing*, ovvero l'acquisto di titoli di stato e di altro tipo al fine di iniettare liquidità e favorire la crescita economica.

Sicuramente l'incertezza e la volatilità del sistema finanziario hanno contribuito a questa situazione, originando problemi di asimmetria informativa e elevati costi di monitoring, fattori che hanno ampliato lo shock e lo spread con i tassi d'interesse della BCE. L'aumento dei costi di informazione e, più in generale, dei costi di transazione ha generato un incremento dei costi di finanziamento e una crisi del sistema bancario. Il rischio di insolvenza percepito su alcuni paesi ha determinato uno spostamento di capitali verso i paesi più stabili, i paesi *core*. Questo fenomeno di *flight to quality*, ovvero la vendita dei titoli percepiti come rischiosi e il parallelo acquisto di titoli più sicuri, ha ampliato il divario tra i paesi dell'Eurozona. Infatti, da una parte, nei paesi *core*, si è assistito ad un decremento del rendimento dei titoli e un conseguente aumento del prezzo degli stessi che ha ristabilito la credibilità delle banche e la fiducia degli investitori; dall'altra, nei paesi *periphery*, i rendimenti dei titoli si sono innalzati in misura ancora maggiore, complice l'elevato tasso di rischiosità di tali investimenti, il cui valore era diventato quasi nullo.

L'elevata percentuale di non-performing loans (NPLs), ovvero crediti deteriorati e esposizioni di liquidità verso soggetti che non sono in grado di adempiere in tutto o in parte alle proprie obbligazioni, ha avuto un impatto sulla crisi del mercato interbancario. Questo fenomeno è stato particolarmente significativo in Spagna (10,4% nel Febbraio del 2013) e in Italia (22,8% nel gennaio dello stesso anno), danneggiando anche i paesi non *periphery* e limitando il loro accesso al mercato interbancario (Al-Eyd, A., Pelin Berkmen, S., 2013). I prestiti sono divenuti tanto più costosi quanto più esposta ai NPLs era la banca a chiederli. In particolare, un aumento dell'1% dell'esposizione della banca ai debiti sovrani dei PIIGS corrispondeva a un aumento dello spread di 1.3 *basis points* (Gabrieli, S., Labonne, C., 2018).

## 2.2 La frammentazione del canale del tasso d'interesse

Uno degli aspetti ed effetti più rilevanti della crisi del mercato interbancario è stata la conseguente inefficacia del meccanismo di trasmissione della politica monetaria. La divergenza dei tassi tra paesi *core* e *periphery* ha ostacolato la strategia monetaria della BCE che ha dovuto affrontare due situazioni quasi opposte facendo uso di un unico strumento. Il canale del tasso d'interesse ha subito una vera e propria frammentazione a causa dell'elevato rischio di credito e il difficile accesso al credito da parte di alcune banche. Da un punto di vista monetario, la frammentazione riguarda la mancanza di completa negoziabilità delle riserve della BCE nell'Eurosistema. Anche i cambiamenti nella struttura di finanziamento delle banche hanno influito in modo significativo. Alcune banche, rimaste legate a un *funding* prevalentemente incentrato sui depositi, hanno

continuato ad offrire credito a imprese e famiglie anche all'indomani della crisi del sistema bancario. Altre banche, che hanno confidato negli strumenti di *wholesale funding* (fondi federali, depositi all'estero e depositi che sfruttano l'intermediazione di un broker), hanno danneggiato drasticamente il *balance sheet* e l'accesso al credito (Blattner, T., Swarbrick, J., 2018). Infatti, il *wholesale funding* (ovvero lo scambio di ingenti somme di denaro e liquide), che ha coinvolto prevalentemente le grandi banche, è vantaggioso in periodi espansivi del ciclo economico, con una *yield curve* con pendenza positiva, mentre in periodi di limitato accesso al credito e restrizione del mercato di debito, con una *yield curve* con pendenza negativa, le banche subiscono problemi di liquidità. Inoltre, essendo particolarmente sensibile a variazioni del tasso d'interesse e del rischio di credito, il *wholesale funding* è stato uno dei principali fattori che ha deteriorato il *balance sheet* di numerose banche europee e non solo.

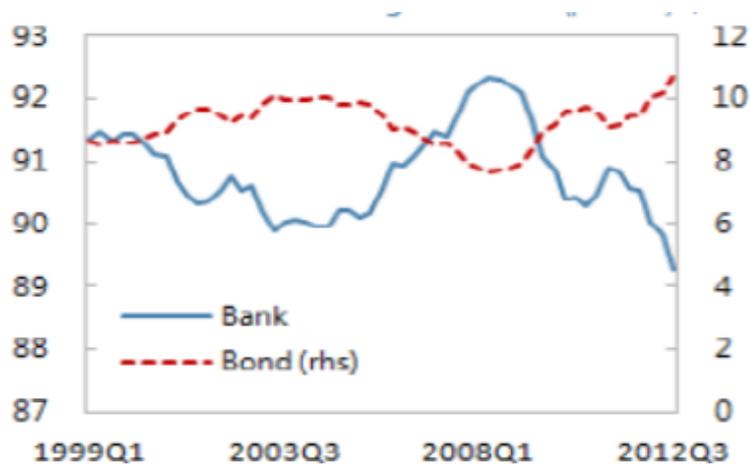


Grafico 2.4

Fonte: Al-Eyd, A., Pelin Berkmen, S., 2013

Dal grafico 2.4 si nota il crollo dell'attività di prestito delle banche nei confronti delle *non-financial corporates* (NFC) tra il 2008 e il 2012, compensato in misura meno che proporzionale dal mercato dei bond. Infatti, se osserviamo il grado di "bancocentrismo" del sistema finanziario europeo, con circa il 90% del finanziamento delle società non finanziarie riconducibile al settore bancario e solo l'11% degli investimenti legato a bond o titoli, è evidente quanto tale frammentazione sia stata dannosa per l'intera economia e non solo per il settore bancario.

La crisi finanziaria ha mostrato l'importanza nell'economia reale non solo del canale del tasso d'interesse, ma anche del *balance sheet channel* e del *bank lending channel*. Da ciò si evince come attività interbancaria e *credit view* del meccanismo di trasmissione siano legate da un rapporto di interdipendenza e reciprocità. Una crisi del mercato interbancario e un decremento del volume di attività danneggiano i meccanismi di

trasmissione, e viceversa. Un ruolo fondamentale in questa crisi interbancaria ha sicuramente ricoperto l'assenza di standard comuni nell'accounting e nella supervisione bancaria che hanno alimentato gli shock e i rischi legati alle transazioni transfrontaliere, almeno fino al 2014, anno in cui è stato introdotto il *Single Supervisory Mechanism* (SSM), uno dei tre pilastri dell'Unione Bancaria.

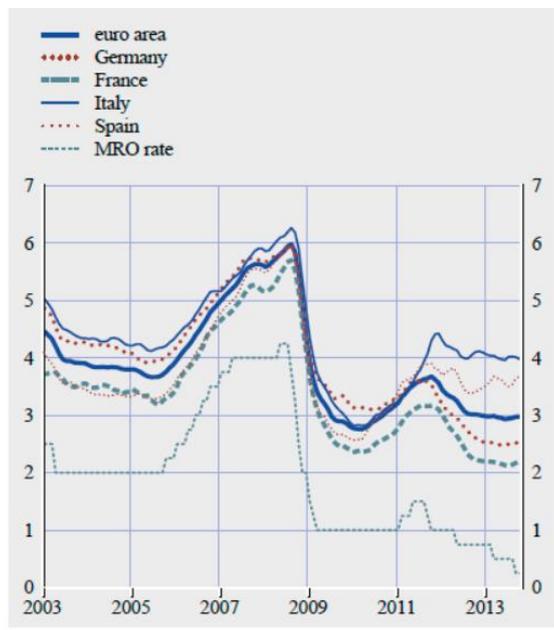


Grafico 2.5 (a)

Fonte: Paries, M., Moccerro, D., Krylova, E. and Marchini, C., 2014

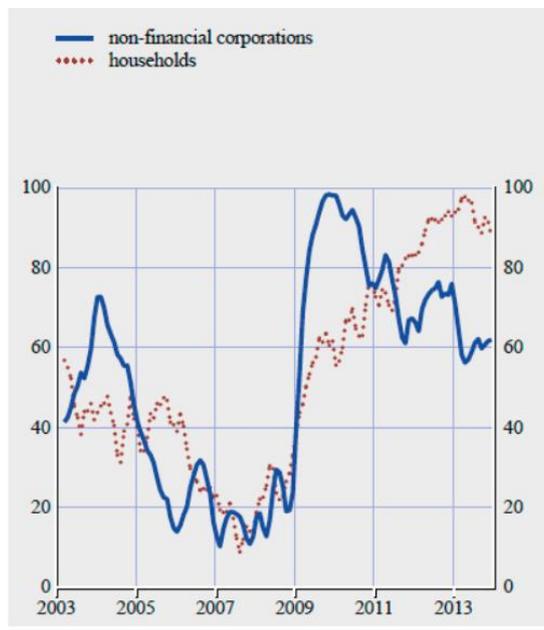
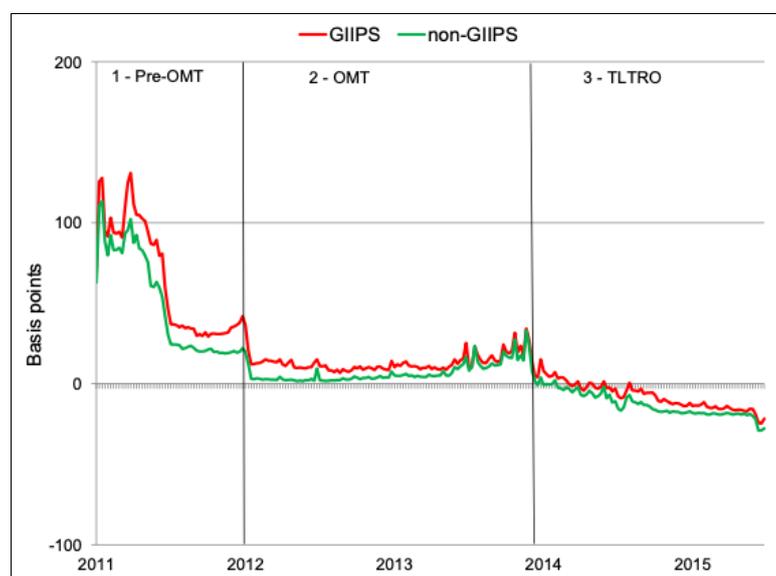


Grafico 2.5 (b)

Fonte: Paries, M., Moccerro, D., Krylova, E. and Marchini, C., 2014

Dal grafico 2.5 (a) si può osservare la divergenza dei *lending rates* e l'inefficacia del meccanismo di trasmissione. A un decremento del *Main Refinancing Operations* (MRO) rate è seguita una riduzione dei *lending rates* di Germania e Francia, mentre per Italia e Spagna il processo è stato molto più lento e complesso, se notiamo che nel 2013 il tasso MRO era quasi pari a zero, mentre in Spagna e Italia circa al 4%. Dal grafico 2.5 (b) è ancora più evidente la divergenza dei tassi d'interesse che ha portato alla crisi interbancaria e, di conseguenza, alla frammentazione del canale del tasso d'interesse. Il grafico mostra un'elevata dispersione dei tassi sia per le NFC che per gli *households*. In entrambi i grafici si nota come la dispersione dei tassi sia molto contenuta tra il 2007 e il 2008, mentre già dal 2009 si osserva una maggiore varianza dovuta anche ai primi sintomi della crisi dei debiti sovrani che coinvolse i PIIGS.

Sebbene a lungo il sistema bancario sia rimasto frammentato e quasi paralizzato, la BCE è riuscita ad ottemperare a questa mancanza, prevalentemente con strumenti non convenzionali come le OMT, il *Quantitative Easing* (QE), le LTRO e le *Targeted Longer-Term Refinancing Operations* (TLTRO) che, a differenza delle LTRO, sono finalizzate unicamente ad incentivare i prestiti bancari a famiglie e imprese. L'iniezione di liquidità nell'economia e nel sistema finanziario ha originato una convergenza dei tassi d'interesse tra paesi *core* e *periphery* e la differenza di *basis points* può essere attribuita anche a fattori specifici e idiosincratici degli Stati in questione, come la rigidità dei costi operativi, il grado di competizione del settore bancario e la dimensione del debito pubblico. La grande efficacia che hanno avuto questi strumenti quantomeno nel limitare e ridurre il grado di divergenza è descritta anche dal *grafico 2.6*, che analizza l'andamento dei tassi medi settimanali nei GIIPS (o PIIGS) e nei "non GIIPS".



*Grafico 2.6*

*Fonte: Gabrieli, S., Labonne, C., 2018*

Infatti, da un'iniziale sostanziale divergenza dei tassi medi settimanali nel Dicembre del 2011 si è giunti ad una differenza in termini di *basis points* davvero minima, prima grazie all'introduzione degli OMT e in seguito a quella degli LTRO.

In conclusione, si ritiene che la crisi interbancaria abbia ostacolato fortemente l'efficacia del meccanismo di trasmissione della politica monetaria, e tale impasse permane ancora oggi; ciò ha spinto la BCE a ricorrere a politiche non convenzionali per contrastare la frammentazione del mercato finanziario.

### 2.3 Tassi di prestito ed effetti sulle PMI

Si definiscono *Small and Medium Enterprises* (SME o PMI nel contesto italiano) le imprese che occupano meno di 250 unità in qualità di personale e con un fatturato annuo non superiore ai 50 milioni di euro. Sono costituite da:

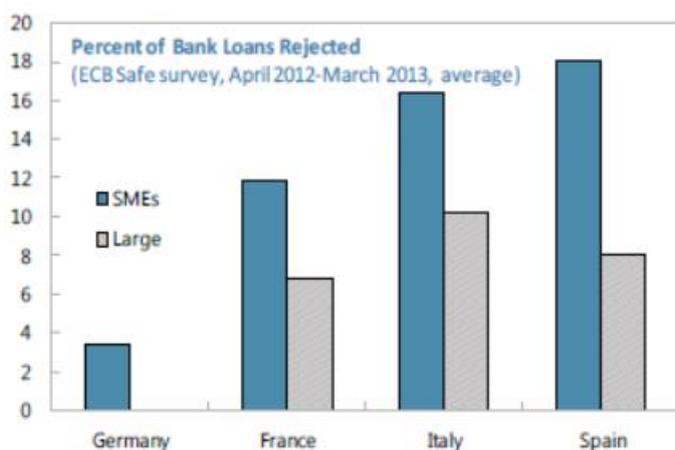
- le microimprese, il cui organico è minore o pari a 10 persone ed il fatturato non supera i 2 milioni di euro;
- le piccole imprese, il cui organico è minore o pari a 50 persone e il fatturato non supera i 10 milioni di euro.
- le medie imprese, il cui organico è minore o pari a 250 persone ed il fatturato non supera i 50 milioni di euro.

Le PMI si concentrano tendenzialmente in pochi settori economici, spesso di nicchia, dal momento che non è facile per questa categoria di imprese raggiungere un elevato grado di duttilità e polivalenza. Non riescono quindi a diversificare rischi, clienti e fornitori e sono spesso associate all'andamento di un settore. In molti casi, le PMI sono le vere vittime della crisi del sistema; infatti, i grandi gruppi multinazionali nel tentativo di preservare il loro *core business* tendono a ribaltare sulle piccole imprese collegate e sull'indotto gli insuccessi ottenuti sui mercati globali. Pertanto, una riduzione del loro volume d'affari può comportare anche l'impossibilità a proseguire l'attività in quanto la minore dimensione rende più difficile assorbire gli avversi scenari economici.

La divergenza dei tassi d'interesse e la crisi del mercato interbancario hanno colpito in modo ancora più drastico le SME. Nella dinamica europea la crisi ha impattato in modo marcatamente negativo sulle PMI, che hanno sofferto un deciso decremento nelle vendite, nel livello della produzione, nell'occupazione, e nelle esportazioni. Le aziende fondate sulle esportazioni sono state danneggiate maggiormente rispetto alle imprese operanti sul mercato domestico. Lo stato precario dei debiti è stato aggravato dal crollo del mercato immobiliare, usato più volte dalle PMI come elemento aggiuntivo di garanzia nelle transazioni bancarie. Rispetto alle grandi imprese, le PMI hanno minore possibilità di finanziarsi tramite il mercato dei bond e dei titoli e, pertanto, il loro legame con il sistema bancario è rilevante e le situazioni di difficoltà delle banche si ripercuotono inevitabilmente sull'impresa. Inoltre, il trend dell'ultimo decennio, con investimenti di scarsa qualità e carenti dal punto di vista dell'innovazione, ha reso la situazione ancora più complessa. Ciò ha determinato un incremento nei fallimenti e nelle cessazioni di attività, naturalmente tenendo in considerazione che la crisi ha colpito maggiormente alcuni settori, come il manifatturiero, rispetto ad altri, come il settore agroalimentare, che, contraddistinto da prodotti meno dipendenti dal prezzo di mercato, è stato danneggiato dalla crisi economica solamente in misura marginale grazie a una domanda più rigida e anelastica e a una maggiore solidità del credito.

In una prima fase, le crisi nei mercati internazionali hanno determinato un decremento degli scambi e della domanda. In seguito, il rallentamento degli scambi ha causato una riduzione della moneta in circolazione. Il crescente bisogno di capitale da parte delle PMI, dovuto ai pagamenti dilazionati dei clienti, non è stato soddisfatto, acuito dalla stretta creditizia del sistema bancario.

Negli Stati *periphery*, i tassi d'interesse applicati sui prestiti di minore entità sono stati più alti di quelli per le grandi imprese e sono stati anche maggiori dei tassi applicati sui grandi prestiti nei paesi *core* (Al-Eyd, A., Pelin Berkmen, S., 2013). Ciò, assumendo che le PMI generalmente richiedano prestiti di minore entità, ha limitato ulteriormente l'accesso al credito delle PMI e ha determinato un ingente numero di richieste di prestito rifiutate e respinte, come descritto dal *grafico 2.7*.



*Grafico 2.7*

Fonte: Al-Eyd, A., Pelin Berkmen, S., 2013

Il grafico mostra chiaramente la discrepanza di prestiti rifiutati tra quelli alle PMI e alle grandi imprese, con una netta differenza tra paesi *core* e *periphery*. La distanza raggiunge il 10% in Spagna, mentre in Germania addirittura nessuna richiesta di prestito rivolto alle grandi imprese è stata respinta, in conseguenza della grande stabilità politica e finanziaria del paese. La BCE inizialmente aveva suddiviso i prestiti in due categorie: fino a 1 milione di euro e maggiori di tale limite. Tuttavia, ha successivamente deciso di scindere la prima categoria in due sottocategorie: da 0 a 250 mila euro la prima, e maggiore di 250 fino a 1 milione la seconda (Paries, M., Moccerò, D., Krylova, E. and Marchini, C., 2014). Il *grafico 2.8* mostra l'andamento degli spread tra prestiti "piccoli" o molto piccoli, rivolti alle PMI, e prestiti di ingente quantità, associati alle grandi imprese.

Chart 13 The spread between lending rates on small and large loans to non-financial corporations

(percentages per annum; three-month moving averages; March 2003 to December 2013)



Chart 14 The spread between lending rates on very small and large loans to non-financial corporations

(percentages per annum; three-month moving averages; August 2010 to December 2013)

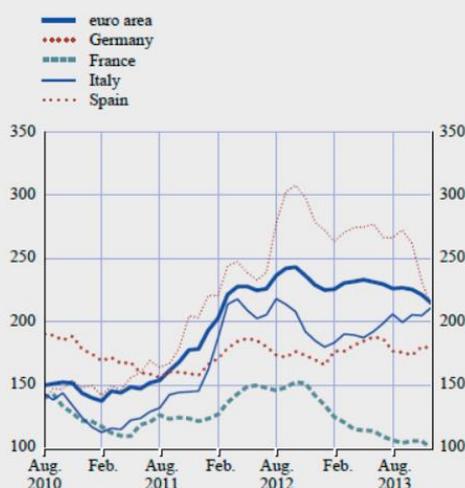


Grafico 2.8 (a)

Fonte: Paries, M., Moccerro, D.,  
Krylova, E. and Marchini, C., 2014

Grafico 2.8 (b)

Fonte: Paries, M., Moccerro, D.,  
Krylova, E. and Marchini, C., 2014

Da una parte Francia e Germania, con un andamento in linea con quello dell'area dell'euro, in numerosi tratti con uno spread inferiore, se si osserva l'andamento dei due paesi nel *grafico 2.9 (b)*, dall'altra la Spagna, con spread che raggiungono anche il 250% annuale, come nel *grafico 2.9 (a)*.

Le PMI, con netta prevalenza di microimprese, costituiscono la struttura imprenditoriale privilegiata dalle imprese all'interno dell'Unione Europea e sono una risorsa prioritaria in termini di occupazione e innovazione. Osservando il *grafico 2.9*, è evidente quanto sia significativo il ruolo delle PMI nel mercato europeo, con circa il 70% dell'occupazione e l'80% del valore aggiunto in Italia e Portogallo, maggiore rispetto alla media europea (65% dell'occupazione e 55% del valore aggiunto). Questo dato non deve sorprendere, in quanto moltissime imprese in Italia e Portogallo, ma anche in Spagna, sono strutturate intorno ad un nucleo familiare che coinvolge un numero molto limitato di dipendenti. Ciò ha ampliato la divergenza tra gli Stati, dal momento che le PMI hanno subito una situazione ancora più complessa e che ricoprono un ruolo così importante in molti dei PIIGS.

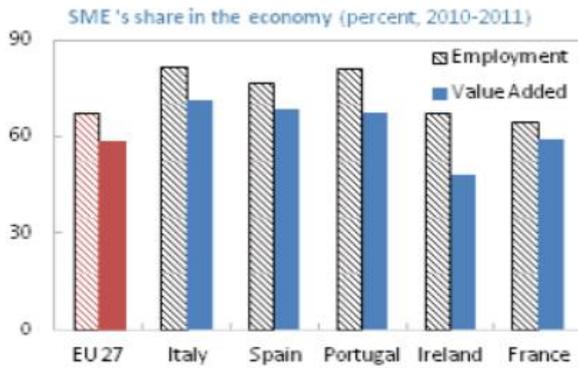


Grafico 2.9

Fonte: Al-Eyd, A., Pelin Berkmen, S., 2013

La crisi ha determinato un duplice effetto sulle PMI: uno strutturale, che ha leso inizialmente le imprese di minori dimensioni e più esposte a shock esogeni, e uno nazionale, con la crisi che avuto un impatto diverso nei vari paesi.

In risposta alle conseguenze della crisi sulle PMI, la BCE ha provato a sanare e a favorire la ripresa delle PMI attraverso l'introduzione nel 2008 dello *Small Business Act* (SBA), un quadro operativo che ha l'obiettivo di concedere una seconda opportunità agli imprenditori che abbiano subito una crisi d'insolvenza e agevolare l'accesso al credito delle PMI, adeguando l'intervento pubblico alle esigenze di tali imprese. Nonostante abbia avuto un effetto positivo, tuttavia è difficile quantificare o misurare l'impatto avuto dal programma, dal momento che le PMI sono legate molto spesso da una rete o un gruppo di imprese o anche a un distretto industriale, una struttura produttiva molto comune in Italia, e l'effetto su una determinata impresa viene mitigato dalle altre.

## 2.4 Indicatori per misurare la frammentazione

Ciò che ha contraddistinto il periodo di frammentazione del sistema finanziario è stata la presenza e l'uso di numerosi strumenti e indicatori nel tentativo di determinare le cause e raccogliere informazioni utili alla risoluzione della frammentazione stessa. Numerosi sono i fattori che vengono tenuti in considerazione da questi indicatori tra cui le aspettative riguardo la politica monetaria, i premi sul rischio e la struttura dei tassi.

Strumenti significativi sono stati e sono ancora oggi l'Euribor, acronimo di *Euro Interbank Official Rate*, l'OIS, acronimo di *Overnight Indexed Swap*, e lo spread Euribor-OIS.

L'Euribor è il parametro di riferimento che individua il tasso medio delle transazioni finanziarie tra le grandi banche e istituzioni creditizie europee, che include tra i 25 e i 40 istituti bancari, le cosiddette banche di riferimento. Essendo quasi un termometro della situazione finanziaria dell'Eurosistema, l'Euribor è aumentato

drasticamente tra il 2007 e il 2011, salvo poi tornare ai livelli precrisi grazie all'introduzione delle politiche non convenzionali. Tuttavia, l'Euribor è influenzato dagli interventi della BCE, rendendo meno affidabile la misurazione in quanto mitigata dall'impatto delle politiche monetarie della banca centrale.

L'OIS, invece, riguarda l'accordo tra due parti che si assumono l'obbligo di scambiarsi per un periodo predeterminato una serie di pagamenti quotidiani al tasso Eonia (*Euro OverNight Index Average*), che rappresenta la media di tutte le operazioni *overnight* portate a termine sul mercato interbancario e non garantite, in remunerazione di un tasso fisso (OIS). Tale tasso esprime il "livello medio atteso" del tasso *overnight* nell'orizzonte temporale dello swap.

Infine, lo spread tra Euribor e OIS determina il premio sul rischio di un credito interbancario. Tale spread è un indicatore idoneo a valutare il grado di fiducia esistente sul mercato. Nell'agosto del 2007, come mostrato dal grafico 2.10, lo spread tra Euribor ed OIS aumentò in maniera illogica: fu il segnale dell'inizio della crisi del mercato interbancario che portò lo spread tra Euribor 3 mesi ed OIS 3 mesi ad un picco dell'1,85% con un incremento nel 2009 di circa 200 *basis points* rispetto ai primi mesi del 2007, mentre in condizioni di normalità tale spread si aggira su pochi centesimi. Da quei livelli raggiunti nel quarto trimestre del 2008 simultaneamente con la crisi di Lehman Brothers si è arrivati ai 20 centesimi di oggi; siamo quindi poco distanti dalla normalizzazione sul fronte interbancario.

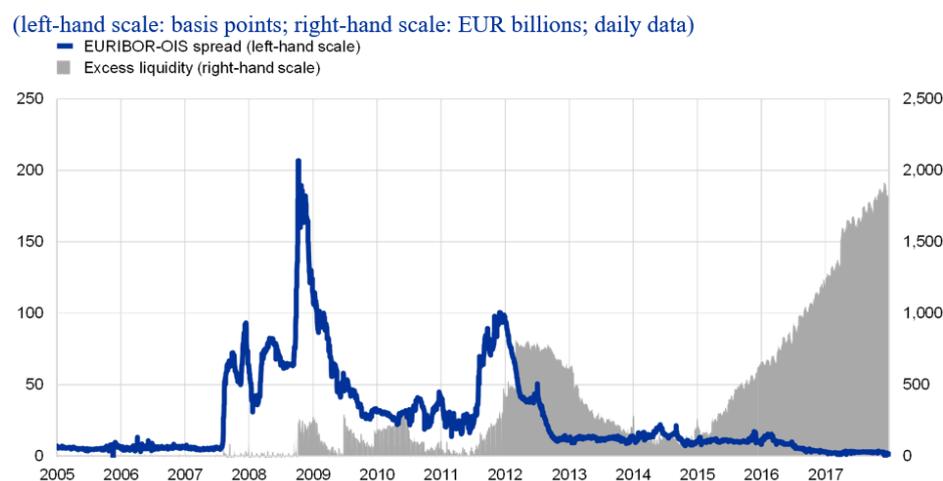


Grafico 2.10

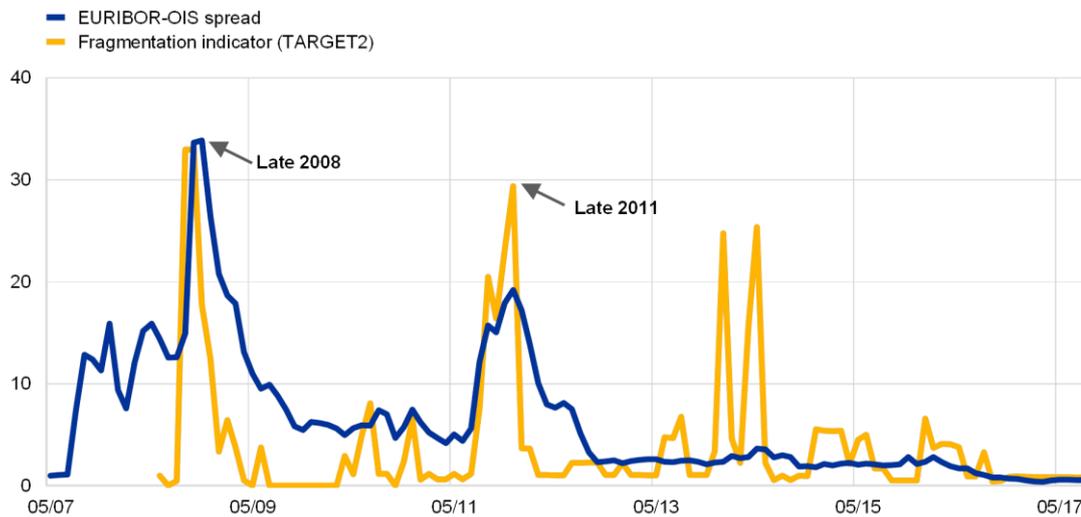
Eisenschmidt, J., Kedan, D., Tietz, R., 2018

Tutti questi strumenti, come detto, non sono totalmente affidabili in quanto sono influenzati da altri fattori come l'impatto dell'intervento della BCE o delle politiche non convenzionali. Allo stesso modo i volumi di attività interbancaria transnazionale, un altro utile strumento di misurazione della frammentazione, è influenzato dal volume di liquidità in eccesso, le cui variazioni possono influenzare la domanda e l'offerta di riserve della banca centrale (Eisenschmidt, J., Kedan, D., Tietz, R., 2018). Per esempio, tra il 2013 e il 2014 un eccesso di liquidità ha determinato un decremento dell'attività interbancaria, che è stata interpretata come

conseguenza di una nuova frammentazione finanziaria. Tuttavia, la frammentazione non era dovuta a stress subiti dal sistema bancario, ma al rapporto inverso che esiste tra attività interbancaria e livello di liquidità.

Per tali ragioni è opportuno prendere in considerazione uno strumento in grado di comprendere anche il livello di liquidità in eccesso e di supporto della banca centrale, includendo nella misurazione un numero di transazioni più elevato. Infatti, l'elevato livello di liquidità in eccesso ha portato il *deposit rate* a sostituire l'*MRO rate* nel ruolo di “ancora” per i tassi d'interesse dell'Eurosistema, causando una distorsione del tradizionale corridoio dei tassi e una riduzione del volume di scambio sul mercato interbancario. Uno strumento che si è rivelato molto affidabile è quello che si basa sui dati del Target2, ovvero un metodo di pagamento che permette il trasferimento del denaro tra le banche dell'Eurozona in tempo reale. Il Target2 è di proprietà dell'Eurosistema, che si occupa anche della gestione al fine di assicurare un funzionamento sicuro e efficace dei sistemi di pagamento. Pertanto, è di fondamentale importanza il suo ruolo giacché permette il libero flusso di capitale all'interno dell'Eurozona e supporta l'attuazione della politica monetaria della BCE.

Dal *grafico 2.11* emerge un confronto tra tale indicatore e lo spread Euribor-OIS. Come si può notare entrambi gli indicatori presentano un picco verso la fine del 2008, in corrispondenza del collasso della banca statunitense Lehman Brothers. Tuttavia, nell'Euribor-OIS l'acuirsi dello spread inizia già dal maggio 2007, mentre nel caso dei dati raccolti dal Target2 la frammentazione ha inizio nel giugno 2008 (Eisenschmidt, J., Kedan, D., Tietz, R., 2018). Inoltre, tale indicatore descrive un grande incremento nel 2011, causato dalla crisi dei debiti sovrani, quasi della stessa intensità di quello del 2008, in contrasto con l'Euribor-OIS. L'aumento dello spread descritto dal Target2 nel 2014 e non riportato dall'Euribor-OIS è dovuto al *comprehensive assessment*, ovvero l'indagine eseguita dalla BCE sui bilanci delle principali 131 banche europee costituita dagli *stress test*, prove di tenuta dei bilanci delle banche sulla base di scenari estremi e critici, e dall'*asset quality review*, ovvero la revisione della qualità degli attivi, che confluiscono nel *join-up*, l'aggregazione degli esiti degli altri due test. Ciò ulteriormente dimostra come tale indicatore, fondandosi su dati più dettagliati quali sono quelli del Target2, riesce a esser più preciso nell'identificare i periodi di aggiustamento e subisce in misura minore gli effetti del supporto della banca centrale. Infine, entrambi si riducono drasticamente fino a livelli bassi di frammentazione nel 2017, mostrando una concordanza di misurazioni dei due indicatori.



*Grafico 2.11*

*Eisenschmidt, J., Kedan, D., Tietz, R., 2018*

In conclusione, nonostante questi indicatori siano tradizionalmente usati per misurare il corretto funzionamento del sistema interbancario e del meccanismo di trasmissione, è stato necessario integrare tali strumenti con dati, come quelli derivanti dal Target2, di più ampia portata e neutri alle politiche di supporto della BCE e alle variazioni dei livelli di liquidità.

## Capitolo 3: Gli effetti della frammentazione tra Europa e Italia

### 3.1 L'accesso al credito di famiglie e imprese

La frammentazione del mercato finanziario influenzò fortemente le condizioni del credito rivolto a famiglie e imprese, pur tenendo in considerazione le peculiarità del sistema creditizio dei vari paesi dell'Eurozona. L'esistenza di diverse tipologie di banche a cui corrispondono differenti portafogli di asset e struttura di raccolta di capitali determinò una scissione delle banche in due categorie: quelle che causarono la crisi e quelle che la subirono. Non è casuale, infatti, che gli aiuti degli Stati furono concentrati prevalentemente nelle banche che adottavano un modello non tradizionale e con un alto profilo di rischio di liquidità. Di conseguenza, la diversa struttura del sistema bancario dell'Eurozona prospettò un accesso diverso per famiglie e imprese: nell'orizzonte temporale che va dal 2000 al 2015 negli Stati del Centro-Nord Europa le banche commerciali favorirono i finanziamenti alle grandi imprese (circa il 32% dei prestiti concessi), mentre nei Paesi del Sud Europa le banche considerarono maggiormente la linea di credito legata alle famiglie e alle PMI, con una divisione sostanzialmente equa dei prestiti tra grandi imprese (27%) e PMI (20%). Se, invece, si osservano i dati relativi alle banche d'investimento, notiamo che esse finanziarono le famiglie per il 41%, ma del restante 59% solo il 10% fu rivolto alle PMI (Lucido, N., Renne, F., 2017). Inoltre, la dimensione della banca influenzò il suo comportamento verso la domanda di credito. Le grandi banche concessero finanziamenti prevalentemente alle grandi imprese, in contrasto con le medie, che finanziarono maggiormente le famiglie, e con le piccole, che favorirono i prestiti alle PMI.

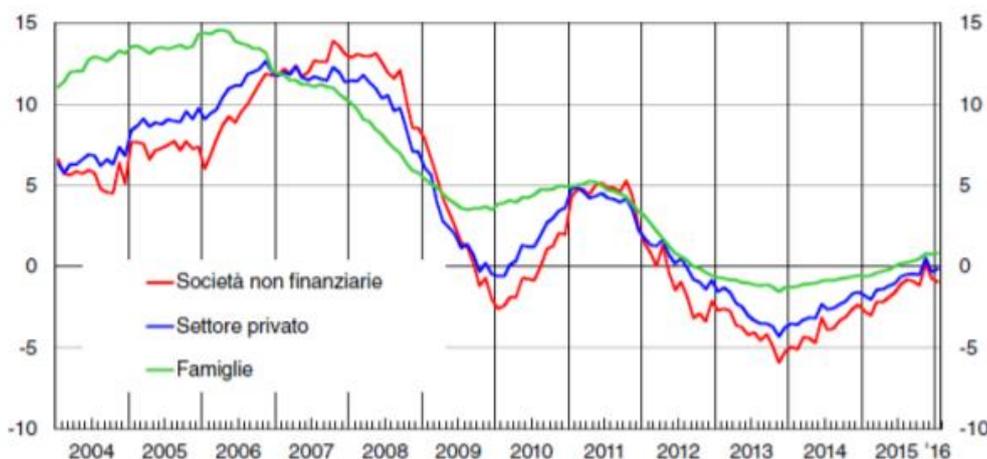


Grafico 3.1

Fonte: Banca d'Italia, 2015

Dal grafico 3.1 si nota il grande crollo dei prestiti nel 2008-2009 e nel 2011, dovuto alla crisi dei debiti sovrani. Il picco negativo del -5% fu toccato tra il 2013 e il 2014, per poi risalire a un livello di equilibrio (pari a 0), in

cui non si evidenziano fasi di crescita o di decrescita, nel 2015. Tuttavia, sebbene sia possibile sintetizzare le variazioni dell'accesso al credito per famiglie e imprese durante la crisi, l'impatto della stretta creditizia fu di natura e intensità diverse tra i vari Paesi dell'Eurozona.

Considerando l'eterogeneità degli effetti che interessarono i diversi territori, si ritiene opportuno analizzare il quadro europeo e il quadro italiano, per avere non solo una visione globale, ma anche un'analisi dettagliata del quadro nazionale e delle misure che rispettivamente la BCE e il Governo italiano hanno adottato per minimizzare l'impatto negativo della frammentazione finanziaria.

L'accesso al credito delle imprese fu contraddistinto in Europa da un irrigidimento del sistema bancario e da un peggioramento dei bilanci delle imprese, sempre più appesantite dai debiti. Ciò determinò una maggiore onerosità dei finanziamenti e un deterioramento delle condizioni finanziarie aziendali. Il principale fattore di tensione che interessò gli equilibri finanziari delle imprese durante la crisi derivò dalla considerevole contrazione dei flussi di reddito nel 2009 e dal loro mancato risanamento in una fase successiva, con un decremento del fatturato di un valore prossimo all'11%. Di conseguenza, si danneggiò la capacità di autofinanziamento delle imprese, in particolare delle manifatturiere colpite dal calo della redditività.

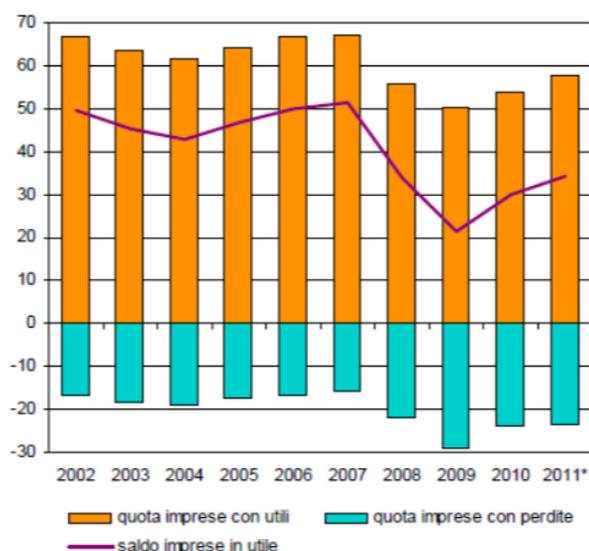


Grafico 3.2

Fonte: Irvind, 2017

Il grafico 3.2 mostra per ogni istogramma la suddivisione tra utili e perdite e la linea viola identifica il saldo delle imprese in utile. Pur considerando la leggera ripresa nel biennio 2010-2011, si evidenzia un forte calo rispetto ai livelli precrisi. Questa rappresentazione descrive il peggioramento progressivo dei bilanci aziendali che in numerosi casi portarono alla liquidazione.

Inoltre, le dilazioni di pagamento concesse ai clienti e le difficoltà crescenti di incasso dei crediti maturati con l'obiettivo di mantenere una stabilità del fatturato innescarono un ritardo delle imprese stesse nel pagamento

dei fornitori. Tale scenario mise in luce la presenza di una diffusa crisi di liquidità che si riversò sull'intera filiera produttiva.

In un primo momento, i fattori che stimolarono il ricorso al credito furono legati alle tensioni finanziarie derivanti dal calo dei flussi di reddito. In particolare, l'ingente domanda di prestiti a breve era riconducibile al fabbisogno di capitale circolante, dovuto al calo delle vendite e alle difficoltà di incasso dei pagamenti. Le condizioni di accesso divennero più restrittive per molte imprese ( il 43% ebbe un peggioramento), causato da una parte dall'aumento dei costi di finanziamento delle banche e dall'altra da un aumento del rischio dell'intermediario finanziario per la ridotta solvibilità dei prenditori di fondi. La contrazione del fatturato comportò la riduzione del fabbisogno finanziario delle imprese che diede luogo a un ridimensionamento dei prestiti bancari. Infatti, mentre nell'intervallo temporale tra il 2005 e il 2007 i finanziamenti bancari coprono il 70% del fabbisogno finanziario delle imprese, nel 2009 le erogazioni concesse risultarono inferiori al periodo precedente, tornando a un livello positivo nel biennio successivo. La ridotta disponibilità delle banche spinse molte imprese a fare ricorso ai mercati finanziari con l'emissione di prestiti obbligazionari.

In Italia il razionamento del credito attuato dalle banche danneggiò prevalentemente le imprese manifatturiere e quelle localizzate nel Mezzogiorno. Il deterioramento del credito bancario, ascrivibile prevalentemente alla crisi dei debiti sovrani, esercitò i suoi effetti sulle PMI, che costituiscono il segmento nevralgico dell'attività imprenditoriale italiana. Il credit crunch ampliò il divario storico tra le imprese del centro-nord e quelle meridionali, fortemente legate al canale bancario per l'accesso al credito. Se l'effetto razionamento fu sostanzialmente analogo per le due aree geografiche, viceversa si ampliò il divario nel costo del finanziamento. Nella politica di concessione dei finanziamenti, le banche per contenere la presenza di crediti deteriorati prestarono maggiore attenzione a erogare a imprese con bilancio in equilibrio. Di conseguenza, la probabilità di razionamento risultò più elevata per le imprese che avevano domandato credito per finanziare capitale circolante o per ristrutturare il proprio debito. Al contrario, le società caratterizzate da elevati valori dei tassi di crescita dei diversi drivers (fatturato, investimenti, propensione all'export) subirono in misura minore il razionamento.

A partire dall'ultimo trimestre del 2008 furono introdotte numerose misure per favorire l'accesso delle imprese al segmento creditizio, come moratorie e prestazioni di garanzie. La BCE attraverso alcune politiche non convenzionali (LTRO e QE) si pose l'obiettivo di immettere liquidità nel sistema, di ridurre i tassi d'interesse al fine di stimolare l'offerta di credito da parte delle banche e contribuire attraverso l'incremento dei finanziamenti a una ripresa delle imprese. Le moratorie, ovvero le sospensioni del pagamento del debito, insieme a diversi fondi nazionali e comunitari, ridussero i problemi di liquidità delle imprese, anche grazie ad alcune misure di supporto all'erogazione di finanziamenti. In Italia fu particolarmente rilevante l'"Avviso comune", introdotto nell'agosto del 2009 dall'Associazione Bancaria Italiana (ABI), che rappresentava una

misura congiunturale che prevedeva la sospensione per 12 mesi dal pagamento delle quote di un mutuo e l'estensione a 270 giorni delle scadenze dei crediti a breve termine. La distribuzione tra le classi di rischio non fu particolarmente uniforme, dal momento che i requisiti non erano stringenti a tal punto da limitare il campo di applicabilità della misura. Tuttavia, le imprese che si trovavano in una classe di rischio intermedia furono quelle che usufruirono maggiormente della moratoria. Inoltre, nello stesso anno furono completate le emissioni dei cosiddetti *Tremonti bond*, obbligazioni bancarie speciali sottoscritte dal Ministero dell'Economia e della Finanza che si ponevano l'obiettivo di: a) mantenere il credito alle PMI, b) anticipare alle imprese la liquidità necessaria, c) e favorire la capitalizzazione degli istituti di credito. Tra le misure strutturali nel maggio del 2009 fu introdotto il *Plafond PMI* (di circa 8 miliardi di euro), grazie a cui la Cassa Depositi e Prestiti utilizzò la riserva derivante dal risparmio postale per concedere alle banche finanziamenti finalizzati all'erogazione di prestiti a medio-lungo termine. Queste misure portarono a un decremento dei tassi d'interesse, a un miglioramento della qualità del credito sia per un incremento dell'ammontare concesso che per una distensione dell'arco temporale.

Per quanto concerne l'accesso al credito delle famiglie in Italia si verificò un decremento dei redditi disponibili in termini reali con un'intensità maggiore nel centro-nord rispetto al meridione che subì una più significativa riduzione dei consumi rispetto al resto del Paese, come mostrato dal *grafico 3.3*.

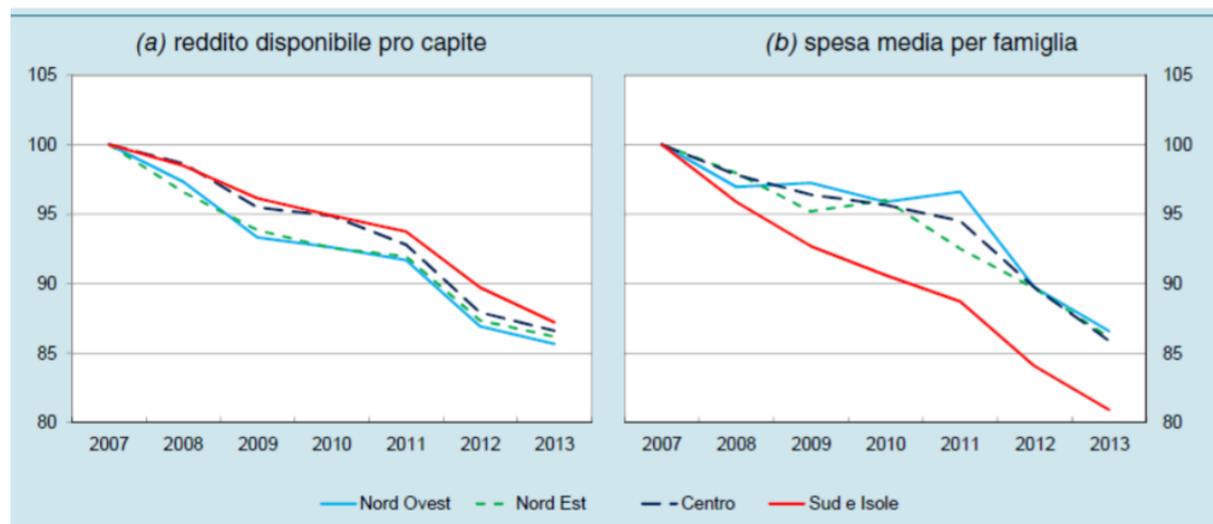


Grafico 3.3

Fonte: Banca d'Italia

Il calo dei flussi di reddito si riflesse in una minore capacità di risparmio delle imprese. Come evidenziato dal *grafico 3.4*, la propensione al risparmio passò dal 16% del reddito disponibile nel 2008 a un livello inferiore al 12% nel 2011. Questi dati evidenziano la quota delle famiglie che non era in grado di coprire i consumi con il loro reddito. Infatti, nel 2010 più di una famiglia su cinque non era autosufficiente e necessitava finanziamenti esterni.

Inoltre, questi fattori ostacolarono la crescita e lo sviluppo dei giovani, divenuti ancora più dipendenti dal nucleo familiare originario e meno propensi a intraprendere un percorso autonomo. Infatti, nel sistema di *welfare* italiano ricadrebbe sulle famiglie l'onere di ammortizzare gli eventi negativi legati all'economia del Paese.

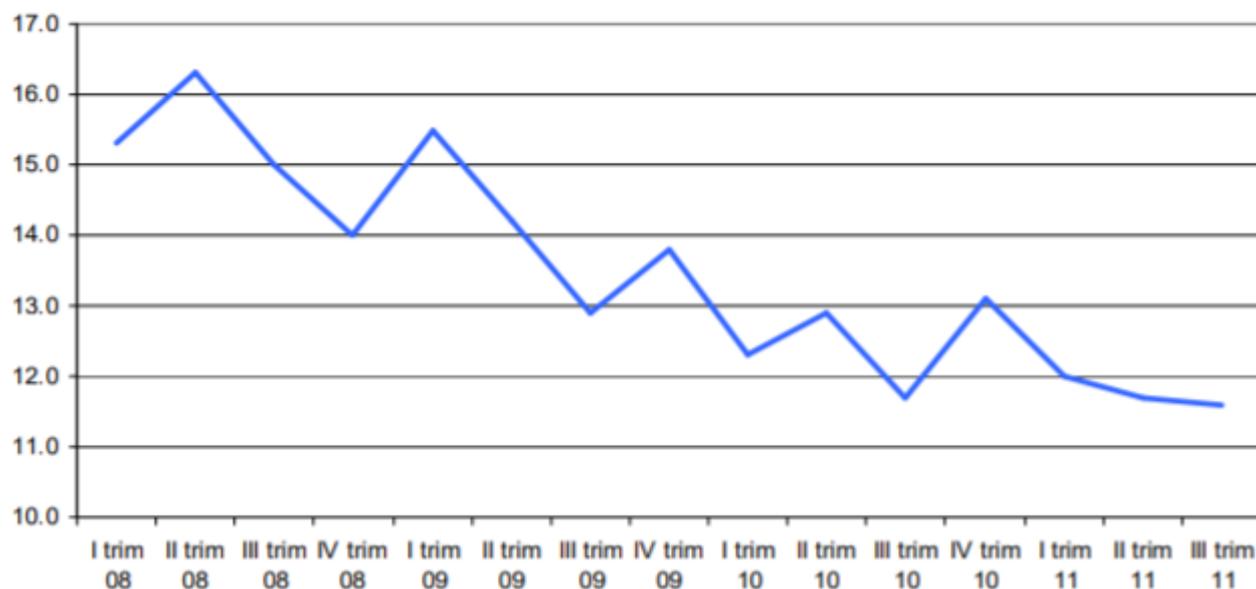


Grafico 3.4

Fonte: ISTAT, 2011

Il limitato accesso al sistema bancario si declinò in modo eterogeneo, ampliando il divario tra le due aree del Paese sia a livello economico, con una netta differenza di PIL pro capite, che a livello tecnologico, con la maggior parte delle imprese del Mezzogiorno legate al settore primario. La frammentazione del mercato finanziario danneggiò fortemente il sistema bancario e il credito al consumo, che prima della crisi era cresciuto soprattutto nel segmento immobiliare. L'aumento dei finanziamenti per l'acquisto di beni di consumo alimentò un'effimera illusione di benessere da parte dell'operatore famiglia attratto dalla facilità di ottenere liquidità e perdendo la consapevolezza di mantenere una relazione di equilibrio tra consumo e reddito. Il fabbisogno finanziario delle famiglie non fu accolto dal sistema bancario, generando una riduzione dei consumi, oltre che degli investimenti.

A differenza del reddito, la ricchezza in Italia è più concentrata e distribuita in modo meno omogeneo, acuendo in tal modo il divario sociale nell'ambito familiare. In un'ottica globale, in media le famiglie italiane risultarono ricche. Agli elevati indici di ricchezza contribuì un grado contenuto di indebitamento. Nel biennio 2008-10 la quota di famiglie indebitate diminuì dal 24% al 21%. Tale andamento fu determinato non solo da una minore domanda di prestiti, ma anche da una maggiore selettività nella concessione dei finanziamenti da parte degli intermediari finanziari, che innalzò il livello delle richieste di credito non accordate.

Nel 2009 l'ABI varò il "Piano famiglie", ovvero un progetto di natura congiunturale che prevedeva l'interruzione del pagamento del prestito bancario per almeno 12 mesi. La misura era rivolta alle famiglie con reddito inferiore a 40.000 euro e un mutuo sulla casa di residenza al di sotto di 150.000 euro e che avesse subito la sottrazione del lavoro o la riduzione dell'impiego lavorativo a tal punto da rendere la famiglia non autosufficiente. Tali requisiti resero il Piano famiglie molto limitato in merito all'impatto quantitativo rispetto all'Avviso comune, dal momento che poteva essere applicato alle famiglie in condizioni finanziarie pressoché disastrose. Infatti, il maggiore peso delle sospensioni di pagamento fu quello delle classi di rischio più rischiose. Il Governo italiano introdusse numerosi fondi per sostenere le famiglie, quali il Fondo accesso al mutuo per la prima casa, che garantì il 50% del debito residuo del mutuo fino a un ammontare di 75.000 euro, il Fondo nuovi nati e il Fondo garanzia studenti, garante del 70% dei prestiti fino a 25.000 euro rivolti agli studenti in regola con il percorso di studi prescelto.

Inoltre, la riduzione dei tassi d'interesse messa in atto dalla BCE rese più viva la competizione tra gli intermediari finanziari e creò condizioni più vantaggiose per i prestiti alle imprese e alle famiglie, dimostrando ancora quanto il tasso d'interesse fosse il fattore principale a determinare i flussi interbancari.

### *3.2 Il rischio di credito e il credit crunch: il caso italiano*

Il mercato finanziario italiano fu danneggiato prevalentemente dalla crisi dei debiti sovrani del 2011. Infatti, il deterioramento dei titoli del debito pubblico e l'aumento dei tassi d'interesse degli stessi rese scarse e più costose le fonti di finanziamento. Ciò sicuramente influenzò la capacità delle banche di offrire credito, dal momento che quelle italiane detenevano ingenti quantità dei titoli sovrani (circa il 32%). L'effetto di tale crisi è particolarmente evidente se si osserva la riduzione dei prestiti di circa 3 punti percentuali e l'innalzamento dei tassi d'interesse di circa 15 *basis points* nel 2011.

L'esercizio dell'attività di credito espone gli intermediari finanziari ad alcuni rischi, tra cui il rischio di insolvenza e di deterioramento della qualità del debitore. Questi rischi influenzano in modo rilevante le decisioni d'investimento delle banche. Pertanto, assume un ruolo centrale la diversificazione del rischio e la riduzione dell'incidenza della componente specifica del singolo investimento. Il rischio di credito si definisce come la probabilità che, in seguito a un evento aleatorio, una delle parti di un contratto non adempia agli obblighi finanziari e alle promesse fatte, generando una perdita per la controparte. Può essere espresso in termini quantitativi con la relazione:

$$EL = EAD * PD * LGD$$

dove:

EL (*Expected Loss*) rappresenta la perdita attesa,

EAD (*Exposure at Default*) descrive la parte di esposizione creditizia dell'intermediario finanziario non rimborsata dal debitore qualora ricada in stato di default,

PD (*Probability of Default*) misura la probabilità di insolvenza nell'orizzonte temporale di un anno e

LGD (*Loss Given Default*) indica il tasso di perdita in caso di insolvenza del debitore. In termini matematici corrisponde al complemento a 1 dell'RR (*Recovery Rate*).

Pur non essendo esplicitata nella relazione precedente, assume particolare importanza anche la *maturity*, che determina la durata residua dei pagamenti ponderata per i rispettivi importi.

Tanto più probabile è il rischio di insolvenza di un debitore, tanto maggiore sarà il tasso d'interesse che verrà applicato dalla banca al prestatore di fondi. Pertanto, è necessario sottoporre il cliente a *screening* e stimare la probabilità di default al fine di determinare il premio al rischio. La stima ha l'obiettivo di indicare la solvibilità del cliente, ovvero la capacità di rimborsare il capitale e gli interessi. Vi sono tendenzialmente due approcci alla misurazione del rischio di credito: gli approcci *model-based* e quelli tradizionali. Tra gli approcci *model-based* si possono distinguere i modelli strutturali e i modelli in forma ridotta. Nei primi il rischio è determinato attraverso l'analisi della struttura finanziaria e dell'attivo della società emittente, mentre i modelli in forma ridotta descrivono il rischio come evento esogeno e non determinato dall'impresa e, di conseguenza, non si conosce il momento in cui si potrebbe verificare l'insolvenza. La potenziale variazione del merito creditizio può essere descritta da due fattori: il rischio di insolvenza (*default risk*) e il rischio di deterioramento della qualità del debitore (*credit spread risk*). Il primo determina una perdita immediata del valore del credito, che può essere totale o parziale a seconda che sia presente o meno un *recovery rate*. Il rischio di recupero del credito è misurato dal *Loss Given Default* (LGD), che misura la percentuale di insolvenza non recuperabile ed è influenzato dalla natura contrattuale del credito. La seconda componente, invece, agisce in modo differente a seconda che questa sia o meno *market-to-market*. Nella prima circostanza il *downgrade*, ovvero il deterioramento del merito, determina una diminuzione istantanea registrata sotto forma di contrazione del valore della posizione, nel secondo caso, invece, il valore contabile della posizione rimane immutato e si tramuta in perdita solo nel momento in cui si verifica l'insolvenza. Il deterioramento della qualità del debitore può essere atteso o inatteso, ovvero inerente alla parte "non prezzata" del rischio. Dal momento che la perdita attesa è compresa negli accantonamenti prudenziali e nel calcolo dei tassi d'interesse applicati dalla banca, si configura come un elemento fisiologico, mentre la perdita inattesa determina il vero rischio di un'esposizione creditizia e, pertanto, deve essere diversificata. Questa componente ipotetica e potenziale può essere stimata attraverso modelli analitico-soggettivi o di credit-scoring, che differiscono principalmente per i vantaggi in termini di costi e tempi di elaborazione associati al secondo modello, pur essendo caratterizzato da risposte

meno analitiche e precise. I modelli analitico-soggettivi generano un giudizio dicotomico che comporta elementi di soggettività, mentre i modelli di credit-scoring elaborano un punteggio (*credit score*) attraverso l'analisi di alcuni fattori e indici, tra cui il *gross debt service* (GDS) e il *total debt service* (TDS). Il punteggio permette di segmentare la clientela e determinare la categoria di rischio del cliente. In caso di giudizio favorevole o punteggio ritenuto soddisfacente dalla banca, è necessario analizzare le garanzie reali del prestatore di fondi da usare in caso di default, verificando che il bene oggetto di garanzia non sia vincolato da ipoteca e che il cliente goda del diritto di proprietà sul bene. Un'evoluzione del modello di credit-scoring riguarda la sua applicazione alle grandi imprese grazie al modello di Altman (1968), che genera un *Z score*, un'istantanea di natura statica del livello di rischio dell'impresa. Maggiore è lo score, minore è la categoria di rischio. Infatti, a uno  $Z < 1,81$  è associato un rischio alto, mentre per valori superiori a 2,99 il rischio è basso. L'intervallo tra questi due valori determina un grado di rischio intermedio. Tuttavia, è un modello statico e la frequenza di aggiornamento delle variabili è eccessivamente ampia. Una possibile alternativa viene rappresentata dal modello *Credit Monitor* di KMV, che descrive l'acquisizione di fondi come il conseguimento di un'opzione sul default da parte della società emittente che può essere esercitata se l'investimento della società non genera il *payoff* atteso. Tale modello viene utilizzato dalle istituzioni creditizie per misurare l'*Expected Default Frequency* (EDF), che determina la probabilità di insolvenza, ovvero che il valore dell'attivo diventi inferiore ai pagamenti del debito.

Da ciò si evince che il rischio di credito ha una natura asimmetrica, in quanto l'operatore finanziario può solo subire una variazione in diminuzione rispetto alle sue aspettative. L'ampliamento degli orizzonti degli investitori grazie alla globalizzazione dei mercati finanziari rese importante la necessità di gestire il rischio paese, ovvero la possibilità che un evento in uno Stato straniero causasse una variazione negativa della capacità dei debitori di quel paese di ripagare i propri debiti contratti. Una definizione accurata del rischio paese è quella di Meldrum (2000), il quale scompone tale rischio in sei fattori: rischio sovrano, politico, economico, di trasferimento, di cambio, di posizione. La prima componente riguarda l'attitudine del debitore (sovrano) ad adempiere i propri impegni finanziari; il rischio politico si riferisce ai cambiamenti e conflitti istituzionali di natura non economica; il rischio economico include fattori quali il tasso di crescita e il livello di internazionalizzazione dell'economia; il rischio di trasferimento è generato da decisioni strategiche in merito alle limitazioni sul libero movimento di capitali; a tale rischio è legato il rischio di cambio e quello di posizione, che riguarda gli effetti di contaminazione che possono derivare da paesi limitrofi o simili dal punto di vista economico o politico.

Nonostante fossero state introdotte delle misure di vigilanza a partire dal 1988 con Basilea I fino all'attuale impianto di Basilea III al fine di rendere più regolamentato e stabile il mercato finanziario e il segmento bancario, la volatilità e la grande instabilità del mercato italiano e mondiale determinarono una crescente avversione al rischio degli intermediari finanziari. L'aumento del rischio di insolvenza provocò un

deterioramento del rating di numerosi titoli e un rialzo consistente dei tassi d'interesse, nonostante fossero stati introdotti nuovi metodi di copertura dal rischio in aggiunta a quelli tradizionali. Infatti, agli strumenti tradizionali del *credit transfer risk* (CTR), quali titoli obbligazionari e prodotti assicurativi, furono affiancati metodologie alternative tra cui le cartolarizzazioni e i derivati creditizi. Pur cercando di conseguire lo stesso obiettivo, ovvero il trasferimento del rischio di credito, non mancano le differenze tra questi strumenti. Con i derivati creditizi il venditore del rischio è investito di una sorta di beneficio di escussione, ossia ha il diritto di pretendere direttamente dall'acquirente del rischio il rimborso della perdita subita. In aggiunta a ciò, i derivati creditizi nascono per soddisfare esigenze di negoziabilità e opportunità speculative, a differenza degli strumenti tradizionali. Tuttavia, la proliferazione di questi strumenti, e in particolare della cartolarizzazione, una tecnica finanziaria che trasforma degli strumenti finanziari da non trasferibili e indivisi a trasferibili, consentì un trasferimento senza controllo dei rischi delle attività originarie, un fenomeno che portò a individuare queste misure come alcuni dei maggiori responsabili della crisi finanziaria stessa.

La maggiore resilienza acquisita dalle banche tramite questi strumenti fu compensata da una gestione non virtuosa della liquidità e da una marcata sfiducia nei confronti del segmento bancario, che rese le banche sempre più dipendenti dalla BCE e incapaci di promuovere la crescita economica.

Strumenti derivati, come i *credit default option* (CDO) e i *credit default swap* (CDS), e le cartolarizzazioni non solo resero possibile l'assunzione di maggiori rischi da parte degli operatori, ma la incentivarono, dal momento che consentirono di assumere il rischio di credito evitando il trasferimento del credito sottostante. Questa componente fu ricondotta al fenomeno del *moral hazard*. Infatti, gli operatori, dal momento che potevano trasferire il credito, investirono in attività estremamente rischiose che non avrebbero altrimenti portato a termine, trasferendo all'esterno il rischio di subire perdite. Le cartolarizzazioni non riuscirono a ridurre il rischio per il singolo operatore, ma anzi lo innalzarono e crearono distorsioni, proprio per l'insita tendenza dell'operatore a modificare la sua avversione al rischio nelle scelte di investimento. Gli investitori che fecero uso di questi strumenti furono esposti a nuovi rischi finanziari, tra cui il rischio operativo, che comporta l'alea di subire perdite derivanti dall'inadeguatezza o dalla disfunzione di procedure, risorse umane e sistemi, il rischio di controparte, associato all'eventuale fallimento del contraente, e quello di liquidità. Infine, la fitta rete di interconnessioni tra gli operatori generata da questi strumenti creò i canali di trasmissione e propagazione della crisi, dal momento che le banche furono portate a sottovalutare il merito di credito della clientela.

Le difficoltà che colpirono il sistema bancario europeo crearono le condizioni per il fenomeno del *credit crunch*, ovvero la riduzione delle erogazioni di credito da parte delle banche di eccessiva ampiezza in rapporto all'andamento del ciclo economico. Questo fenomeno può emergere dagli andamenti dell'economia o dalle politiche seguite dalle autorità monetarie. Nel primo caso le banche, preoccupate dalla solvibilità delle controparti, irrigidiscono le condizioni di accesso ai prestiti aumentando i tassi d'interesse o chiedendo

maggiori garanzie. Nel secondo caso, invece, la stretta creditizia è generata dalla banca centrale in quanto, grazie all'innalzamento dei *policy rates* o della riserva obbligatoria o anche attraverso i "massimali" sui crediti (la percentuale massima di cui una banca può aumentare i crediti rispetto all'anno precedente), induce le banche a ridurre i prestiti. Naturalmente l'offerta di credito subì una contrazione, ma risulta fisiologico in un periodo di recessione. Occorre, però, valutare l'estensione e la portata di questa stretta creditizia in Italia al fine di determinare se abbia avuto luogo il fenomeno del *credit crunch*. Risulta difficile comprendere se e in che misura la limitata erogazione di prestiti sia stata legata a variabili della domanda piuttosto che dell'offerta di credito, dal momento che numerosi fattori contribuirono alla crisi del segmento bancario.

L'analisi di alcune variabili, quali il tasso di crescita tendenziale degli impieghi al settore produttivo e l'indice della produzione industriale, sembrano contribuire alla tesi del *credit crunch*. Infatti, il primo subì un consistente decremento, passando dal 12,9% del 2007 all'1,5% del 2009, mentre il secondo presentò un'immensa variazione tendenziale, dal 3,2% del 2007 al -24,9% del 2009 (Di Giulio, D., 2009). Tuttavia, la stretta creditizia non si distribuì in modo omogeneo tra le imprese. Infatti, dal *grafico 3.5*, si può osservare come furono colpite maggiormente le PMI, mentre le imprese medio-grandi dalla fine del 2014 attraversano un periodo di crescita in termini di offerta di credito, raggiungendo la situazione precrisi nel dicembre del 2015 e perfino aumentando il volume di attività creditizia nei mesi successivi.

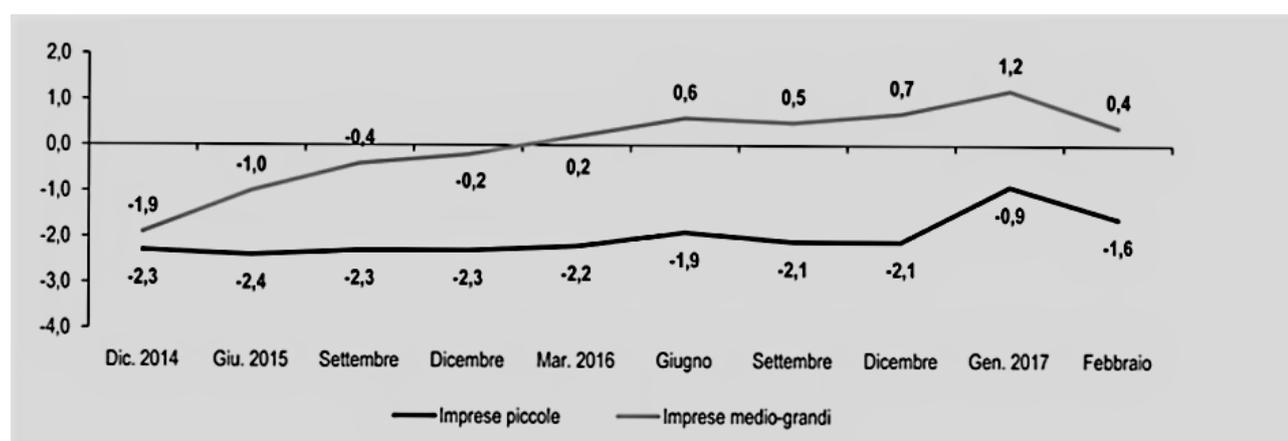


Grafico 3.5

Fonte: Ufficio Studi Confartigianato

Di Giulio (2010) costruì un modello econometrico a correzione d'errore (*Error Correction Model*, Ecm) in grado di determinare la domanda di credito durante la crisi finanziaria. Tuttavia, a una diminuzione della domanda non fu associato un decremento dell'offerta, ma persino un aumento. Dal *grafico 3.6* si nota da una parte uno *shift* verso sinistra della curva di domanda, dovuto al crollo dell'attività produttiva e dei progetti d'investimento, dall'altra uno *shift* positivo della curva di offerta. Da questi spostamenti si generò un extra-credito di circa 80 miliardi, identificabile come la differenza tra L2 e L1, mentre in caso di *credit crunch* avremmo osservato uno spostamento opposto della curva di offerta.

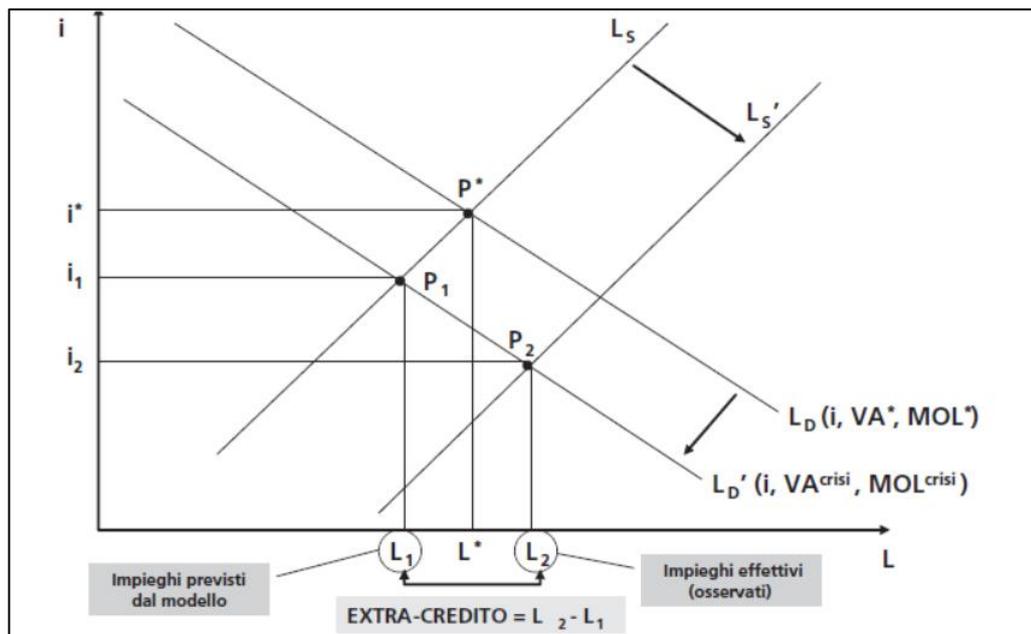


Grafico 3.6

Fonte: Di Giulio, D., 2009

L'Italia è caratterizzata in molti casi da relazioni di clientela di lunga durata tra banche e imprese, che si basano su richieste di credito cosiddette *relationship lending*. Gli effetti delle contrazioni del credito furono attenuati da queste relazioni, particolarmente efficaci nel ridurre i problemi di asimmetria informativa. Gli shock esogeni, come la bancarotta di Lehman Brothers del settembre 2008, furono mitigati da queste interazioni che permisero alle banche di raccogliere informazioni dettagliate sulle imprese di riferimento, una componente che portò alla minimizzazione dei problemi di avversione al rischio e sfiducia. Le imprese che godevano di queste relazioni mantennero condizioni di credito più favorevoli e tassi d'interesse più bassi, rispetto a quelli applicati dal sistema bancario.

In conclusione, nonostante la riduzione dell'offerta di prestiti, determinata prevalentemente dalla crescita del rischio di credito, acuito dall'avversione al rischio del sistema bancario, avesse causato dei contraccolpi all'economia reale, si ritiene che i fattori di domanda abbiano svolto un ruolo predominante nelle limitazioni del credito, riflettendo il calo del fabbisogno finanziario. Ciò giustifica il fatto che l'Italia non attraversò un periodo di *credit crunch* durante la crisi finanziaria.

## Conclusione:

L'obiettivo dell'elaborato è stato quello di descrivere e analizzare gli eventi decisivi che portarono alla frammentazione del mercato finanziario e al danneggiamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria, evidenziando gli effetti sull'economia reale e sugli operatori economici. Dopo aver offerto una panoramica sugli strumenti di politica monetaria a disposizione della BCE e illustrato i diversi canali di trasmissione, l'analisi ha ricercato le cause della frammentazione del mercato finanziario.

La crisi dei debiti sovrani del 2010-2011 ha rappresentato il primo passo cruciale in tale direzione, avendo generato un senso di sfiducia e una crescente avversione al rischio da parte degli investitori. Il gap economico e finanziario esistente tra i Paesi coinvolti in questa crisi, avviata dalla Grecia e poi riversatasi su Italia, Portogallo, Spagna e Irlanda, e quelli più stabili, cosiddetti *core countries*, ha reso evidente le differenze fra questi Paesi. Questo fenomeno ha contribuito a originare condizioni economiche dicotomiche all'interno dell'Eurozona: da una parte i paesi *periphery*, contraddistinti da un'elevata instabilità e da tassi d'interesse elevati, dall'altra i paesi *core*, caratterizzati da una consolidata stabilità e con tassi d'interessi bassi e prossimi a quelli della BCE. Infatti, un'analisi del livello degli investimenti ha mostrato l'esistenza del fenomeno del *flight to quality*, che si è manifestato nello spostamento di capitali da parte degli investitori dai Paesi periferici verso quelli *core*.

L'inefficacia della politica monetaria tradizionale attuata dalla banca centrale ha portato all'introduzione di alcune politiche non convenzionali da parte della BCE, tra cui le *Outright Monetary Transactions* (OMT), il *Quantitative Easing* (QE) e le *Long Term Refinancing Operations* (LTRO). Tuttavia, sebbene queste misure siano state in grado di ridurre i premi al rischio e i rendimenti dei titoli sovrani, il rischio bancario e i costi di finanziamento sono rimasti elevati, costringendo le banche a fare maggiore ricorso ai finanziamenti della BCE.

Le difficoltà degli Stati con elevato debito pubblico sono state acuite dalla crisi del segmento interbancario, dal momento che è stato necessario utilizzare i fondi pubblici per il salvataggio di alcune banche e istituzioni finanziarie. Il crescente rischio di credito, dovuto alla grande instabilità del mercato finanziario, ha innalzato i tassi d'interesse e deteriorato il rating di numerosi titoli. Il mercato interbancario è stato fortemente colpito dalla crisi dei debiti sovrani, dal momento che le banche detengono numerosi titoli del debito pubblico e, pertanto, il loro attivo è stato danneggiato e i costi di finanziamento aumentati. L'elaborato ha evidenziato la reazione delle banche a questa crisi, con una riduzione del volume di scambi di liquidità e un ridimensionamento dell'attività interbancaria, dovuto alla scarsa qualità degli asset. Inoltre, gli strumenti di copertura dal rischio, come i derivati creditizi, hanno intensificato il problema, avendo incentivato atteggiamenti spregiudicati e propensi all'assunzione di rischi e causato fenomeni di *moral hazard*.

L'attenzione è stata in seguito indirizzata verso le imprese e le famiglie, due dei principali operatori nel sistema economico, attraverso un'analisi delle conseguenze e delle misure introdotte sia a livello comunitario

nell'Eurozona che dal governo e dalle istituzioni italiane. Il crescente bisogno di liquidità delle imprese non è stato soddisfatto ed è stato accentuato dalle inasprite condizioni di offerta di credito dettate dal sistema bancario. Le PMI hanno subito un significativo decremento dei flussi di reddito e del livello della produzione e hanno sofferto il limitato accesso al credito in misura maggiore delle grandi imprese, dal momento che hanno minore possibilità di finanziarsi sul mercato azionario. Il peggioramento dei bilanci delle imprese non è stato attenuato dalle iniezioni di liquidità nel sistema interbancario introdotte dalla banca centrale e ha dato luogo a numerose cessazioni di attività d'impresa e liquidazioni.

L'elaborato ha mostrato in seguito come la frammentazione del mercato finanziario abbia ridimensionato il reddito disponibile delle famiglie e, di conseguenza, il livello dei consumi. Nell'analisi della situazione italiana il limitato accesso al credito, nonostante si fosse declinato in modo così eterogeneo all'interno del Paese da acuire il divario sociale ed economico esistente tra centro-nord e meridione, ha determinato una minore capacità di risparmio delle famiglie, che è passata dal 16% del reddito disponibile nel 2008 a un livello inferiore al 12% nel 2011.

Le criticità del mercato interbancario hanno determinato la necessità di analizzare in modo più dettagliato le condizioni di domanda e di offerta di credito al fine di verificare se abbia avuto luogo il fenomeno del *credit crunch*, ovvero la riduzione delle erogazioni di credito da parte delle banche di eccessiva ampiezza in rapporto all'andamento del ciclo economico. I risultati, tuttavia, hanno escluso questa possibilità per quanto riguarda le condizioni del credito in Italia, dal momento che è stata evidenziata la presenza di un extra-credito di circa 80 miliardi e, dunque, il limitato accesso al credito sembra essere attribuibile maggiormente al decremento della domanda di credito. La contrazione del fatturato e dei flussi di reddito ha determinato il calo del fabbisogno finanziario e dei prestiti bancari.

L'analisi condotta sul tema della frammentazione del mercato finanziario ha mostrato l'interdipendenza tra fattori appartenenti al segmento finanziario e all'economia reale. Ulteriore attenzione è stata posta sulle reazioni delle istituzioni governative, nazionali e comunitarie, e degli operatori economici, come famiglie, banche e imprese. Inoltre, l'analisi ha evidenziato prevalentemente i fattori che hanno esercitato un ruolo determinante nell'Eurozona, non indagando su altre aree e centri di diffusione della crisi finanziaria.

## Bibliografia:

- Al-Eyd, M. A., & Berkmen, P. (2013). *Fragmentation and monetary policy in the euro area* (No. 13-208). International Monetary Fund.
- Altunbas, Y., Gambacorta, L., & Marques-Ibanez, D. (2009). Securitisation and the bank lending channel. *European Economic Review*, 53(8), 996-1009.
- Banca, D. I. (2004). *ISVAP, Il trasferimento del rischio di credito tra il settore bancario e il settore assicurativo. L'esperienza italiana*. Working Paper, giugno.
- Banerjee, R., Gambacorta, L., & Sette, E. (2017). The real effects of relationship lending. *Banca d'Italia, Temi di Discussione (Working Paper) No, 1133*.
- Bartiloro, L., Carpinelli, L., Russo, P. F., & Pastorelli, S. (2012). L'accesso al credito in tempo di crisi: le misure di sostegno a imprese e famiglie. *Questioni di economia e finanza*, (111).
- Bernanke, B. S., Gertler, M., & Gilchrist, S. (1996). The flight to quality and the financial accelerator. *Review of Economics and Statistics*, 78(1), 1-15.
- Blattner, T. S., & Swarbrick, J. (2018). Monetary policy and cross-border interbank market fragmentation: lessons from the crisis.
- Borghi, E. (2013). L'impatto delle misure anti-crisi e la situazione sociale e occupazionale: Italia
- Brand, C., Ferrante, L., & Hubert, A. (2019). From cash-to securities-driven euro area repo markets: the role of financial stress and safe asset scarcity.
- Cifarelli, G., & Paladino, G. (2016). Time-varying mark-up and the ECB monetary policy transmission in a highly non-linear framework. *International Review of Economics & Finance*, 45, 247-262.
- Darracq Pariès, M., Moccero, D., Krylova, E., & Marchini, C. (2014). The retail bank interest rate pass-through: The case of the euro area during the financial and sovereign debt crisis. *ECB Occasional Paper*, (155).
- Di Giorgio, G. (2013). *Economia e politica monetaria* (pp. 3-539). CASA EDITRICE DOTT. ANTONIO MILANI-CEDAM.
- Di Giulio, D., (2010). I finanziamenti bancari durante la crisi: il tema del credit crunch (No. 3-2010). *Bancaria*.
- Fries, S., Mésonnier, J. S., Mouabbi, S., & Renne, J. P. (2018). National natural rates of interest and the single monetary policy in the Euro Area. *Journal of Applied Econometrics*, 33(6), 763-779.

- Gabrieli, S., & Labonne, C. (2018). Bad Sovereign or Bad Balance Sheets? Euro Interbank Market Fragmentation and Monetary Policy, 2011-2015. *Federal Reserve Bank of Boston (Working paper) No. 18-3*.
- Gambacorta, L., & Marques-Ibanez, D. (2011). The bank lending channel: lessons from the crisis. *Economic Policy*, 26(66), 135-182.
- Kishan, R. P., & Opiela, T. P. (2000). Bank size, bank capital, and the bank lending channel. *Journal of money, credit, and banking*, 32(1), 121.
- Lucido, N., Renne, F. (2017). *Le dinamiche del credito alle PMI e riflessioni operative*.
- Magri, S., & Pico, R. (2012). *L'indebitamento delle famiglie italiane dopo la crisi del 2008*. Banca d'Italia.
- Panetta, F., & Signoretti, F. M. (2010). Domanda e offerta di credito in Italia durante la crisi finanziaria. Banca d'Italia, *Questioni di economia e finanza*, (63).
- Stiglitz, J. E. (1984). *Recent developments in the theory of industrial organization: some macroeconomic implications. Price rigidities and market structure*. *The American Economic Review*, 74(2), 350-355
- Stiglitz, J. E., & Weiss, A. (1981). Credit rationing in markets with imperfect information. *The American economic review*, 71(3), 393-410.
- Tarantola, A. M. (2012). *Le famiglie italiane nella crisi*. Intervento del Vice Direttore Generale della Banca d'Italia al Convegno: “ La Famiglia: un pilastro per l’economia del Paese”, Genova, 4.

## **Sitografia:**

[www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it)

[www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com)

[www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)

[www.ecb.int](http://www.ecb.int)

[www.lavoce.info](http://www.lavoce.info)

[www.voxeu.org](http://www.voxeu.org)