

LUISS 

Dipartimento
di Economia e Finanza

Cattedra **Teoria e Politica Monetaria**

La dinamica del mercato creditizio nell'era dei tassi d'interesse negativi: il caso della Zona Euro

Prof. Giorgio Di Giorgio

RELATORE

Prof. Salvatore Nisticò

CORRELATORE

Matr. 677931

CANDIDATO

Indice

| | |
|--|--------|
| Introduzione | pp.4 |
| Capitolo 1: Dieci anni di crisi finanziaria | pp. 5 |
| • 1.1) Le grandi crisi finanziarie..... | pp. 6 |
| ○ 1.1.1) Le grandi crisi finanziarie..... | pp. 7 |
| ○ 1.1.2) La crisi al debito sovrano dell'Area Euro: crisi greca, cross border banking e altri canali di trasmissione dal settore pubblico al settore creditizio..... | pp. 10 |
| • 1.2) La risposta delle Autorità..... | pp. 13 |
| ○ 1.2.1) I nuovi modelli di regolamentazione e vigilanza..... | pp. 15 |
| ▪ Basilea III..... | pp. 15 |
| ▪ La nuova architettura in USA e UK..... | pp. 18 |
| ▪ 2009-2010 la nuova architettura europea: ESM e ESRB..... | pp. 25 |
| ▪ 2011-2014: dal Fiscal compact all'Unione Bancaria Europea..... | pp. 28 |
| ○ 1.2.2) Gli interventi della BCE: banche e clienti nella spirale dei tassi a zero.... | pp. 31 |
| Capitolo 2: La trasmissione della politica monetaria | pp. 38 |
| • 2.1) Politiche monetarie e canali di trasmissione..... | pp. 39 |
| ○ 2.1.1) Politiche monetarie convenzionali (2010-2013)..... | pp. 41 |
| ○ 2.1.2) Il deleveraging (2011-2013)..... | pp. 44 |
| ○ 2.1.3) Politiche monetarie convenzionali: l'impatto sul mercato creditizio..... | pp. 48 |
| • 2.2) Politiche monetarie non convenzionali..... | pp. 52 |
| ○ 2.2.1) Il meccanismo tramite cui opera il piano di acquisto di titoli per finalità di politica monetaria..... | pp. 54 |
| ○ 2.2.3) La trasmissione al sistema finanziario..... | pp. 58 |
| ○ 2.2.4) Misurare il canale di trasmissione..... | pp. 61 |
| ○ 2.2.5) Riscontri empirici..... | pp. 66 |
| ○ 2.2.6) I limiti del canale di trasmissione europeo..... | pp. 73 |
| • 2.3) Riflessioni di fine capitolo..... | pp. 77 |
| Capitolo 3: La dinamica del mercato creditizio a tassi d'interesse negativi | pp. 88 |
| • 3.1) Gli aggregati monetari nell'Eurosistema..... | pp. 89 |
| ○ 3.1.1) Ridefinire la correlazione tra masse monetarie e credito..... | pp. 92 |

| | |
|--|----------------|
| ○ 3.1.2) La caduta del moltiplicatore monetario: evidenza del malfunzionamento dei meccanismi di trasmissione..... | pp. 95 |
| ○ 3.1.3) La preferenza per la liquidità delle banche..... | pp. 100 |
| ● 3.2) Il declino di Deutsche Bank:un monito per l’Eurozona?..... | pp. 105 |
| ○ 3.2.1) 2010-2015: la fine delle ambizioni..... | pp. 106 |
| ○ 3.2.2) L’impatto della NIRP..... | pp. 108 |
| ● 3.3) Riflessioni di fine capitolo..... | pp. 110 |
| CONCLUSIONI..... | pp. 116 |
| SITOGRAFIA..... | pp. 119 |
| BIBLIOGRAFIA..... | pp. 120 |

Introduzione

Da ormai più di un decennio il mondo si trova in uno stato di crisi finanziaria. L'Eurozona soprattutto, si trova ancor oggi in uno stato di stagnazione, che affligge soprattutto la periferia dell'Unione.

Per contenere il dilagare della crisi dei debiti sovrani e impedire il default dei Titoli di Stato dei paesi periferici, la BCE ha aperto sin dal 2011 ha rifinanziato le banche del continente attraverso due tranche di Operazioni di Rifinanziamento Principali (ORP). Da allora in poi è stato sempre più massiccio il ricorso a politiche monetarie non convenzionali, con l'obiettivo di ripristinare il clima di fiducia nel sistema bancario del continente, stimolare il credito e la domanda aggregata.

Il perdurare di fenomeni recessivi, la sostanziale stagnazione del credito e l'incremento delle riserve delle banche giacenti presso la BCE, evidenzia tuttavia la presenza di malfunzionamenti nei meccanismi (canali) di trasmissione della politica monetaria al mercato.

Ripercorrendo innanzitutto le fasi che hanno condotto le banche centrali a ricorrere a politiche monetarie convenzionali, nel corso dell'elaborato misureremo l'efficacia dei canali di trasmissione mettendo in evidenza i limiti dei canali di trasmissione europei rispetto alle giurisdizioni anglosassoni, cercando in ultima analisi di comprendere le ragioni profonde alla base di tali malfunzionamenti. Per far ciò, ricorreremo sia a modelli teorici che ad evidenze empiriche, verificando in ultimo se il declino di uno dei più grandi istituti creditizi europei costituisca un effettivo monito di una più diffusa fragilità del sistema bancario del continente.

Capitolo 1

Dieci anni di crisi finanziaria.

- **1.1) Le grandi crisi finanziarie.**

La crisi finanziaria internazionale, iniziata nell'agosto 2007, è stata caratterizzata da una tale profondità e ampiezza da renderla una delle più gravi crisi della storia. Essa ha fatto venir meno la fiducia nella capacità dei meccanismi degli assetti di governo del sistema finanziario di prevenire e contrastare squilibri sistemici.

Nonostante i tentativi della *Federal Reserve* e del Dipartimento del Tesoro statunitense di contenerne l'impatto sistemico e limitarne gli effetti sull'economia reale, il 3 ottobre del 2008 il Congresso statunitense dovette approvare un massiccio piano di salvataggio delle istituzioni finanziarie per evitarne il collasso.

A metà del 2009, il sistema finanziario sembrava finalmente in via di normalizzazione. Tuttavia, l'annuncio del Governo Greco di un deficit di bilancio pari al 12,5%, diede il via alla crisi del debito sovrano dell'Eurozona. Nei due anni successivi la crisi greca contagò l'intero mercato dei capitali dell'area euro, mettendo a dura prova la tenuta dei conti pubblici di diversi paesi membri della UE.

La crisi del debito evidenziò il disallineamento tra le diverse autorità nazionali dell'Eurozona, ostacolando la cooperazione e lo scambio di informazioni tra le autorità di vigilanza in situazioni di crisi.

L'assenza di un sistema di vigilanza uniformato e coordinato, incapace quindi di contrastare efficacemente una crisi sistemica, è uno dei principali fattori che consentì alla crisi greca di contagiare prima l'intero mercato dei capitali europeo e, in un secondo momento, di trasmettersi al settore bancario.

- 1.1.1) *La grande crisi finanziaria.*

La crisi dei mutui *subprime* ha dato inizio ad un decennio caratterizzato da incertezza e fenomeni recessivi sui mercati finanziari di tutto il mondo. La bolla, esplosa nel 2007 nel mercato immobiliare statunitense, ha messo fine ad un periodo di grande crescita dei mercati e un diffuso benessere, trasformandosi presto da crisi del mercato immobiliare statunitense a crisi finanziaria globale.

Qui sotto è riportata una cronologia degli eventi principali che portarono al *crash* dei mercati nel settembre del 2008.

- Primi mesi del 2007: iniziano manifestarsi i primi segnali di una crescita dell'insolvenza dei mutui ipotecari;
- giugno – luglio 2007: le agenzie di rating procedono al *downgrading* dei prodotti finanziari (ABS/CDOs) sottostanti i mutui ipotecari;
- 03/07/2007: la Bear Stearns, la più piccola delle banche d'investimento statunitensi e tra le più esposte sul mercato dei mutui *subprime*, liquida due dei suoi hedge funds attivi nel mercato immobiliare. Pochi giorni dopo la Fed abbassa il tasso *fed funds* al 5,25%;
- 14/09/2007: la *Bank of England* è costretta a fornire liquidità alla Northern Rock, uno degli istituti europei più attivi sul mercato immobiliare, per garantirne la solvibilità a breve termine;
- 31/10/2007: la Fed procede ad un ulteriore taglio dei *fed funds rate* portandolo al 4,5%;
- 11/12/2007: i *Fed Funds Rate* scendono al 4,25%;
- 12/12/2007: la Fed annuncia l'apertura delle *Term Auction Facilities*, in cui si potrà accedere a provviste di liquidità a fronte di garanzie consistenti in attività di elevata qualità;
- 30/01/2008: la Fed annuncia un ulteriore taglio dei *fed funds*: toccando il livello del 3%;
- 17/02/2008: la Northern Rock viene posta sotto *temporary public ownership*;
- 13/03/2008: la Bear Sterns annuncia di non essere più in grado di garantire la solvibilità a breve termine. Il giorno successivo verrà acquisita dalla Jp Morgan per il corrispettivo di \$2 per azione. Il governo statunitense sarà garante per il portafoglio immobiliare;
- aprile 2008: i *Fed Funds* raggiungono un nuovo minimo prima al 2,5%, poi al 2%;
- aprile-luglio 2008: il tasso d'insolvenza nel mercato immobiliare continua a crescere, siamo intorno all'8%;
- 08/09/2008: le banche d'affari Freddie Mae e Fannie Mac, in seguito al crollo delle azioni, passano sotto controllo diretto della Fed;
- 12-14 settembre 2008: Geithner, presidente della Fed di New York, riunisce i CEOs delle maggiori banche di Wall Street per trovare una soluzione per la Lehman Brothers, la quarta banca

d'investimento statunitense, che aveva registrato perdite per \$30 mld nel suo portafoglio immobiliare e si trovava sull'orlo della bancarotta. Nessuno si assunse il rischio di investire nella Lehman senza garanzie da parte del governo;

- 15/09/2008: la Lehman dichiara la bancarotta;
- 16/09/2008: le azioni del colosso assicurativo AIG crollano del 90%, rendendo necessario un rifinanziamento da parte del tesoro statunitense di \$85 mld;
- 3/10/2008: il Congresso USA approva il piano di salvataggio dell'intero sistema finanziario richiesto dal segretario al tesoro Paulson e dall'allora governatore della Fed Bernanke. Il valore del piano sarà pari a \$700 mld, di cui 125mld saranno destinati al piano TARP: un'iniezione di liquidità nel settore bancario con lo scopo di scongelare il mercato del credito;
- Ottobre 2008: i *Fed Funds Rates* toccano un nuovo minimo storico 1%.

Un cenno particolare meritano gli ABS (*Asset Backed Securities*): si tratta di un *pool* di crediti, già precedentemente cartolarizzati, che costituiscono titoli che corrispondono un interesse, fisso o variabile, e il rimborso del capitale a scadenza, grazie ai flussi finanziari provenienti dal portafoglio dei prestiti oggetto della cartolarizzazione.

Se il *pool* di crediti sottostanti è costituito da mutui immobiliari concesso per l'acquisto o la costruzione di immobili, non destinati ad uso residenziale, si parla di CMBS (*Commercial Mortgage Backed Securities*); se invece il sottostante è rappresentato da mutui concessi per l'acquisto (costruzione) di immobili ad uso residenziale si parla di RMBS (*Residential Mortgage Backed Securities*).

Il forte ricorso alla cartolarizzazione da parte delle banche commerciali, portò ad un mutamento della struttura per scadenza del sistema bancario statunitense. Caratterizzato nel suo complesso da un forte peso delle attività a breve termine.

Quando tra aprile e luglio del 2008 i tassi d'insolvenza raggiunsero l'8%, e la liquidità iniziò a scarseggiare, le difficoltà nel rinnovare la raccolta a scadenza e la contestuale necessità di onorare le proprie obbligazioni, portò gli intermediari finanziari a vendere i titoli detenuti in portafoglio molto al di sotto del loro valore d'iscrizione a bilancio. Con conseguenti impatti negativi a conto economico e, conseguentemente, sul livello di solvibilità.

Al di là dell'innesco costituito dal collasso del mercato immobiliare statunitense, dal comportamento avventato da parte degli operatori e dalla modifica della struttura per scadenze degli intermediari finanziari, alcune delle cause più profonde della crisi dei *subprime* vanno ricercate in un insieme di squilibri che si sono venuti a creare nel corso degli anni.

A livello macroeconomico, hanno pesato: politiche monetarie eccessivamente espansive negli Stati Uniti (a partire dal 1982 i *Fed Funds Rate* sono stati costantemente rivisti al ribasso); difetto di

risparmio, a fronte di un eccessivo indebitamento, da parte delle famiglie statunitensi e difetto di domanda interna nei grandi paesi emergenti e conseguenti ampi squilibri nella bilancia dei pagamenti. Ma è soprattutto sul terreno della regolamentazione e della supervisione che si sono determinati gli squilibri decisivi. Gravi insufficienze, nell'una e nell'altra, concentrate negli USA e UK, hanno consentito: la diffusione di incentivi distorti nel modello "*originate to distribute*" dell'attività bancaria, soprattutto presso gli istituti di grandi dimensioni; il forte aumento della leva finanziaria sia a livello di sistema sia presso i singoli intermediari; l'eccessivo affidamento su modelli matematici di valutazione e gestione del rischio, che utilizzavano ampiamente informazioni sui prezzi delle attività relativi a fasi cicliche precedenti. Tutti questi fattori diedero, appunto, luogo ad una trasformazione della struttura per scadenze degli istituti creditizi e a fenomeni di *risk mispricing* da parte degli operatori.

In questi paesi sono state inoltre tollerate forti carenze nei sistemi di gestione dei rischi interni e pratiche di concessione del credito avventate, incentivate anche da politiche di remunerazione distorte che hanno condizionato i comportamenti del top management delle grandi banche.

Inoltre, ampie aree del sistema finanziario erano del tutto prive di regolamentazione. Contribuendo all'amplificazione del rischio sistemico. Tra le aree non regolamentate vi sono i prodotti strutturati (ABS) dei quali le agenzie di rating ne sottovalutarono la rischiosità; gli investitori, d'altra parte, non svolsero delle corrette procedure di *due diligence*.

- 1.1.2) *La crisi al debito sovrano dell'Area Euro: crisi greca, cross border banking e altri canali di trasmissione dal settore pubblico al settore creditizio.*

Nel 2009, quando negli USA il mercato finanziario sembrava ormai avviato verso un processo di normalizzazione, il governo greco annunciò un deficit di bilancio del 12,9% rispetto al PIL: più di quattro volte superiore al limite massimo del 3% imposto dall'UE.

Le agenzie di rating (Moody's, Standard and Poors e Fitch Ratings) hanno tagliato il rating sul debito Greco, C+ in scala alfa numerica (*speculative grade*), allarmando i creditori e spaventando i potenziali investitori e aumentando esponenzialmente il costo dei futuri prestiti. Il tutto ha reso sempre più difficile che la Grecia potesse reperire i fondi necessari a rimborsare i suoi titoli di Stato.

Nel 2010, in seguito alle dimissioni del governo e alla formazione di uno nuovo, la Grecia ha varato un pesante pacchetto di austerità con l'obiettivo di riportare entro 2 anni il suo deficit entro i parametri comunitari del 3%. Quattro mesi dopo, il governo ellenico annuncerà che il paese sarebbe andato lo stesso in default se non fossero intervenute le istituzioni europee e il Fondo Monetario Internazionale. La BCE e l'FMI sono intervenuti con un prestito di €240 miliardi in cambio di un ulteriore rafforzamento delle misure di austerità. Nonostante la cifra *monstre*, i fondi del pacchetto di emergenza sono bastati solamente per pagare gli interessi sul debito greco e mantenere capitalizzate le banche elleniche.

Le misure di austerità hanno rallentato ulteriormente l'economia greca, riducendo le entrate fiscali necessarie a pagare gli interessi sul debito e dimostrandosi controproducenti al fine di garantire una crescita stabile.

Nel 2011 l'EFSF, *European Financial Stability Facility*, un altro istituto per i prestiti finanziari per i paesi UE, ha aggiunto altri €190 miliardi al piano di salvataggio. Nel 2012 il rapporto debito/PIL greco raggiunse il 175% finché, nella seconda metà dell'anno i creditori accettarono una svalutazione, in pratica un taglio, del 75% sul valore del debito.

Nel dicembre del 2017, l'Eurogruppo ha confermato l'ultima tranche del piano di aiuti alla Grecia. Con il ritorno all'accesso ai mercati dei capitali, la fine del tunnel sembra ormai vicina.

Tuttavia, occorre ancora rispondere a due domande: di chi sono state le colpe della crisi greca? Come ha fatto la crisi ellenica a contagiare in brevissimo tempo l'intero mercato dei capitali dell'Area Euro? La prima domanda ha una risposta ben precisa: il principale colpevole della crisi greca è la stessa UE. La crisi, esplosa nel 2009, in realtà ha origine nel 2001 quando la Grecia adottò per la prima volta la moneta unica. La Grecia era un membro dell'Unione Europea sin dal 1981, ma non avrebbe potuto entrare nell'euro poiché il suo deficit di bilancio era troppo elevato rispetto ai vincoli imposti dal trattato di Maastricht.

Nei primi anni dall'introduzione moneta unica sembrava andare tutto per il meglio. La Grecia, come gran parte dei paesi dell'Area Euro, ha beneficiato del potere della moneta unica che permetteva tassi d'interesse più bassi e un maggiore afflusso di capitali d'investimento e prestiti. Nel 2004 però, la Grecia annunciò di aver mentito sul reale stato di salute dei suoi conti per aggirare i vincoli di Maastricht ed entrare così nella moneta unica. La UE, tuttavia, non prese provvedimenti. Perché allora questo comportamento? Perché rischiare il default di un paese membro dell'Eurozona, con conseguenze ben più gravi per tutti, solo cinque anni più tardi?

Le risposte a questi interrogativi evidenziano le responsabilità degli organi di vertice comunitari e di alcuni Stati.

- 1) In quegli anni anche Francia e Germania stavano spendendo oltre i limiti consentiti. Sarebbe stato ipocrita sanzionare la Grecia.
- 2) Anche in caso di sanzioni c'era molta incertezza sull'entità di esse. Si sarebbe anche potuto espellere la Grecia ma, l'effetto di una decisione del genere, avrebbe avuto effetti negativi sul consolidamento della moneta unica.
- 3) Il consolidamento e il rafforzamento della moneta unica: in quel periodo l'UE era impegnata a rafforzare l'euro sui mercati valutari. Un euro forte avrebbe potuto convincere altri paesi, già parte dell'UE ma non dell'Eurozona, come Danimarca, Svezia e, soprattutto, Regno Unito ad adottare l'euro. Un'espulsione della Grecia avrebbe stroncato il progetto della moneta unica sul nascere.

Per rispondere alla seconda domanda, bisogna fare un passo indietro: nel 1987 entrò in vigore l'Atto Unico Europeo, primo passo verso la rimozione delle barriere commerciali, la libertà di stanziamento e la libera prestazione di servizi finanziari in tutti gli Stati membri dell'UE. Due anni più tardi, nel 1989, la direttiva n. 646/89 riconobbe ai prestatori di servizi e attività finanziarie il diritto al mutuo riconoscimento e all'*home country control*. Si tratta della pietra miliare del diritto comunitario in materia finanziaria che, nel corso degli anni, consentirà di accelerare sul piano dell'integrazione finanziaria tra i paesi UE fino all'unione monetaria del 2001.

Nel 2008, poco prima dell'esplosione della crisi finanziaria internazionale, l'integrazione finanziaria tra i Paesi dell'Area Euro raggiunse il picco massimo incrementando notevolmente l'esposizione *cross – border* tra i diversi istituti creditizi con sede nei paesi appartenenti all'Area Euro, incluso il settore pubblico.

L'aggravarsi della crisi greca spinse le banche dei diversi Paesi, seppur in circostanze differenti, a rivedere la propria esposizione in favore degli Stati UE le cui finanze pubbliche erano ritenute più solide nel tentativo di mantenere inalterata la qualità del loro attivo di bilancio.

Le banche francesi e tedesche si sono mosse nella stessa direzione: incrementando le loro esposizioni *vis – a – vis* sul reciproco settore pubblico. D'altra parte, le stesse le banche tedesche e francesi, tra giugno 2011 e luglio 2011, hanno ridotto le loro esposizioni rispettivamente del 14% (pari a €4,6 MLD) e del 42% (pari a €31,3 MLD) nei confronti del settore pubblico italiano e del 13% (pari a €2,7 MLD) e del 44% (pari a €9,5 MLD) verso il settore pubblico spagnolo.

Le banche italiane, e in misura minore quelle spagnole, al contrario, hanno si incrementato l'esposizione nei confronti del settore pubblico degli Stati "più solidi", riducendo però quella verso i Paesi non UE.

Paesi come Italia e Spagna hanno assistito ad un grosso deflusso di capitali dai rispettivi settori pubblici, iniziando ad incontrare difficoltà a rifinanziare il proprio debito. Nell'estate 2011 iniziò una progressiva crescita degli *spreads*, anche oltre i 500 *basis point*, tra i titoli di stato italiani e spagnoli (oltre a quelli portoghesi e irlandesi) e il *benchmark* costituito dai *Bund* tedeschi, sintomo che gli investitori percepivano un rischio paese maggiore: la crisi, dalla Grecia, si era ormai estesa a tutto il debito sovrano dell'Eurozona.

L'aggravarsi delle tensioni sul debito sovrano a partire dalla metà del 2011, lungi dal rimanere circoscritte al settore pubblico, nonostante gli istituti creditizi si siano affrettati a rivedere le loro esposizioni, hanno condotto ad un peggioramento della capacità di raccolta da parte delle banche; con difficoltà di accesso ai mercati all'ingrosso e maggiori costi di provvista. In linea generale, è possibile individuare vari canali di trasmissione mediante i quali la crisi del debito sovrano ha impattato sull'attività bancaria tra i quali:

- 1) l'impatto della caduta dei prezzi dei titoli di stato sui bilanci delle banche (il quale dipende dal portafoglio in cui gli stessi sono iscritti);
- 2) i titoli di stato sono utilizzati dalle banche come principale garanzia per le operazioni di raccolta presso la BCE e nei pronti contro termine passivi nel mercato interbancario;
- 3) esistenza di un legame implicito tra i rating degli emittenti pubblici (gli stati) e privati: un declassamento dei titoli di stato è, infatti, generalmente seguito dall'abbassamento del merito creditizio degli emittenti nazionali. Il rating sovrano costituisce in pratica un "tetto" per le valutazioni delle agenzie ai debitori privati.

La reazione delle autorità di vigilanza dei vari stati fu scomposta e scoordinata, orientata verso una prospettiva prettamente nazionale. Nonostante il rafforzamento del quadro regolamentare, che aveva portato all'introduzione di una base legale per l'introduzione e il funzionamento dei collegi di supervisori, furono evidenti le ampie carenze nell'applicazione di principi comuni.

Il fronte per la gestione delle crisi necessitava quindi di miglioramenti: a giugno 2008 è entrato in vigore il *Memorandum* per la stabilità finanziaria *cross border*, che aveva introdotto principi comuni per la gestione delle crisi finanziarie sistemiche e prevedeva la creazione nuove strutture per il coordinamento tra le autorità di vigilanza, banche centrali e ministeri delle finanze. Tuttavia, l'esperienza mostra come queste misure non fossero ancora sufficientemente forti da consentire una risposta integrata per far fronte a eventi destabilizzanti di portata sistemica.

- **1.2) La risposta delle Autorità.**

A partire dal 2009, abbiamo assistito ad una crescente richiesta di re-regolamentazione e di potenziamento dell'orientamento macro-prudenziale della supervisione finanziaria. Al fine di contenere il radicamento di fenomeni di pro ciclicità del sistema. Le linee d'intervento che si stanno delineando in USA, UK ed Europa si basano su un più accentuato coinvolgimento delle banche centrali nella tutela della stabilità finanziaria.

Già nell'aprile 2008 il *Financial Stability Forum* aveva formulato specifiche raccomandazioni per rafforzare il quadro di vigilanza globale. Tali raccomandazioni hanno consentito la messa a punto del piano adottato dai Capi di Stato e di Governo dei paesi del G-20 di Londra il 2 aprile 2009. Il *Financial Stability Board* (FSB), come ora ridenominato, avrà compiti rafforzati oltre ad includere rappresentanti di tutti i paesi del G-20 più la Spagna e la Commissione Europea.

L'FSB dovrà: monitorare gli andamenti dei mercati e individuare le implicazioni per la regolamentazione; assistere i vari paesi nella fase attuativa degli standard regolamentari; valutare l'adeguatezza nell'applicazione degli standard; rafforzare il ruolo dei collegi dei supervisori sulle istituzioni finanziarie transfrontaliere e, infine, elaborare piani di emergenza per affrontare le crisi *cross border* di rilevanza sistemica. Sarà inoltre rafforzata la collaborazione con l'FMI per la conduzione di esercizi di *early warning* e per la definizione delle azioni di *policy* per contrastare le fonti di vulnerabilità.

Nell'Eurozona, nonostante la maggior parte degli Stati membri fosse dotata di sistemi di regolamentazione più severi, rispetto a USA e UK, la crisi del debito evidenziò una particolare criticità: nonostante l'efficacia dei sistemi di vigilanza in uso presso le varie autorità nazionali, esse non erano in grado di contrastare una crisi di rilevanza sistemica.

Con la crisi è emerso un disallineamento tra il mercato comunitario, sempre più integrato, e sistemi di vigilanza ancora poco omogeneizzati. Disallineamento dovuto al fatto che le regolamentazioni, armonizzate a livello comunitario, ma contenenti un elevato numero di opzioni e discrezionalità nazionali. A cui si aggiungono diverse scelte e interpretazioni nazionali nel processo di recepimento. Nonostante con la procedura Lamfalussy si siano registrati dei miglioramenti nell'iter di produzione legislativa comunitaria in materia di vigilanza, rendendo il processo di emanazione e modifica delle norme più snello e trasparente. Tuttavia, i progressi in materia di coerenza e maggiore convergenza delle regole tra gli stati membri sono stati meno significativi del previsto.

Per vedere una decisa accelerazione verso un'autentica convergenza della vigilanza finanziaria l'UE dovrà attendere il 2010 quando sarà pienamente operativo lo *European Systemic Risk Board* (ESRB).

○ 1.2.1) *I nuovi modelli di regolamentazione e vigilanza.*

La crisi finanziaria internazionale e la crisi del debito dell'Eurozona hanno riaperto il dibattito sui rischi derivanti dalla pro ciclicità del sistema finanziario, ossia sulla sua naturale tendenza ad amplificare le fluttuazioni del ciclo economico. Questa tendenza può essere accentuata da norme prudenziali basate sul rischio e da standard contabili che fanno ampio affidamento su valutazioni di mercato.

Tra il 2007 e il 2009, mancavano adeguati incentivi per gli intermediari finanziari ad adottare comportamenti prudenti nelle fasi di ampia liquidità. Tuttavia, va ricordato che l'effetto pro ciclico avrebbe potuto essere attenuato dall'applicazione più rigorosa degli strumenti offerti dalle regole messe a disposizione negli anni scorsi dalle autorità; ricordiamo ad esempio la possibilità, raccomandata in sede di valutazione dei modelli dalla Banca d'Italia, per le banche di adottare modelli di valutazione dei rischi "di più lungo periodo" che facciano affidamento, per la stima delle perdite, su informazioni riferibili ad un intero ciclo economico e non ad una data precisa.

Queste valutazioni spinsero le autorità di tutto il mondo a rivedere i sistemi di regolamentazione e di vigilanza; rafforzando il sistema di adeguatezza prudenziale.

▪ *Basilea III*

Nel 2011 si riunisce per la terza volta dal 1988 il Comitato di Basilea. L'obiettivo è la revisione delle regole prudenziali in modo tale da attenuare la pro ciclicità, invertire la tendenza alla diminuzione della patrimonializzazione delle banche e garantire la stabilità del sistema finanziario.

Il nuovo quadro normativo poggia su tre pilastri.

➤ **Primo pilastro**

○ **Requisiti di capitale.**

- *Patrimonio di vigilanza e qualità del capitale:* il patrimonio di vigilanza viene quantificato all'8% degli *asset* rischiosi. Inoltre, viene data grande rilevanza al concetto di *Common Equity* innalzato al 4,5% del portafoglio. In questo modo si cerca di innalzare il livello di poste di qualità nella composizione dell'attivo.
- *Necessità di capitale in caso di insolvenza:* viene ammessa la possibilità di una clausola di salvaguardia che consente alle banche di convertire gli strumenti di capitale in azioni ordinarie, nel caso siano giudicate come insolventi.

- *Buffer di capitale*: costituito dal 2,5% del portafoglio di rischio, innalza la quota dell'attivo costituito da *Common Equity* ad un livello complessivo pari al 7%. Sono previsti ulteriori vincoli nel caso gli istituti creditizi entrino nel "buffer range".
- *Riduzione della pro ciclicità*: viene introdotto l'obbligo di accantonare risorse nelle fasi cicliche espansive, da utilizzare durante i periodi di crisi. L'accantonamento, corrispondente a circa il 2,5% del portafoglio, deve essere costituito da *Common Equity*.
- **Coperture dei rischi.**
- *Securitizzazione*: se esposte su prodotti strutturati valutati da terzi, alle banche viene richiesta un'analisi più accurata del merito creditizio dell'emittente di tali prodotti.
- *Trading book*: Valutazioni al VaR per i prodotti derivati iscritti al trading book. In particolare, la valutazione necessiterà di maggiore accuratezza se i prodotti includono prodotti strutturati particolarmente complessi o prodotti di securitizzazione.
- *Rischio di controparte*: rafforzamento delle procedure di valutazione del rischio di controparte. Tali procedure includono: misure più stringenti nella valutazione delle esposizioni creditizie; fornire incentivi alle banche per utilizzare casse di compensazione CCPs per le transazioni in derivati; richiesta di requisiti di capitale più elevati per le esposizioni verso il settore non finanziario.
- *Esposizione verso le casse di compensazione centrali*: il Comitato propose incentivi per gli istituti creditizi esposti prevalentemente verso casse di compensazione CCPs qualificate.
- **Contenimento del leverage.**
- *Leverage ratio*: $\left[LR = \frac{CET_1}{TE} \right]$. Si tratta di un ulteriore presidio volto a prevenire nuovi fenomeni di amplificazione del *leverage*. Il denominatore, che rappresenta l'esposizione totale dell'intermediario, include anche le passività fuori bilancio.

➤ Secondo pilastro

- **Requisiti supplementari per la gestione e la supervisione dei rischi finanziari.**
- Includere nel sistema di gestione e supervisione i rischi derivanti da esposizioni attraverso veicoli fuori bilancio, e dalle attività di securitizzazione; obbligo di dotazione di pratiche di gestione nella concentrazione dei rischi; provvigione di incentivi per le banche che si sono dotate di migliori politiche di gestione dei rischi nel lungo termine; obbligo di avvalersi di efficienti procedure di valutazione e compensazione dei rischi; obbligo di effettuare *stress tests*; obbligo di dotarsi di standard contabili idonei alla contabilizzazione a bilancio delle diverse tipologie di strumenti finanziari; obbligo di avvalersi di un'adeguata *corporate governance* e collegi di supervisori.

➤ **Terzo pilastro**

○ **Requisiti di trasparenza.**

- Vengono imposti dei requisiti standard di trasparenza sia riguardo alle politiche di copertura dei rischi (primo pilastro); sia riguardo alle politiche supplementari e alla supervisione di essi (secondo pilastro). Altri requisiti di trasparenza sono previsti per la verifica dei requisiti di capitale (primo pilastro). In particolare, per quanto riguarda questi ultimi, l'intermediario deve provvedere ad informare, dettagliatamente, gli organi di vigilanza riguardo la metodologia utilizzata nel calcolo dei suoi indicatori relativi ai requisiti di capitale.

Ai tre pilastri vengono aggiunti ulteriori presidi, quali: due indicatori di liquidità (*Liquidity Coverage Ratio* e *Net Stable Funding Ratio*); obbligo di dotarsi di procedure efficaci per una corretta gestione e supervisione del rischio di liquidità; ulteriori presidi volti a garantire una maggiore supervisione da parte delle autorità.

▪ *La nuova architettura negli USA e in UK*

La crisi finanziaria è nata in comparti del sistema finanziario statunitense poco soggetti a regolamentazione (cartolarizzazione creditizia, prodotti strutturati e securitizzazione); le sue conseguenze sono state successivamente amplificate dall'azione di soggetti che non erano sottoposti a vigilanza adeguata alla loro operatività e al loro potenziale impatto sistemico.

Negli Usa per sostenere l'innovazione finanziaria, e migliorare l'efficienza dei mercati, è stato consentito a soggetti al di fuori della regolamentazione di svolgere attività di fatto simili a quelle svolte dalle banche, con l'effetto di un aumento eccessivo della leva finanziaria nel sistema. Il cosiddetto *shadow banking* - incentrato su veicoli fuori bilancio costituiti per lo svolgimento di attività collegate alle cartolarizzazioni – ha finito per porre un rischio di carattere sistemico. Nel momento in cui i rischi si sono materializzati, le perdite si sono scaricate su banche e società di investimento che avevano originato i prodotti o sponsorizzato i veicoli di finanza strutturata, anche fornendo linee di liquidità, o su intermediari che avevano investito massicciamente nei loro prodotti. Nonostante le evidenti lacune nella regolamentazione di alcuni comparti del mercato finanziario, le autorità statunitensi hanno agito con prontezza per apporre dei correttivi al proprio quadro normativo. La nuova architettura del sistema di vigilanza statunitense poggia sul *Dodd – Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, convertito in legge nel luglio del 2010.

Il disegno di legge identifica sei linee guida:

- **1) Identificazione e regolamentazione preventiva dei rischi di carattere sistemico:** sottoporre a regolamentazione anche gli intermediari finanziari non bancari, se le loro dimensioni e attività hanno rilevanza sistemica;
- **2) superamento dello status di *too big to fail*:** vengono istituite delle procedure ordinarie per la liquidazione degli istituti di grandi dimensioni in stato di insolvenza, senza ricorrere al salvataggio pubblico;
- **3) estensione delle responsabilità e dell'autorità della Fed:** viene garantita l'autorità di vigilanza della Fed su tutti gli istituti di rilevanza sistemica, assegnando alla Banca Centrale la responsabilità di tutelare la stabilità del sistema finanziario;
- **4) restrizioni in materia d'intervento discrezionale:** limitazione della possibilità di un intervento di emergenza, da parte delle istituzioni federali, in favore di singoli intermediari non bancari;
- **5) applicazione della “Volcker Rule”:** introduce delle restrizioni per la detenzione, da parte delle banche, di quote di *hedge funds* o *private equity*. La detenzione di partecipazioni di questo tipo viene limitata ad una quota inferiore al 20% del capitale: limite massimo perché sia da

considerarsi detenuta a fini d'investimento, e non collegata, come stabilito dai principi contabili internazionali. Inoltre, le banche che detengono partecipazioni in *hedge funds* e *private equity*, non possono intervenire con operazioni di rifinanziamento in caso di insolvenza di essi;

- **6) maggiore regolamentazione e trasparenza del mercato dei derivati:** compensazione centrale per i derivati più semplici e regolamentazione più rigida per gli strumenti più complessi negoziati sui mercati OTC.

Anche il Regno Unito fu coinvolto nella spirale negativa della crisi finanziaria internazionale: gli eventi che videro coinvolto l'istituto Northern Rock, aprirono il dibattito sul sistema di regolamentazione britannico fino ad allora considerato adeguato.

Per maggiore chiarezza occorre fare un po' di storia, descrivendo brevemente gli eventi che portarono alla statalizzazione dell'istituto il 17 febbraio del 2008.

La Northern Rock nacque a Newcastle nel 1965 dalla fusione di due *building societies*: la *Northern Counties Permanent Building Society* e la *Rock Building Society*. Negli anni successivi la società seguì un'aggressiva politica di M&A, acquisendo altre 53 *building societies* più piccole (tutte localizzate nel nord est).

A questo punto occorre fare un breve inciso e spiegare cosa siano le *building societies*: si tratta di società molto simili agli istituti di credito cooperativo italiane, fortemente radicate sul territorio e con un rapporto molto stretto con i clienti. Il *business model* è fondato sulla concessione del credito sotto forma di mutuo, grazie ai depositi dei clienti, e politiche di concessione del credito molto conservatrici.

Northern Rock tuttavia, nel 1997, decise di intraprendere la strada della privatizzazione, diventando così una *Public Limited Company*: di conseguenza, ai sensi del *Building Societies Act (1986)*, la Northern Rock cambiò il suo stato sociale diventando una banca a tutti gli effetti.

Gli anni successivi furono caratterizzati da una rapida espansione della banca: nel 2000 l'istituto fu quotato sul listino principale del *London Stock Exchange* (FTSE 100) e nel 2008 arrivò a contare 70 filiali localizzate in tutto il Regno Unito.

La Northern Rock passando dallo status di *building society* a quello di banca avrebbe dovuto cambiare il suo modello operativo: in realtà non cambiò nulla. D'altra parte, per sostenere l'espansione della banca, il *top management*, avallò l'utilizzo di un *business model* molto aggressivo basato sull'ampio utilizzo della cartolarizzazione e investendo pesantemente su prodotti di securitizzazione (CDOs). In pratica, pur mantenendo il *business model* tipico di una *building society*, la Northern abbandonò il modello di *funding* tradizionale (basato sui depositi dei clienti) per adottare un modello *wholesale*. In

questo modo la Northern Rock incrementò il volume delle sue attività fino a £101,5 mld (dai £15 mld del 1997); di cui gran parte costituito da mutui ipotecari.

Durante l'estate del 2007 la liquidità dei mercati iniziò a scarseggiare e, seguendo l'andamento del mercato immobiliare statunitense, la domanda per le MBS precipitò.

Tra agosto e settembre 2007, la Northern Rock iniziò ad incontrare seri problemi a livello di *funding*, che spinsero il *management* dell'istituto ad incontrare le autorità competenti (*Bank of England, Financial Services Authority, H.M. Treasury*) al fine di elaborare un piano per l'istituto in difficoltà.

Le opzioni sulla tavola contemplavano diverse soluzioni: un'azione propria della banca al fine di reperire liquidità a breve termine attraverso operazioni di cartolarizzazione del proprio debito; acquisizione del cosiddetto "*safe heaven*" grazie al *takeover* di una banca più grande e, infine, un'immissione di liquidità diretta da parte della *Bank of England* garantita dal governo.

La prima ipotesi cadde subito in quanto richiedeva che fosse disponibile liquidità a breve termine ad un tasso in linea con quello dei mutui ipotecari, strada impercorribile data la scarsità di liquidità disponibile e il crollo della domanda di prodotti strutturati sottostanti i mutui ipotecari.

In molti però fanno notare che questa strada sarebbe stata percorribile se la *Bank of England* avesse fornito maggiore assistenza ai mercati monetari nel momento in cui forzarono la Northern Rock a chiedere ulteriore liquidità.

Il 12 settembre 2007, l'allora governatore della *Bank of England*, Sir Mervyn King, in una lettera al presidente del *Tripartite Committee*, esprime il suo disaccordo relativamente alla proposta di misure addizionali, quali il finanziamento a scadenze più lunghe; la rimozione del tasso marginale d'interesse sui prestiti o l'ampliamento delle attività stanziabili a garanzia, contro cui la *Bank of England* eroga credito. In aggiunta, il governatore apportò tre ulteriori ragioni a supporto delle sue tesi: in primo luogo riteneva il sistema bancario britannico, nel suo complesso, abbastanza forte perché la crisi di Northern Rock potesse avere un impatto sistemico; in secondo, il mercato avrebbe gradualmente livellato il valore dei titoli ABS, provvedendo così alle esigenze di liquidità; infine, avrebbe potuto esservi il rischio morale, in quanto gli altri istituti avrebbero potuto interpretare i provvedimenti come un segnale che la *Bank of England* sarebbe sempre intervenuta in caso di necessità. Aggravando ulteriormente la crisi.

La ricerca di un investitore privato, nonostante fosse la preferita sia dal *management* di Northern Rock, sia dalle autorità competenti, cessò il 10 settembre, dopo una breve trattativa con Virgin Group e un timido interessamento dei Lloyd's.

La terza opzione, il salvataggio pubblico, alla fine divenne l'unica praticabile per evitare il *default* delle esposizioni di breve termine. L'apporto di liquidità d'emergenza che doveva essere annunciato il 17 settembre, venne abbandonato il 13 settembre a seguito di alcune speculazioni dei media. Prima

che questo piano fosse annunciato pubblicamente, la BBC, già ne aveva pubblicato le linee generali. Scatenando una corsa agli sportelli dei correntisti della banca, come non accadeva nel Regno Unito dal 1866.

Il 17 febbraio del 2008 la banca venne, infine, nazionalizzata. Il cancelliere Alistair Darling, ne annunciò la nazionalizzazione servendosi di nuovi provvedimenti legislativi (*Banking Special Provision Act*, 2008) per sottoporre la banca ad un periodo di *temporary public ownership*: in quell'occasione, inoltre, il cancelliere chiarì che la Northern Rock avrebbe continuato ad operare come una banca, e che i depositi sarebbero stati al sicuro.

Come in tutte le crisi, la domanda principale è sempre la stessa: di chi è la colpa?

Avendo già discusso delle responsabilità della *Bank of England*, il principale responsabile sembra essere la *Financial Services Authority* (FSA). Già allora la FSA considerava "estremo" un modello di *funding* dove circa il 75% delle risorse provengono da attività *wholesale* perché non impose alla Northern Rock di effettuare uno stress test per il tipo di crisi che poi si verificò in agosto? Oppure, perché non ha realizzato che la Northern Rock aveva un profilo ad alto rischio?

Le risposte non sono ancora del tutto chiare, tuttavia, come scritto nel rapporto del *Treasury Committee* della *House of Commons*, la FSA ha fallito nel suo compito di regolatore nell'assicurare che la Northern Rock non costituisse un rischio di tipo sistemico.

E' chiaro quindi come la FSA ha fallito nel non agire alle prime avvisaglie di pericolo (come la rapida crescita e il crollo del prezzo azionario nel febbraio 2007); non ha saputo individuare le sostanziali debolezze nel modello di *funding* di Northern Rock e, infine, non ha fatto nulla per evitare, o almeno contenere, i problemi che si sono manifestati da agosto 2007 in avanti.

Infine, la FSA, è stata condannata per non essersi assicurata che Northern Rock eseguisse i dovuti stress test e che le due cariche principali (*Chairman* e *CEO*) fossero ricoperte da personalità qualificate.

In sintesi, la FSA, ha fallito nell'adempimento del suo mandato sotto molti punti di vista. La conclusione del rapporto del *Treasury Committee* è veramente significativa da questo punto di vista: in sostanza, l'*authority*, non ha monitorato a dovere Northern Rock, né predisposto risorse sufficienti per monitorare una banca il cui modello operativo era chiaramente *outlier*; il rapporto riporta, inoltre, l'attribuzione delle responsabilità del fallimento, le quali sono attribuite sia al *board* della banca sia all'autorità competente, appunto, la FSA.

Il 26 marzo 2008, la FSA, a seguito di un'indagine degli affari interni, ha ammesso le sue responsabilità nel *default* di Northern Rock.

Anche il *Tripartite Arrangement*, composto da *Bank of England*, *FSA* e *HM Treasury* è esente da colpe. Nello stesso resoconto del *Treasury Committee* il *Tripartite Arrangement* viene imputato di diverse

negligenze: la prima riguarda la mancanza di coordinamento tra le tre *authorities* nel mettere a punto un piano di supporto adeguato; in secondo luogo vengono evidenziate le negligenze nella pianificazione a monte dell'annuncio riguardante la garanzia dei depositi.

Le autorità competenti non hanno preparato a dovere il terreno per poter effettuare l'annuncio (che veniva introdotto un meccanismo di garanzia sui depositi) il mattino del giorno dopo la decisione (domenica 16 settembre) prima che i mercati aprissero.

Il fallimento della Northern Rock ha quindi aperto un dibattito sull'efficacia del sistema di vigilanza in UK. Negli anni precedenti la crisi finanziaria, la vigilanza della FSA era caratterizzata dal "*light touch*". In primis, il sistema si basava sull'assunto liberista che il mercato, in situazioni di stress, fosse in grado di auto-correggersi. Si accettava, quindi, il fatto che il mercato costituisse un sistema più efficace rispetto a regolamentazione e vigilanza; grazie a ciò, il mercato costituiva di per sé uno *stress test* che metteva alla prova la solidità e la rischiosità delle strategie d'impresa. In secondo luogo, la responsabilità in termini di assunzione e gestione dei rischi spettava al *senior management* e al *board* aziendale; in quanto in una posizione migliore per valutare la rischiosità del *business model*; di conseguenza, queste persone avevano la responsabilità di prendere decisioni consone al loro profilo di rischio/rendimento, avvalendosi dell'apporto di personale qualificato.

Infine, la protezione dei clienti non era garantita dall'intervento diretto delle autorità, ma dal mantenimento dei mercati *wholesale* quanto più liberi e trasparenti possibile; inoltre, doveva essere verificata l'appropriatezza nel *business model* delle imprese.

Da questo emerge la particolare criticità del sistema di vigilanza britannico; il quale implicava un particolare focus sulla singola situazione, piuttosto che un vero approccio sistemico.

A seguito della *débâcle* di Northern Rock e i segnali di una crisi di finanziaria e di liquidità imminente, divenne evidente che il sistema di vigilanza necessitava di radicali miglioramenti.

L'approccio alla vigilanza della FSA è stato notevolmente modificato dal *Supervisory Enhancement Programme* al fine di renderla più intensa ed efficace. Il programma prevede innanzitutto un aumento delle risorse destinate alla vigilanza delle imprese ad alto rischio, con particolare attenzione alle banche più rilevanti, con un'intensificazione delle valutazioni di rischio complessivo; il programma prevedeva poi uno spostamento del focus verso gli esiti chiave e i rischi del business e sulla sostenibilità dei modelli e delle strategie operative. Nel pacchetto delle modifiche vengono inoltre inclusi standard più elevati per la valutazione del personale che ricopre ruoli chiave; questi ultimi vengono valutati, oltre che per professionalità e capacità tecniche, anche sulla base dell'onestà dimostrata. Inoltre, vengono introdotte metodologie per identificare meglio possibili *outliers* in termini di rischio e di strategie operative e stanziare maggiori risorse al fine di individuare settori emergenti che potrebbero diventare fonte di rischi sistemici.

Quando la crisi dal settore immobiliare divenne una crisi globale, accanto a queste importanti modifiche, si rendono necessari ulteriori miglioramenti. L'analisi settoriale, viene affiancata dall'analisi macro prudenziale. Inoltre, la FSA avrà il compito di entrare maggiormente in contatto con il *management* e gli *auditors* delle banche.

Detto del *Banking Provision Act* del 2008, che consentiva di mettere sotto *temporary public ownership* gli istituti creditizi in difficoltà, nel 2009 iniziarono a manifestarsi i primi problemi di liquidità e la crisi divenne globale, vennero presi ulteriori provvedimenti con il *Banking Act* e il nuovo SRR.

Nel 2008 il *framework* legislativo era costituito dal *Banking Special Provision Act*. Tuttavia, per quanto servì al suo scopo, si trattava pur sempre di una soluzione ponte: era necessario qualcosa di definitivo. Il *Banking Bill* fu presentato alla *House of Commons* il 7 ottobre 2008, data l'urgenza della situazione, passò alla seconda lettura il 14 dello stesso mese e ottenne l'approvazione reale il 12 febbraio, entrando ufficialmente in vigore il 21 febbraio 2008.

L'atto formalizza il ruolo centrale della *Bank of England* nella vigilanza dei sistemi di pagamento di rilevanza sistemica, inoltre, ha anche assegnato diversi poteri alla banca centrale inglese, rafforzandone la responsabilità di mantenimento della stabilità finanziaria.

A livello strutturale, l'Atto, è composto da otto punti. Dei quali, i più rilevanti sono: lo *Special Resolution Regime* (SRR); l'insolvenza bancaria; la procedura di amministrazione straordinaria; il *Financial Compensation Scheme* e i sistemi di pagamento interbancari.

L'atto, oltre a consolidare i provvedimenti del BSPA, introduce il meccanismo di risoluzione speciale delle crisi bancarie. I provvedimenti dell'SSR si applicano a tutte le banche commerciali britanniche (quelle autorizzate dalla FSA ad accettare depositi dal pubblico) quindi, banche d'investimento e altri istituti finanziari sono al di fuori della portata precettiva del *Banking Act*; infine, anche le filiali di banche straniere (inclusi gli istituti di paesi aderenti all'UE sotto mutuo riconoscimento) sono escluse dai provvedimenti dell'atto, in quanto non britanniche.

Il *Banking Act* incrementa le risorse a disposizione del *Tripartite Arrangement* per gestire crisi dall'impatto sistemico e garantire la stabilità del sistema finanziario. Tuttavia, il tesoro, ritenne importante specificare nell'Atto la divisione delle competenze tra le diverse autorità, sulla base del loro mandato e della loro esperienza in materia: la FSA è responsabile per le decisioni di vigilanza e per le azioni regolamentari, oltre che per la vigilanza continua per gli istituti che continuano ad operare in regime speciale; la *Bank of England* è responsabile per i supporti di liquidità e per le operazioni dello SRR; il Tesoro, invece, è competente per le decisioni aventi impatto sulle finanze pubbliche, concernenti la *compliance* con gli obblighi internazionali del Regno Unito e il generale

interesse pubblico; infine, il *Financial Service Compensation Scheme* è responsabile per i pagamenti di compensazione e per la verifica della prontezza delle banche nel rimborsare i propri depositanti.

In sintesi, gli obiettivi dell'SSR sono:

- *Proteggere e migliorare la stabilità del sistema finanziario del Regno Unito.*
- *Proteggere e migliorare la fiducia dell'opinione pubblica nella stabilità del sistema finanziario del Regno Unito.*
- *Proteggere i correntisti.*
- *Proteggere i fondi pubblici.*
- *Evitare di interferire con i diritti sulla proprietà contravvenendo a un diritto della Convenzione (nel senso dato nella CEDU del 1989).*

E' d'obbligo specificare che questi cinque obiettivi non sono in ordine d'importanza. Al contrario, in ogni caso di risoluzione, si dovrà valutare come bilanciare tali obiettivi con le caratteristiche dell'istituto in *default* e le circostanze generali relative all'intero sistema finanziario.

- *2009-2010: la nuova architettura europea (ESFS e ESRB)*

L'aggravarsi della crisi finanziaria internazionale ha fatto emergere tutta la debolezza della procedura Lamfalussy nel contrastare crisi sistemiche. Il modello proposto dal Comitato, privo di effetti giuridici vincolanti, non impegnava formalmente gli Stati Membri e le rispettive autorità di vigilanza se non su base volontaria.

Al fine di superare le debolezze riscontrate nel 2009, il comitato (nominato dalla Commissione UE) denominato "*High Level Group of Financial Supervision*" presieduto da Jacques de Larosière ha dato una risposta alla crisi finanziaria internazionale, raccomandando la creazione dell'*European System of Financial Stability* (ESFS).

Il sistema si articola su due livelli di vigilanza: uno macro-prudenziale e uno micro-prudenziale. Inoltre, la relazione propone esplicitamente un maggior coinvolgimento della BCE, nel campo della vigilanza macro-prudenziale, lasciando maggiore discrezionalità alle autorità di settore a livello micro-prudenziale.

L'ESFS, quindi, si articola su due livelli di supervisione finanziaria: macro (livello aggregato) e micro (per settori ed istituzioni).

Livello macro-prudenziale:

- **ESRB** (*European Systemic Risk Board*).

Livello micro-prudenziale:

- **EBA** (*European banking Authority*);
- **ESMA** (*European Securities and Markets Authority*);
- **EIOPA** (*European Insurance and Occupational Pensions Authority*).

E' importante specificare che in base ai tre Regolamenti istitutivi (sostanzialmente identici nei contenuti, salvo le differenze fisiologiche legate al distinto ambito settoriale di riferimento) le tre Autorità europee di vigilanza micro-prudenziale sono a tutti gli effetti organismi dell'Unione dotati di autonomia e personalità giuridica (art.5, par.1 del Regolamento UE).

Infine, un approfondimento a parte, è dovuto all'ESRB: operativo dal 2010, ha il compito di identificare i rischi e le vulnerabilità che richiedono maggiore attenzione (*risk warnings*) e di fornire raccomandazioni per le azioni correttive che dovranno essere intraprese da parte delle autorità nazionali. L'organismo è composto dai 27 Governatori delle banche centrali, dal Governatore della BCE, dai presidenti delle tre autorità di vigilanza micro-prudenziale, da un rappresentante della Commissione europea e presieduto da un Governatore eletto dagli altri membri del consiglio. Il

maggior coinvolgimento della BCE nella supervisione e gestione dei rischi di carattere sistemico, previsto dalla Relazione Larosière, si sostanzia nel supporto logistico e di personale di quest'ultima. Le nuove autorità possono emanare standard di vigilanza di comune applicazione e hanno il compito di assicurare uniformità e coerenza degli approcci seguiti dalle autorità di vigilanza.

Il Consiglio dei Capi di Stato e di Governo del 18 e 19 giugno 2009, aveva già sottolineato la necessità di rafforzare e migliorare la qualità e la coerenza della vigilanza nazionale; rafforzare la supervisione sui gruppi *cross-border* (attraverso la costituzione di collegi di supervisori) e lo sviluppo di un *rule-book* uniforme a livello europeo applicabile a tutte le istituzioni finanziarie operanti nel Mercato Unico.

A differenza del modello proposto dal Comitato Lamfalussy, il nuovo sistema di vigilanza ha poteri decisionali vincolanti: in modo da verificare l'aderenza delle autorità nazionali alle disposizioni del *rule-book* europeo e, in caso di disaccordo tra le autorità, anche nell'ambito dei collegi. Inoltre, dal 2011, l'ESMA dispone anche di poteri di vigilanza sulle agenzie di rating (Reg. UE n. 513/2011).

- *2011-2014: dal Fiscal compact all'Unione Bancaria Europea.*

In seguito alla crisi greca la UE si è dotata di una serie di regolamenti volti a garantire la correzione di scostamenti finanziari da parte degli Stati membri.

L'intero pacchetto normativo è costituito dal “*Trattato sulla stabilità, coordinamento e governance dell'Unione economica e monetaria*”, definito più comunemente *Fiscal compact*, firmato il 2 marzo 2012 (ratificato in Italia con la Legge 23 luglio 2012, n. 114) ed entrato in vigore il 1 gennaio 2013. Come previsto dal Trattato lo Stato italiano, così come gli altri Stati membri, si dotò di disposizioni di rango costituzionale (Legge costituzionale 1/2012) tali da garantire la correzione degli scostamenti finanziari del bilancio dello Stato e di una “*legislazione rafforzata*” (Legge 243 del 2012) sul pareggio del bilancio dello Stato.

Questi i principali punti dei 16 articoli del trattato:

- *ogni stato garantisce correzioni automatiche quando non raggiunge gli obiettivi di bilancio concordati ed è obbligato ad agire con scadenze determinate;*
- *le nuove norme devono essere inserite nella legislazione nazionale, preferibilmente in norme di Rango costituzionale. Quando alcuni degli Stati membri hanno fatto notare che questo avrebbe richiesto un referendum, è stato deciso di non rendere obbligatoria questa indicazione. Sono sufficienti altri tipi di garanzie;*
- *la Corte europea di giustizia verificherà che il Trattato sia stato recepito nella legislazione degli Stati firmatari. Al contrario, gli stati che non abbiano assolto a tale compito potranno incorrere in sanzioni pari allo 0,1% del PIL;*
- *il deficit pubblico dovrà essere mantenuto al di sotto del 3% del PIL (come previsto dal Trattato di stabilità e crescita) in caso contrario scatteranno delle sanzioni;*
- *ci saranno almeno due vertici l'anno dei leader dei 17 Paesi che adottano la Moneta unica, con gli altri Capi di Stato dell'Europa dei 28 invitati ad almeno uno dei due;*
- *il trattato intergovernativo entrerà automaticamente in vigore quando sarà ratificato da almeno 12 dei 17 Stati membri dell'Eurozona.*

Ad oggi il *Fiscal compact* è stato firmato da 25 Stati membri dell'Unione dei 28 e definitivamente recepito nelle rispettive legislazioni nazionali.

Le norme del *Fiscal compact* sono ampie e articolate: fondamentali per delineare il quadro normativo di salvaguardia degli Stati da disavanzi pubblici eccessivi, previsto dall'articolo 126 TUF firmato a Lisbona nel 2007, sono i due pacchetti “Regolamenti e Direttive” *Six pack* (2011) e *Two pack* (2013).

Il *Six pack* è composto da cinque Regolamenti e una Direttiva. Essi sono: 1) Regolamento n. 1173 del 16 novembre 2011 su sanzioni e ammende; 2) Regolamento n. 1174 del 16 novembre 2011 ancora su sanzioni e ammende; 3) Regolamento n. 1175 del 16 novembre 2011, modifica il regolamento CE n. 1466/97; 4) Regolamento n. 1176/2011 su “meccanismo di allerta e quadro di valutazione; 5) Regolamento n. 1177/2011 a modifica del Regolamento CE 1467/97; 6) Direttiva n. 85 dell’8 novembre 2011 sulle regole di bilancio degli Stati nazionali.

Il *Two pack* è costituito da due Regolamenti vigenti in tutta l’Area euro: 1) regolamento n. 472 del 10 maggio 2013 sulla sorveglianza rafforzata degli Stati in difficoltà; 2) Regolamento n. 473 del 21 maggio 2013 sul il monitoraggio rafforzato delle politiche di bilancio degli Stati.

Il complesso degli atti normativi è il frutto di una progressiva, sempre più stringente, operazione di ancoraggio delle politiche fiscali dei Paesi europei ad un sistema di deroghe e regole minuziosamente regolato. Il quale spesso non tiene conto di peculiarità o esigenze specifiche di un paese rispetto ad un altro. Ne emerge quindi una modalità totalmente modificata della gestione delle politiche economiche e di bilancio.

Una volta livellate le politiche di bilancio degli Stati membri, nel 2012, il Consiglio UE decise di accelerare nuovamente sull’integrazione finanziaria tra gli Stati dell’Unione.

Nel giugno 2012 venne pubblicato il rapporto “*Verso un’autentica unione economica e monetaria*”. Il rapporto preparato dal Presidente del Consiglio UE, Van Rompuy, in collaborazione con i Presidenti della Commissione UE, dell’Eurogruppo e della BCE, si pone tre obiettivi:

- 1) spezzare il circolo vizioso tra crisi dei debiti sovrani e crisi bancarie;
- 2) rimuovere la *supervisory forbearance* dei supervisori nazionali e l’azzardo morale delle banche (quest’ultimo già punto cardine del *Dodd – Frank Act*);
- 3) promuovere il buon funzionamento e l’integrità del mercato interno ed evitare la frammentazione dei mercati finanziari.

Esso costituisce una *Road Map* verso l’UBE, alla luce delle tensioni nel mercato dei titoli del debito sovrano dell’Eurozona. I tre pilastri alla base dell’UBE sono costituiti da: *Single Supervisory Mechanism* (SSM); *Single Resolution Mechanism* (SRM); *Deposit Guarantee Schemes*.

L’SSM rappresenta un sistema di vigilanza centralizzato ed è operativo dal gennaio 2014. Si applica a tutti i paesi dell’Area euro e ai paesi non – euro che aderiranno, volontariamente, con “accordi di stretta cooperazione”, dai quali è possibile uscire in caso di disaccordo con il Consiglio di vigilanza o con il Consiglio direttivo della BCE. Articolato come un network di supervisori (simile al modello europeo di antitrust); grazie all’SSM la BCE, dal novembre 2014, ha poteri di vigilanza diretta su 120

gruppi bancari, indiretta sugli altri. La ripartizione delle competenze con le autorità nazionali, onde evitare sovrapposizioni, è affidata ad un *framework* che istituisce il quadro di cooperazione tra la BCE e le autorità nazionali nell'ambito dell'SSM.

Gli intermediari sottoposti a vigilanza diretta sono degli istituti che presentano determinate caratteristiche: dimensioni (attivi superiori a €30 miliardi); importanza economica/sistematicità (per paese o per area economica) e ammontare delle attività *cross-border* (superiori al 20% dell'attivo).

Inoltre spettano esclusivamente alla BCE i poteri di autorizzazione all'esercizio dell'attività bancaria e di acquisto di partecipazioni rilevanti al capitale di tutti gli intermediari europei, anche se non inclusi nell'elenco delle 120 banche *more significant*.

Inoltre, la direttiva 2014/59/UE (*Banking Recovery and Resolution Directive*, BRRD) introduce una disciplina armonizzata in tema di prevenzione e gestione delle crisi bancarie, che istituisce un quadro di risanamento e risoluzione degli istituti creditizi e imprese di investimento. Al contrario del *Single rule book*, che punta all'armonizzazione massima in tema di prevenzione, gestione e risoluzione di crisi sistemiche; la direttiva BRRD, applicabile a tutti i Paesi UE, mira ad un'armonizzazione minima, ma molto dettagliata, dei regimi di risoluzione nazionali; lasciando porte aperte ad interventi discrezionali per la gestione delle crisi.

Tale sistema è scandito in diverse fasi con lo scopo di ridurre i casi di dissesto, gestirli e risolverli ordinatamente senza ricorso al denaro pubblico.

La direttiva BRRD coinvolge in maniera non trascurabile anche l'aspetto istituzionale: il Regolamento UE n. 806/2014 introduce il *Single Resolution Mechanism* (SRM) per i soli Stati partecipanti al *Single Supervisory Mechanism*: l'aspetto istituzionale qui è coinvolto attraverso la creazione di un'autorità accentrata a livello europeo (*Single Resolution Board* SRB), incaricata della gestione delle crisi bancarie in tutta l'Eurozona, insieme alle autorità di risoluzione nazionali (NRA), sia di un fondo unico europeo per il finanziamento della gestione delle crisi (*Single Resolution Fund*, SRF).

La direttiva BRRD impone a ciascuna banca di dotarsi di un piano di risanamento individuale (art. 5 ss.) e, nel caso si tratti di gruppi bancari, alla capogruppo è richiesta la predisposizione di (in forma consolidata) di un piano per tutte le società appartenenti al gruppo stesso (art. 7 ss.). I piani di risanamento (*recovery plans*) si configurano come uno strumento preventivo, del quale le banche devono dotarsi ex ante, nel quale illustrano le possibili strategie per fronteggiare eventuali crisi. I piani devono essere approvati dalle autorità di supervisione.

La BRRD mette inoltre a disposizione delle autorità strumenti di intervento precoce (*early intervention*) in caso di *early warnings* che integrano le tradizionali misure prudenziali e sono graduati in funzione delle criticità dell'istituto. Se gli interventi risultassero inefficaci, l'Autorità

competente ha il potere di nominare un amministratore straordinario con mandato limitato. Se non ci fossero miglioramenti nella gestione della crisi, le stesse Autorità decideranno se procedere alla liquidazione o alla risoluzione.

A questo punto entrano in gioco i piani di risoluzione (*resolution plans*): già durante la normale operatività della banca, le autorità, devono predisporre di piani di risoluzione che individuino le strategie e le azioni da intraprendere in caso di crisi. Le autorità di risoluzione potranno intervenire, con poteri assai estesi, già in questa fase; creando le condizioni che facilitino l'applicazione dei piani di risoluzione.

Tra i meccanismi di risoluzione il più conosciuto è certamente il *bail – in* (salvataggio interno). Esso è uno strumento che consente alle autorità di risoluzione di disporre la riduzione del valore delle azioni o di alcuni crediti o la loro conversione in azioni per assorbire le perdite e ricapitalizzare la banca in misura sufficiente a ripristinare un'adeguata capitalizzazione e, quindi, mantenere la fiducia del mercato. Gli azionisti, e i creditori, non potranno in ogni caso sopportare perdite maggiori di quelle che sopporterebbero in caso di liquidazione dell'istituto.

Alcune passività sono escluse dal *bail – in*. Tra queste: le passività garantite, inclusi i *covered bonds* e altri strumenti garantiti; le passività interbancarie (escluse quelle infragruppo) con durata originaria inferiore ai 7 gg; le passività derivanti dalla detenzione di beni della clientela o relazioni fiduciarie come i beni custoditi in cassette di sicurezza e, ovviamente, i depositi fino a €100.000 garantiti dal *Deposit Guarantee Schemes*.

- 1.2.2) *Gli interventi della BCE: banche e clienti nella spirale dei tassi a zero.*

Il rischio che le difficoltà di raccolta indotte dalle crisi del debito sovrano, si traducessero in una significativa contrazione del credito all'economia reale, spinse la BCE ad attuare una serie di misure straordinarie quali:

- l'introduzione di due operazioni di rifinanziamento principali di durata triennale. Le prime, effettuate il 21 dicembre 2011 e il 29 febbraio 2012, sono state denominate *Long Term Refinancing Operations* (LTRO). In seguito sono stati istituiti altri due blocchi di operazioni di rifinanziamento a lungo termine. Quest'ultime sono state denominate *Target long Term Refinancing Operations* (TLTRO) finalizzate all'erogazione di credito all'economia reale. Di queste, il primo blocco comprendeva 8 operazioni realizzate nel periodo 2014-2016. Il secondo blocco TLTROII prevedeva invece 4 operazioni, con frequenza trimestrale, nel periodo compreso tra giugno 2016 e marzo 2017.
- L'allargamento del volume delle attività stanziabili a garanzia delle operazioni di raccolta. In questo caso si è guardato al provvedimento emanato dal Governo Italiano, d.lgs n. 2011 del 6 dicembre 2011, con il quale fu concessa l'emissione di obbligazioni bancarie garantite dallo Stato. Queste obbligazioni, della durata di 5 anni, dopo essere state riacquistate dalle stesse banche emittenti possono essere stanziati come garanzia in operazioni di raccolta all'ingrosso presso la BCE.

I finanziamenti erogati sulla base delle operazioni TLTRO, rendono possibile alle banche di finanziarsi presso la BCE ad un tasso pari allo 0,5% più 10 *basis point*. La restituzione del denaro ottenuto è prevista per il mese di maggio 2018.

Allo stesso tempo il protrarsi delle tensioni sul debito sovrano, spinse la BCE a varare, nel marzo 2015, un imponente piano di acquisto di titoli di stato (*quantitative easing*) iniettando oltre 1000 miliardi di liquidità nel sistema bancario europeo. Esattamente un anno dopo, nel febbraio 2016, dopo diverse revisioni al ribasso, i tassi d'interesse dell'Eurozona toccano per la prima volta lo 0%. L'obiettivo è quello di fornire una spinta decisiva all'economia reale, aumentando la quantità di moneta in circolazione al fine di risolvere i problemi relativi al basso tasso d'inflazione.

Tuttavia, nonostante il bilancio della BCE abbia toccato livelli record (oltre 3400 miliardi nell'ultimo semestre del 2016), l'inflazione non è cresciuta in maniera significativa. Aumentare la quantità di moneta, contrariamente a quanto affermato dalla teoria monetarista, si conferma insignificante ai fini dell'inflazione.

Nel quarto trimestre del 2016 nell'Eurozona si è registrata una crescita media dell'inflazione pari a +0,2% e di poco superiore all' 1% nel 2017. Allo stesso tempo, diversi paesi registrano ancora

fenomeni di stagnazione o vera e propria deflazione. Le prospettive di crescita quinquennali ipotizzano una crescita pari a 1,26%; ancora lontana dall'obiettivo dichiarato del 2%. Ma, mentre l'Europa si trova nel mezzo della spirale dei tassi negativi, Stati Uniti e Gran Bretagna sembrano essere riusciti ad evitare il contagio. Questo per due motivi: innanzitutto la Federal Reserve e la Banca d'Inghilterra si sono mosse già nel 2009 con piani monetari espansivi. In secondo luogo sia negli Stati Uniti che in Gran Bretagna, gli interventi delle autorità di politica monetaria sono stati sostenuti da una politica fiscale altrettanto accomodante.

A causa del ritardo nell'attuazione di piani di QE l'Eurozona si sta giapponesizzando. Ce lo dicono i rendimenti dei *Bonds*. I *Treasuries* statunitensi con scadenza decennale rendevano nell'agosto 2016 l'1,5%. Il 20 aprile 2018, anche a causa dell'innalzamento dei *Fed Funds* a partire dal febbraio 2017, gli stessi bonds hanno un rendimento pari al 2,96%. Stesso discorso per i *Gilt* britannici che registrano un rendimento pari all'1,48% a 10 anni e lo 0,82% a due anni. Se invece osserviamo il rendimento dei *Bund* tedeschi si può notare una situazione diametralmente opposta: i titoli di stato tedeschi hanno un rendimento pari a 0,59% con scadenza decennale e, -0,58%, relativamente alla scadenza biennale: confermando un generale pessimismo sulle aspettative d'inflazione di lungo termine.

A fronte di una prospettiva di crescita dell'inflazione ancora deludente, nel marzo del 2016 la BCE decise di tagliare a -0,4% il *Deposit Facility Rate*. Si tratta di un tasso *overnight*, il tasso che la BCE paga alle banche che, al termine della giornata, depositano il loro denaro sul loro conto presso la Banca Centrale.

La decisione ribalta il principio: sono le banche a dover pagare per il denaro depositato, in eccesso rispetto alla riserva obbligatoria dell'1%, presso la BCE. L'obiettivo è disincentivare le banche a parcheggiare liquidità per spingerle a prestare denaro a famiglie e imprese.

Tuttavia il mercato creditizio non ha reagito come l'istituto di Francoforte sperava: i prestiti verso le famiglie e le attività non finanziarie sono ancora bloccati in un *enpasse* che non sembra avere fine, almeno a breve. Non solo, seppur stiamo assistendo ad una sensibile riduzione del livello dei depositi in c/c, vi è un notevole quantitativo di denaro parcheggiato nei conti correnti dell'eurozona, gravato da imposte e costi, con rendimenti quasi nulli.

Ma perché questo paradosso/trappola della liquidità? La spiegazione, come per i rendimenti dei *bonds*, più che tecnica è sociologica: è ancora troppo forte la sfiducia.

La paura e la mancanza di fiducia nel sistema, fa sì che i correntisti dell'Area Euro sopportino senza troppe remore costi non certo irrilevanti, e destinati a crescere nel tempo, sui loro risparmi a fronte di un rendimento sempre più basso.

Per illustrare questo paradosso, faremo riferimento al caso italiano poiché si tratta di uno dei paesi, insieme alla Germania, con uno dei più alti livelli di risparmio aggregato fra gli Stati membri dell'Eurozona.

Il rapporto ABI del giugno 2016 certifica la criticità della situazione in cui versano i rendimenti sui risparmi degli italiani, “*alla fine di giugno il tasso d'interesse praticato sui conti correnti, depositi a risparmio e certificati di deposito si è attestato allo 0,46%*”. Si tratta di un dato medio, al quale andrebbe sottratta anche l'aliquota fiscale, in cui sono presenti varie componenti con diversi rendimenti. Se la stima fosse riferita ai soli conti correnti tradizionali, il tasso di rendimento sarebbe addirittura più basso.

La percentuale si può incrociare con la rilevazione effettuata dalla Banca d'Italia. La rilevazione, effettuata annualmente, prende in considerazione sia le banche che le Poste Italiane. L'ultima pubblicazione disponibile, pubblicata nel 2015 con cifre riferite al 2014, prima del taglio del *Deposit Facility Rate*, segnala un costo medio annuo in lieve crescita a €82,2. In questo caso occorre tenere presente le differenze tra banche e rete postale, le quali differiscono sia per politiche commerciali che per onerosità.

Nonostante sia necessario tener conto dell'aggiornamento temporale, è facile calcolare che per ottenere un pareggio tra costi di giacenza (C_t^D) e rendimenti (R_t^D) è necessaria una giacenza media pari ad almeno €18.000 annui.

Ancora una volta le stime non tengono conto dell'imposizione fiscale: la contabilizzazione di quest'ultima spingerebbe l'importo ancora più in alto.

Le condizioni del mercato, che in molti casi vedono il livello dei depositi in calo, non fa certo bene neppure alle banche. A fare chiarezza è nuovamente un rapporto ABI mettendo in luce come lo spread fra il tasso medio praticato sui prestiti e il tasso medio effettuato sulla raccolta presso le famiglie e le società non finanziarie: nel giugno 2016, tre mesi dopo il taglio del *Deposit Facility Rate*, lo spread si è attestato sui 195 punti base, a fronte dei 200 dell'osservazione precedente e dei 329 registrati negli anni pre-crisi.

Lo spread rappresenta il margine di profitto che la banca ottiene dalla differenza tra il tasso a cui presta il denaro, e il tasso con il quale compensa i correntisti (al netto di costi di custodia, prelievo ecc.). Quantitativamente, lo spread si determina come:

$$\Pi_t = R_t^M - R_t^D$$

[eq. 1]

Spread più bassi significano profitti più bassi: come conferma Giovanni Ajassa - direttore del servizio studi BNL, gruppo BNP Paribas - il principale problema per il settore bancario europeo è la

redditività. L'edizione di luglio dell'EBA *dashboard* (il rapporto dell'EBA riguardante principali rischi per il settore bancario) mostra chiaramente come il deficit della redditività affligga tutto il comparto bancario europeo e non solo quello italiano.

Nel primo semestre del 2016 il ROE medio delle banche monitorate dall'EBA si attestava al 3,3% in Italia e su livelli ancora più bassi (2,6%) in Germania.

Le banche tedesche si collocano al primo posto tra gli istituti europei più afflitti dal problema della bassa redditività: alcuni dei fattori sono comuni alla maggior parte degli istituti dell'eurozona (le altissime spese legali, il costo di rinnovo delle passività a breve termine e una regolamentazione più severa del settore che ne limita la redditività). Tuttavia, esiste una sfida che caratterizza il sistema bancario tedesco: il mercato più competitivo d'Europa.

Il mercato finanziario tedesco è nel suo complesso abbastanza marcio, il che rende difficile avere una redditività significativa. Il settore bancario della più grande economia europea poggia su un altissimo volume di depositi, il che amplifica notevolmente gli effetti del taglio del *Deposit Facility Rate*. Inoltre, la presenza di leggi sul lavoro molto severe e una forte concorrenza erodono ulteriormente i profitti.

Chiariamo punto per punto le sfide che le banche tedesche si trovano ad affrontare:

- **1) L'alta concorrenza:** il mercato tedesco è troppo frammentato. La frammentazione del mercato, diviso tra oltre 1400 banche cooperative e di risparmio del paese, mette sotto pressione i profitti dei maggiori istituti (Deutsche, Commerzbank e DZ bank).
La gravità della situazione ha recentemente spinto l'ex CEO di Deutsche, Jhon Cryan, a richiedere operazioni di consolidamento del settore;
- **2) la dipendenza dai prestiti:** le banche tedesche fanno molto affidamento sui prestiti, molto più degli altri istituti dell'eurozona. Questo rende le banche tedesche tra gli istituti più critici riguardo il taglio del costo del denaro, da parte della BCE, per favorire le imprese e i consumatori. Poiché significa un taglio ai profitti derivanti da questa attività che, però, costituisce la principale fonte di reddito;
- **3) l'alto volume dei depositi:** la Germania è la nazione con il più alto volume di depositi di tutta l'Area euro. L'"imposta" overnight pari al -0,4% richiesta dalla BCE mette di più le banche tedesche rispetto agli altri istituti europei. Questo a causa del surplus commerciale che lascia il paese con una grande ricchezza in depositi;
- **4) la forza lavoro "inefficiente":** le banche tedesche hanno un profitto medio per dipendente nettamente inferiore ai loro competitors europei.

L'elevato numero di dipendenti e le severe leggi sul lavoro fanno sì che gli istituti creditizi tedeschi siano pieni di personale che genera troppo poco profitto.

Anche le banche quindi, come i loro correntisti e obbligazionisti, non sembrano passarsela bene. E nemmeno la locomotiva d'Europa costituisce un'eccezione. Il problema è che i costi dei tassi negativi non vengono totalmente trasferiti sulle spalle della clientela, nonostante l'aumento dei costi da essa sopportati, ma, viene per la maggior parte assorbito dai bilanci bancari. Ma, alla luce dei fatti, quanto può durare questo paradosso con le banche alla disperata ricerca di redditività?

La paura principale dei banchieri è che a fronte del perdurare di rendimenti negativi, la clientela decida di ritirare i fondi. Con danni che supererebbero largamente gli eventuali benefici contabili.

La corsa agli sportelli è probabilmente lo scenario peggiore che gli operatori del settore possano immaginare. Ma si tratta di una paura infondata?

Su questo punto gli esperti sono divisi: *“l'inversione di rotta dei flussi di cassa tra creditore e debitore* - spiega Maxime Alimi del team *Research & Investment Strategy* di AXA Investment Managers -

ha conseguenze psicologiche, legali, operative, sociali e fiscali”. Gli effetti, sempre secondo Alimi, non sarebbero lineari. Considerando anche il fatto che il regime dei tassi negativi non inizia poco al di sotto dello zero. Operatori e risparmiatori, infatti, passano al contante solamente dopo aver preso in considerazione vari costi come, ad esempio, deposito, custodia e trasporto. Nonostante la valutazione sia discrezionale, tradizionalmente la soglia minima perché i tassi entrino in territorio negativo viene stimata intorno al -1%. Anche qui, tuttavia, permane ancora molta incertezza. Nonostante l'esperienza passata: *“dalla metà del 2014 - conclude Alimi - sono cinque le economie che hanno introdotto tassi d'interesse negativi (Svizzera, Danimarca, Svezia, Eurozona e Giappone) ma nessuna ha portato i tassi sotto il -0,75%. Quindi è probabile che i tassi non siano ancora scesi sotto la soglia minima effettiva”*.

Per il momento la possibilità della corsa agli sportelli sembra improbabile, ma il rischio c'è. L'eventualità sembra confermata da un recente sondaggio commissionato ad IPSOS da parte di ING International: la maggior parte dei clienti che hanno composto il campione, si è dichiarata pronta a ritirare il denaro nel caso i rendimenti scendano al di sotto del -0,5%. Per ora, l'unica scelta che hanno a disposizione le banche è quella di resistere.

In questo senso un possibile punto di svolta potrebbe essere l'imminente fine del QE annunciata dal Governatore della BCE Mario Draghi. La fine del QE non significa certo la fine del mondo, nonostante questo sia il pensiero di molti, al contrario significa un ritorno alla normalità dei mercati finanziari. Anche se non vi sarà un ritorno al mondo com'era prima del fallimento Lehman, visti i

numerosi e profondi cambiamenti nella regolamentazione del settore bancario, il mercato sembra essere ormai maturo per intraprendere un nuovo corso di normalizzazione.

Il QE rappresenta uno strumento di politica monetaria non convenzionale e per questo destinato ad essere utilizzato per un periodo di tempo limitato. Inoltre, questo vuol dire che lo spettro della deflazione è stato allontanato. Tuttavia, oltre all'inspiegabile mancanza di un altrettanto deciso stimolo fiscale, rimangono dei dubbi sulla tempistica degli interventi: se il QE ha dato risultati molto più in la di quando previsto, non si deve solamente al ritardo degli interventi ma, soprattutto, ad un'errata sequenza temporale nell'attuazione degli stessi. Se il portafoglio delle banche è costituito per la maggior parte da *bonds* di lungo termine che pagano un tasso fisso (Titoli di Stato o *covered bonds*) esse trarranno vantaggio da una politica monetaria accomodante: i *bonds* iscritti nell'attivo di bilancio si rivalutano e la banca potrà rifinanziare le proprie passività ad un tasso più vantaggioso. Al contrario gli istituti il cui portafoglio è per la maggior parte costituito da titoli a breve termine subiranno l'effetto opposto. A partire dal 2011 gli istituti europei hanno iniziato a modificare la struttura per scadenze dei loro bilanci, con un incremento delle poste a breve termine e un elevato costo di rinnovo che ne ha eroso la redditività: in questo caso il QE ha avuto l'effetto di contrarre ulteriormente l'erogazione del credito. In pratica, se non calibrato sulla *duration* media degli strumenti finanziari detenuti dalle banche, un taglio dei tassi d'interesse ha effetti recessivi. In generale poi operazioni di QE risultano efficaci solo se effettuate quando gli effetti del taglio dei tassi cessa. Quindi, la sequenza ottimale sarebbe stata la seguente:

- 1) incentivare le banche (anche attraverso operazioni di rifinanziamento) ad acquistare strumenti finanziari di lungo termine a tasso fisso: i *bonds* avranno un rendimento pari a $R^B < R^M$ e potranno essere acquistati ad un prezzo vantaggioso pari a $p_0^B = R^B / R_0^M$;
- 2) procedere al taglio dei tassi d'interesse di mercato (R^M): adesso $R^B > R_1^M$ e il prezzo del *bond* sarà pari a $p_1^B = R^B / R_1^M > p_0^B$. Il valore di mercato dei *bonds*, iscritti al valore contabile di p_0 , subirà una rivalutazione, come se si trattasse di una “*stealth recapitalization*”;
- 3) infine, varare il QE: le banche venderanno i *bonds* da loro acquistati precedentemente alla BCE al valore di mercato $p_1^B > p_0^B$ in cambio di *bonds* a breve termine o riserve liquide, realizzando così un *capital gain* pari a: $p_1^B - p_0^B$.

Con questa sequenza la BCE avrebbe immesso la liquidità necessaria nel settore creditizio, sfruttando al massimo l'effetto espansivo del taglio dei tassi d'interesse: le banche avrebbero ricominciato prestare in breve tempo (ripristinando autonomamente la fiducia nel sistema), realizzato redditività e fornito gli stimoli necessari alla ripresa dell'inflazione.

Il QE quindi è efficace solo se varato successivamente al taglio dei tassi d'interesse. Se attuato precedentemente ha l'effetto opposto di neutralizzare lo shock positivo del taglio dei tassi, contraendo ulteriormente il mercato creditizio. La fine del QE quindi, piuttosto che uno shock negativo, se accompagnato dal giusto stimolo fiscale, potrebbe significare un ritorno alla redditività del settore bancario e la definitiva uscita dalla spirale dei tassi a zero.

Capitolo 2
La trasmissione della politica monetaria

- 2.1) *Politiche monetarie e canali di trasmissione.*

Le Banche centrali sono in possesso di un ampio ventaglio di politiche da istituire al fine di condizionare il comportamento degli agenti economici del loro paese (area geografica), la composizione del sistema finanziario e influenzare così il modello operativo delle banche. Tali politiche sono suddivise in politiche convenzionali e non convenzionali.

Tra le politiche convenzionali rientrano tutte quelle politiche, a mercato aperto, che servono a indirizzare i tassi d'interesse, gestire la liquidità nel mercato e segnalare l'andamento della politica monetaria, attraverso quattro tipologie di operazioni:

- 1) operazioni di rifinanziamento principali¹;
- 2) operazioni di rifinanziamento più a lungo termine²;
- 3) operazioni di regolazione strutturale e operazioni di tipo strutturale³.

Le operazioni convenzionali della BC possono essere riassunte con un taglio (incremento) dei tassi d'interesse ufficiali a seconda delle necessità, che vanno ad influire – sotto forma di stimoli monetari – sull'economia attraverso i canali di trasmissione.

Gli ultimi anni, a causa dell'intensità e del protrarsi delle turbolenze iniziate nell'agosto 2007, sono stati caratterizzati, da una massiccia diffusione delle politiche monetarie non convenzionali. Parliamo, quindi, di tutte quelle politiche che comportano l'acquisto straordinario di determinate attività finanziarie a mercati aperti, al fine di perseguire l'obiettivo della stabilità dei prezzi e della liquidità dei mercati. Anche in questo caso, grazie ad un meccanismo omologo a quello descritto in precedenza, la BC ha, a determinate condizioni che approfondiremo in seguito, la possibilità di influenzare l'erogazione creditizia, i prezzi e l'inflazione.

Data la particolarità (unicità) dell'attuale momento storico, la BCE ha utilizzato entrambe le politiche in maniera contemporanea e coordinata. Data l'inefficacia delle sole politiche monetarie convenzionali, il massiccio ricorso a strumenti non convenzionali ha tuttavia riscontrato solo una parziale efficacia. Grazie al QE infatti, è possibile fornire alle banche la liquidità necessaria a prestare, così da stimolare la domanda e rilanciare i consumi delle famiglie e gli investimenti delle imprese.

¹ Si tratta di operazioni temporanee con frequenza settimanale e scadenza a due settimane. Tali operazioni soddisfano la maggior parte delle esigenze di liquidità del settore bancario. Il tasso minimo di offerta per le operazioni di rifinanziamento principali è uno dei tassi principali della BCE. Esso si colloca entro i limiti del tasso di deposito (limite inferiore) e le operazioni di rifinanziamento marginale (limite superiore). Il livello di questi tassi – il corridoio dei tassi d'interesse – indica l'orientamento della politica monetaria nell'Eurozona.

² Si tratta di operazioni temporanee di finanziamento con frequenza mensile e scadenza a tre mesi. Rappresentano solo una parte limitata del volume di rifinanziamenti complessivo e non sono volte ad inviare segnali al mercato.

³ Le prime, sono operazioni ad hoc che mirano a gestire fluttuazioni impreviste della liquidità nel mercato, in particolare nell'ottica di ridurre gli effetti sui tassi d'interesse; mentre le seconde sono volte principalmente a regolare in modo permanente la posizione strutturale dell'Euro sistema nei confronti del sistema finanziario.

Come sottolineato da *Banford et al* (2009), esistono diversi canali attraverso i quali una maggior liquidità può impattare sull'economia reale: 1°) gli acquisti effettuati dalla BCE dovrebbero innalzare i prezzi degli strumenti finanziari a reddito fisso (effetto valore positivo), riducendo i costi di finanziamento e aumentando così i consumi e gli investimenti. 2°) il QE può funzionare a seconda che la Banca Centrale sia ritenuta più o meno credibile e riesca a dare indicazioni positive (*forward guidance*) in relazione all'andamento dell'economia. Il successo delle politiche monetarie non convenzionali, quindi, dipende dalle attese che esse sono in grado di generare negli operatori di mercato, dal grado di fiducia che essi ripongono nella Banca Centrale e da fattori esogeni quali struttura dei mercati, fattori congiunturali e pro-ciclicità degli agenti economici.

- 2.1.1) Politiche monetarie convenzionali (2010-2013).

Lo strumento principale con cui ogni BC può condizionare il mercato, è senza dubbio la possibilità di fissare in maniera indipendente (monopolistica) i tassi d'interessi ufficiali, attraverso una regola *à-la-Taylor* (regola di *Taylor*, 1993)⁴.

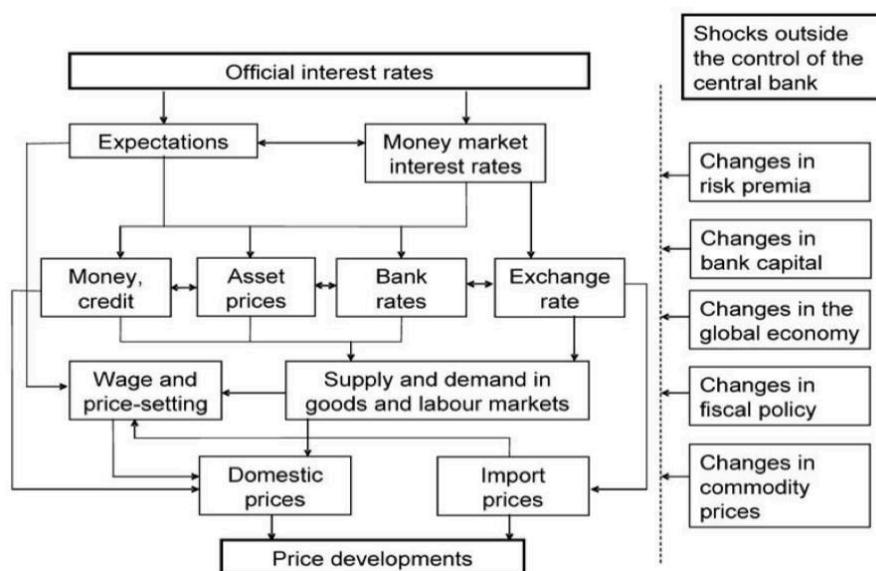


Figura 1: meccanismo di trasmissione delle politiche monetarie convenzionali. Fonte: ECB - publications⁵.

Il cambiamento dei tassi ufficiali (figura 6), come politica di mercato aperto (chiuso) può influenzare in maniera trasversale il sistema economico/finanziario.

E' difficile tuttavia prevedere l'esito di queste politiche ex-ante e, soprattutto, capire il *timing* entro cui esse genereranno gli effetti desiderati. Quest'ultimi dipendono infatti da una serie di fattori ciclici. Per essere più chiari: nel caso in cui il settore privato intenda ridurre il proprio indebitamento, la revisione al ribasso del tasso d'interesse non influenzerà l'offerta di credito, poiché l'espansione monetaria sarà contrastata dall'aumento del risparmio precauzionale.

La movimentazione dei tassi ufficiali influenza, quindi, anche se in maniera indiretta, sia il mercato monetario che le aspettative degli agenti economici: un incremento (riduzione) dei tassi ufficiali innesca un incremento (riduzione) dei tassi d'interesse sui mercati monetari⁶ e sui tassi applicati dalle

⁴ La regola consiste in una relazione lineare che lega l'inflazione e il PIL ad uno strumento di politica monetaria convenzionale. Infatti, le banche centrali hanno la possibilità di fissare un tasso che deve essere pari al tasso d'interesse reale di equilibrio, ossia quello che ci garantisce un livello di domanda uguale all'offerta aggregata di piena occupazione. Per maggiori dettagli, si veda J. B. Taylor, 1993.

⁵ I meccanismi di trasmissione illustrati in figura 1, sono validi in termini assoluti e non solo in relazione all'Eurozona.

⁶ I tassi d'interesse interbancari, sia *secured* che *unsecured*, sono infatti determinati dal c.d. corridoio dei tassi (*unsecured*) i cui limiti superiore ed inferiore, sono costituiti, rispettivamente, dall'*MLF* e dal *Deposit Facility Rate*. Nel caso del segmento *secured*, la revisione dei tassi ufficiali influenza il valore nominale dei bond stanziati a garanzia dei prestiti.

banche sui prestiti e i depositi della clientela. Le aspettative, invece, hanno maggior influenza sui tassi d'interesse a lungo termine (*term premia*) perché fortemente correlati con i tassi a lungo termine. Le modifiche dei tassi e delle aspettative, tendono ad influenzare (in un modo o nell'altro) direttamente sia i prezzi degli strumenti finanziari che dei tassi di cambio⁷: l'abbassamento dei tassi d'interesse, genera un effetto valore positivo che determina un effetto ricchezza con conseguente miglioramento dei costi di finanziamento, crescita dei consumi e degli investimenti. In questo caso tuttavia, le aspettative degli agenti economici possono determinare anche l'effetto contrario: come già spiegato, tali aspettative, hanno maggior influenza sui rendimenti a lungo termine: quando la curva dei rendimenti è piatta o, come nello scenario attuale, inclinata negativamente, essa riflette aspettative al ribasso dei rendimenti a lungo termine. Secondo l'impianto della teoria Neo-keynesiana, e dell'equivalenza Ricardiana, si viene a creare uno squilibrio tra la domanda di attività finanziarie e di debito, con la crescita delle prime che eccede la seconda.

Dal punto di vista bancario, la variazione dei tassi ha vari effetti sia a livello di prestiti interbancari che verso l'economia reale. Se i tassi d'interesse sono più bassi infatti, diminuisce il rischio di credito in tutte le sue componenti, il che dovrebbe dare alle banche la possibilità di aumentare l'offerta di fondi – in particolare a lunga scadenza – a famiglie e imprese.

Oltre che sul canale bancario tradizionale, che si concentra sull'ammontare complessivo dei prestiti erogati, esiste un canale relativo all'assunzione del rischio (*Coeuré*, 2016). Questo canale è pensato per operare principalmente attraverso due meccanismi:

- 1) Il valore e le attività dei *collaterals* aumentano con i bassi tassi d'interesse. Questo, combinato con l'assunzione che la crescita dei prezzi sia sostenibile nel tempo, dovrebbe far sì che gli istituti creditizi si assumano maggiori rischi⁸;
- 2) Le attività più rischiose divengono più appetibili con i bassi tassi d'interesse: il perdurare di turbolenze, innesca infatti la c.d. fuga verso la sicurezza, le cui conseguenze, deprimendo i rendimenti già ridotti dal taglio dei tassi delle attività più sicure, spinge gli investitori alla ricerca di redditività.

Le operazioni convenzionali hanno, tuttavia, perso progressivamente efficacia negli anni, soprattutto alla luce della crisi finanziaria internazionale e della crisi del debito sovrano. Secondo l'impostazione

⁷ Variazioni del tasso di cambio influenzano direttamente il tasso d'inflazione, qualora i beni importati siano beni di consumo.

⁸ L'esperimento sociale determinato dalla crisi del 2008, evidenzia come le assunzioni sulla sostenibilità della crescita dei prezzi nel tempo siano da considerarsi non vere. Così come i prezzi dei beni durevoli o di consumo, anche le attività finanziarie sono soggette all'andamento del ciclo economico.

Keynesiana tradizionale⁹, quando gli agenti economici propendono per aspettative negative rispetto all'economia¹⁰ vengono indotti ad una maggiore preferenza per la liquidità¹¹.

Nell'impostazione Keynesiana, inoltre, uno degli assunti di base implica la non-negatività dei tassi d'interesse nominali. L'assunzione è da modificare poiché sia la BoJ che la BCE – così come le Banche centrali svizzere e svedesi – hanno ormai sperimentato tassi d'interesse negativi nel breve termine (*Zero Lower Bound of the Nominal Interest Rate, ZLB*), senza tuttavia riuscire a fornire gli stimoli necessari alla domanda aggregata.

⁹ John Maynard Keynes, Teoria generale dell'interesse, dell'occupazione e della moneta.

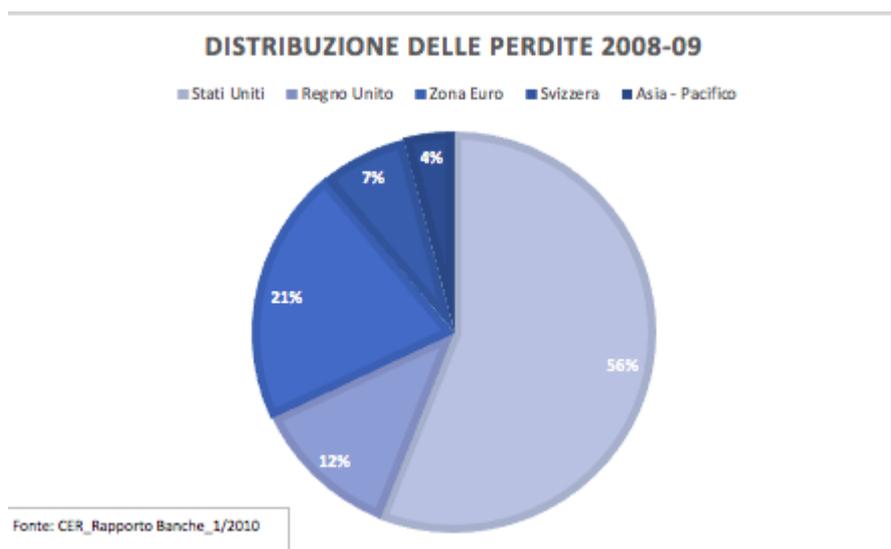
¹⁰ Tali aspettative sono dovute principalmente a fattori geopolitici, aspettative di deflazione persistente, stagnazione o contrazione della domanda aggregata.

¹¹ Nell'impostazione Keynesiana, il concetto di preferenza per la liquidità (trappola della liquidità) si riferisce ad uno scenario in cui il costo-opportunità di detenere moneta in forma liquida (*cash or equivalents*) supera quello di detenere titoli. L'assunzione deriva dal dualismo vigente nella teoria monetaria Keynesiana, secondo la quale, gli agenti economici – a seconda delle oscillazioni del tasso d'interesse – hanno la sola scelta tra il detenere moneta sotto forma di *cash* o titoli. Nell'impostazione Neo-keynesiana e nell'equivalente Ricardiana, il concetto di liquidità viene ampliato ad ulteriori *asset class* molto liquide; come *bond* governativi e strumenti monetari.

○ 2.1.2) Il deleveraging (2011-2013)

La crisi finanziaria internazionale è stata essenzialmente una crisi di *leverage*. Negli anni pre-crisi, in particolare le banche statunitensi, espansero i loro bilanci e incrementando l'*asset-to-equity ratio* a fronte di requisiti patrimoniali inadeguati. L'adozione di un modello di *funding* basato in larga parte sulla provvista all'ingrosso (*wholesale*) rivelò la stretta correlazione tra il concetto di liquidità e solvibilità, nonché tra il lato del passivo e dell'attivo di bilancio (Curcio e Gianfrancesco, 2017): problemi di liquidità dal lato del passivo determinano significativi effetti collaterali sul lato dell'attivo. Non potendo rifinanziare le passività quindi, le banche avranno difficoltà nell'adempire le proprie obbligazioni¹².

La Zona euro è stata lambita solo parzialmente dalle turbolenze scaturite dalla crisi dei mutui *subprime* statunitensi: più della metà delle perdite è infatti rimasta circoscritta al sistema bancario statunitense, e, il resto come segue



D'altra parte, con l'intensificarsi delle turbolenze sul debito sovrano, la trasmissione al sistema bancario e il generale deteriorarsi della qualità degli attivi, le banche europee hanno sensibilmente innalzato il proprio rapporto di leva finanziaria.

Nel quadriennio 2009-2012 la media dei 64 istituti monitorati dall'EBA è cresciuta fino al 28,6%. Dall'inizio dell'espansione nel 2005, sino al picco riscontrato nel 2012, il valore delle attività iscritte a bilancio è salito del 60 per cento, per un valore nominale di 33.7 trilioni (valore pari a 3.55 volte il PIL dell'Eurozona); senza tuttavia sortire particolari effetti nel finanziamento dell'economia reale.

¹² Un modello operativo di tipo *wholesale* si caratterizza per la forte prevalenza di passività a breve termine ed esposizioni a lungo termine. Si determina quindi uno squilibrio nella struttura per scadenze di bilancio, che viene compensato attraverso il massiccio ricorso ad operazioni di cartolarizzazione creditizia allo scopo di reperire la liquidità necessaria al rifinanziamento delle passività.

La necessità di procedere ad aggiustamenti strutturali è stata quindi, da una parte, necessaria conseguenza della crisi finanziaria internazionale e del debito sovrano, ma soprattutto dettata dalla necessità di apportare i dovuti cambiamenti ad un modello operativo ormai divenuto insostenibile nel lungo termine.

Esistono diverse variabili che influenzano il *deleveraging*. L'impatto di esse ne determina tre tipologie: “*Good deleveraging*”; “*Bad deleveraging*”; “*Ugly deleveraging*”¹³.

Nel primo caso, le banche innalzano la componente patrimoniale sia attraverso operazioni di rifinanziamento presso la BC, che attraverso l'emissione obbligazionaria (*equity effect*)¹⁴. Le attività che vengono dismesse, sono quelle non in grado di generare redditività o non-strategiche; in tale contesto, l'*adjustment period* è piuttosto breve e l'impatto sull'economia reale limitato.

Negli ultimi due casi invece, l'impatto sull'economia è significativo: la tendenza principale è il massiccio ricorso alla cartolarizzazione creditizia con l'intento di dismettere le attività non più in grado di generare profitti (es. inadempienze probabili e/o esposizioni scadute o sconfinanti); tale pratica tuttavia è soggetta alla liquidità del mercato: se questo è illiquido allora il ricorso alla cartolarizzazione è impraticabile, poiché ne gli *SPVs*, ne tantomeno gli investitori finali, avranno le risorse per finanziarne l'acquisto. Se questo è il caso, lo scenario prevede il verificarsi di una *c.d. fire-sale*, nel cui contesto, le banche cederanno gli *asset* di qualità più elevata e più liquidi, come crediti esigibili e/o obbligazioni societarie o statali di alta qualità (BBB (Baa)-AAA (Aaa)) (fonte: Moody's Investor Services (Standard&Poors))

Negli scenari “*Bad*” e “*Ugly*” il periodo d'aggiustamento è piuttosto prolungato e neutralizza i canali di trasmissione della politica monetaria. Data la natura strettamente *bank-based* del sistema finanziario europeo, il principale canale di trasmissione delle politiche monetarie convenzionali all'economia reale è l'ammontare complessivo dei prestiti erogati dalle banche. Se la maggior parte delle banche che intendono ridurre il proprio coefficiente di leva finanziaria, trattenendo, ad esempio, gli utili come riserve, prolungando così il periodo di aggiustamento bloccheranno questo canale di trasmissione. Indipendentemente dal livello dei tassi d'interesse nominali, esse richiederanno un tasso di remunerazione più elevato per i prestiti di nuova emissione, che incederà negativamente (ampliandolo) sul coefficiente *RWA*. Inoltre, concorrendo per raccogliere nuovi depositi al fine di implementare le rispettive *loan-to-deposit ratios*, i costi della provvista al dettaglio cresceranno in maniera significativa e dovranno essere incorporati nei tassi d'interesse sui nuovi prestiti. Se ciò accade, l'espansione della base monetaria verrà assorbita dall'ampliamento delle riserve e dai costi di finanziamento.

¹³ <https://www.economist.com/free-exchange/2012/05/02/the-bad-the-good-and-the-ugly>

¹⁴ Nel contesto del *deleveraging* l'*equity effect* indica l'innalzamento dei requisiti patrimoniali, mentre l'*asset effect* indica la dismissione di attività finanziarie.

I dati raccolti in un intervallo temporale compreso tra giugno 2011 e giugno 2014, riguardano 15 delle 64 banche monitorate dall'EBA. Il rapporto di leva finanziaria è stato calcolato attraverso l'utilizzo del metodo *shift-share* (Dunn, 1960), consistente in una tecnica analitica di tipo descrittivo, comunemente utilizzata nell'ambito delle ricerche di mercato, che consente di determinare il contributo di una (o più) variabili dipendenti ai cambiamenti di una variabile dipendente in un orizzonte multi-periodale:

$$\Delta Lev_{t,t-1} = \frac{A_t}{E_t} - \frac{A_{t-1}}{E_{t-1}} = \frac{A_t - A_{t-1}}{E_{t-1}} + A_{t-1} \left(\frac{1}{E_t} - \frac{1}{E_{t-1}} \right) + (A_t - A_{t-1}) \left(\frac{1}{E_t} - \frac{1}{E_{t-1}} \right) \quad [1]$$

Dove, il fattore $\frac{A_t - A_{t-1}}{E_{t-1}}$ rappresenta l'*asset effect*¹⁵; $A_{t-1} \left(\frac{1}{E_t} - \frac{1}{E_{t-1}} \right)$ è l'*equity effect* e, infine, il fattore $(A_t - A_{t-1}) \left(\frac{1}{E_t} - \frac{1}{E_{t-1}} \right)$ è l'effetto residuale. L'applicazione della formula di Dunn, è stata applicata tenendo conto di un intervallo temporale $(t, t - 1)$ di durata semestrale, e, il valore nominale degli asset è stato attualizzato attraverso un fattore di sconto pari alla media della curva dei rendimenti europea, tra il 1997 e il 2013 (*Eurozone yield curve* (YAS), fonte: Bloomberg terminal).

I risultati sintetizzati in figura 1, delineano significativi progressi nell'*deleveraging*: Deutsche Bank, ad esempio, ha ridotto la propria leva finanziaria di quasi 10 punti percentuali (da 52,4 punti, giugno 2011 a 42,8 punti, giugno 2014). A livello aggregato il declino corrisponde al 20 per cento del PIL e la *loan-to-deposit ratio* è scesa dal 140 per cento del 2008 al 120 per cento del secondo semestre 2014. Dall'inizio della crisi finanziaria internazionale le banche europee hanno raccolto circa €235 miliardi in *equity*¹⁶, in aggiunta ad altra liquidità come utili non distribuiti e *CoCos*. Allo stato attuale quindi, la maggior parte del settore risulta essere in linea con i requisiti di capitale disposti dal Basilea III e rafforzati da Basile IV¹⁷.

¹⁵ Il termine *asset effect* indica la dismissione delle attività iscritte nell'attivo di bilancio.

¹⁶ Quando si parlerà di *equity* il riferimento sarà al *common equity*, poiché facilita l'analisi non essendo la sua definizione soggetta a particolari vincoli giuridici da parte delle giurisdizioni nazionali e particolari vincoli regolamentativi, rendendolo un parametro estremamente trasversale.

¹⁷ A partire dall'ottobre 2021, entrerà in vigore Basilea IV. Tra le molteplici novità contenute in esso, particolare rilevanza assume l'implementazione dei requisiti di capitale innalzati al 9 per cento dell'*RWA*.

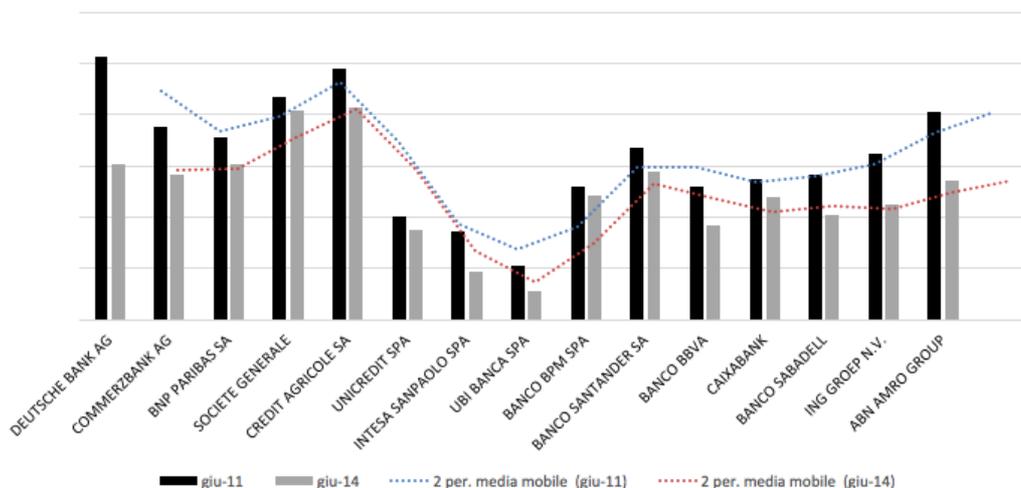


Grafico 1: variazione della *leverage ratio* delle banche della Zona Euro, media mobile giugno 2011-giugno 2014.

Dati: Thomson Reuters Datastream, elaborazione dell'autore.

In questo processo, la politica monetaria ha un ruolo ben definito: attraverso il ricorso ad operazioni di finanziamento a lungo termine (LTRO, TLTRO), la BC facilita l'accesso alla liquidità senza che le banche siano costrette a sostenere costi di *funding* eccessivi. Difficoltà nella raccolta potrebbero infatti condurre ad un periodo di aggiustamento prolungato. Nelle fasi convulse successive alla bancarotta della Lehman Brothers, le banche hanno riscontrato significative difficoltà nel reperire liquidità, sia all'ingrosso che sui mercati interbancari, che avrebbero potuto creare le condizioni perché si verificasse una *fire-sale*. In tali circostanze, la BCE è intervenuta attraverso due operazioni di rifinanziamento a lungo termine (VLTROs), normalizzando i mercati monetari.

Ampliando la base monetaria, la BC stimola il *risk-appetite* delle banche: data infatti la discesa delle attività più sicure determinata dai bassi tassi d'interesse e l'abbassamento dei costi di *funding*, ciò dovrebbe far sì che le banche si assumano maggiori rischi, erogando più fondi all'economia reale.

Nello scenario attuale, nonostante l'eccezionale espansione della massa monetaria, l'offerta di credito permane in fase di stagnazione: tra il 2011 e il 2013, l'offerta di moneta M_3 è risultata piatta, crescendo del solo 1,2% nel primo semestre del 2014. L'effetto è riconducibile all'eccessivo ricorso delle banche alla liquidità della BCE, che lascia sprovvisto della liquidità necessaria il mercato secondario.

Riscontri a conferma emergono dall'analisi delle variazioni nella composizione dell'attivo del campione. In termini di *asset class*, la contrazione maggiore è stata registrata nell'esposizione nei confronti del settore privato (*corporate bonds* e derivati), mediamente pari al 18,7%; gli impieghi - 3,8% con la performance peggiore registrata nel 2013, pari a -5,2%. Significativo è il fatto che di questi il oltre il 73 per cento, fosse costituito da crediti esigibili e generalmente più liquidi rispetto

alle obbligazioni corporative. Al contrario, l'esposizione nei confronti del settore pubblico è cresciuta in media del 68,2 per cento.

E' chiaro quindi che le politiche monetarie convenzionali non sono sufficienti a far sì che l'*adjustment period* non si prolunghi eccessivamente. L'impatto sul processo di aggiustamento potrà essere maggiore se la riduzione dei rendimenti a lungo termine aumentasse la capacità delle banche di ricorrere al finanziamento esterno, riducendone al contempo la rischiosità.

○ 2.1.3) *Politiche monetarie convenzionali: l'impatto sul mercato creditizio.*

Le riforme nel campo della regolamentazione e della vigilanza, mirano a ridurre le probabilità che in futuro si verifichino nuovamente le condizioni che condurrebbero a nuove crisi sistemiche o di singole banche, nonché contenerne i possibili effetti negativi sull'economia reale.

In aggiunta alle disposizioni contenute nel III Accordo di Basilea – e rafforzate dal IV Accordo, a partire dal 2021 – è previsto un ulteriore aumento dei requisiti di capitale per le banche di rilevanza sistemica, ampliabile all'intero settore per fini macro-prudenziali¹⁸. Il processo di revisione regolamentare è ancora in corso, si stanno definendo le norme sulla *Total Loss Absorbing Capability*, le quali prevedono che le banche sistemiche detengano un determinato ammontare di strumenti finanziari svalutabili o convertibili in capitale in caso di dissesto.

Le riforme determinano un ridimensionamento dei bilanci bancari e l'innalzamento dell'onere della raccolta derivante dalla revisione della BRRD¹⁹ (che rende le passività più rischiose ad eccezione dei depositi protetti) ed altri ulteriori vincoli protetti sono tutti fattori che comprimono l'offerta di credito. Nella stessa direzione spingono le forze di mercato: la rivalutazione del rischio creditizio e sovrano ha accresciuto l'onerosità della raccolta bancaria a medio/lungo termine, contribuendo anche per questa via a ridurre la profittabilità dell'intermediazione creditizia.

Il sistema bancario che nasce attraverso l'applicazione delle riforme e le indicazioni di *policy* è quindi caratterizzato da maggiori margini sia dal punto di vista della sicurezza, che della liquidità, ma da minore redditività e, soprattutto, dal ridimensionamento del ruolo di finanziatore dell'economia reale. Una parte della letteratura empirica indica che in equilibrio (ossia una volta che il sistema abbia completato il passaggio al nuovo regime), una maggiore capitalizzazione delle banche si riflette positivamente sull'offerta di credito²⁰. Tuttavia la relazione tra ampliamento della base monetaria e offerta di credito non è univoca e, nell'ambito della transizione verso un nuovo regime, un aumento di capitale, determinato dalla necessità di un innalzamento dei requisiti patrimoniali, tende a frenare l'offerta di credito. Valutazioni effettuate precedentemente il recepimento del nuovo quadro normativo, avvaloravano quest'ipotesi; pur indicando che l'incisività dei costi di aggiustamento, non sarebbe stata tale da pregiudicarne i benefici netti nel lungo termine.

¹⁸ Per le banche sistemiche a livello globale (G – SIB1) viene introdotto un requisito aggiuntivo relativo al capitale di migliore qualità (CET_1) variabile tra l'1% e il 3,5% degli attivi ponderati per il rischio in base alla rilevanza sistemica dell'intermediario. Requisiti specifici possono essere introdotti per le banche sistemiche a livello nazionale. Tra le misure per l'intero sistema, il *buffer* anti – ciclico viene attivato nelle fasi in cui la crescita degli aggregati creditizi viene ritenuta eccessiva.

¹⁹ La *BRRD* trasferisce l'onere delle crisi bancarie dal settore pubblico ai finanziatori delle banche, come azionisti e/o detentori di altre passività.

²⁰ Cfr. con riferimento al caso statunitense. J. Peck e E.S. Rosengren (1995), "The Capital Crunch: neither a Borrower or a Lender Be" – Journal of Money, Credit and Banking – vol. 27, n. 3.

A livello internazionale (extra UE), il *deleveraging* si è realizzato principalmente attraverso l'incremento del capitale e della liquidità, senza particolari ripercussioni nei finanziamenti all'economia reale²¹. Anche in questo caso, il ricorso ad operazioni di rifinanziamento (seppur a breve termine) è stato ampio: sia la Fed che la BoE infatti, hanno aperto delle periodiche finestre di sconto, sin dal secondo semestre del 2009. In tali casi, i potenziali effetti negativi di una contrazione del credito verso l'economia reale, sono stati contenuti dall'ampio ricorso al mercato dei capitali da parte delle imprese. La transizione è stata inoltre agevolata, oltre che dall'eccezionale espansione monetaria, dall'indebitamento pubblico e dall'accondiscendenza della politica fiscale; accrescendo le risorse a disposizione del settore privato.

Il contesto in cui sta avvenendo l'aggiustamento dei bilanci è quindi diverso dalla Gran Bretagna e, ancor, di più dagli USA: il peso del mercato dei capitali è difatti ben diverso (figura 1), nella Zona euro inoltre la struttura produttiva è costituita principalmente da realtà medio piccole (SMEs) dipendenti dal credito bancario, così come le banche generano a loro volta profitti attraverso l'attività commerciale.

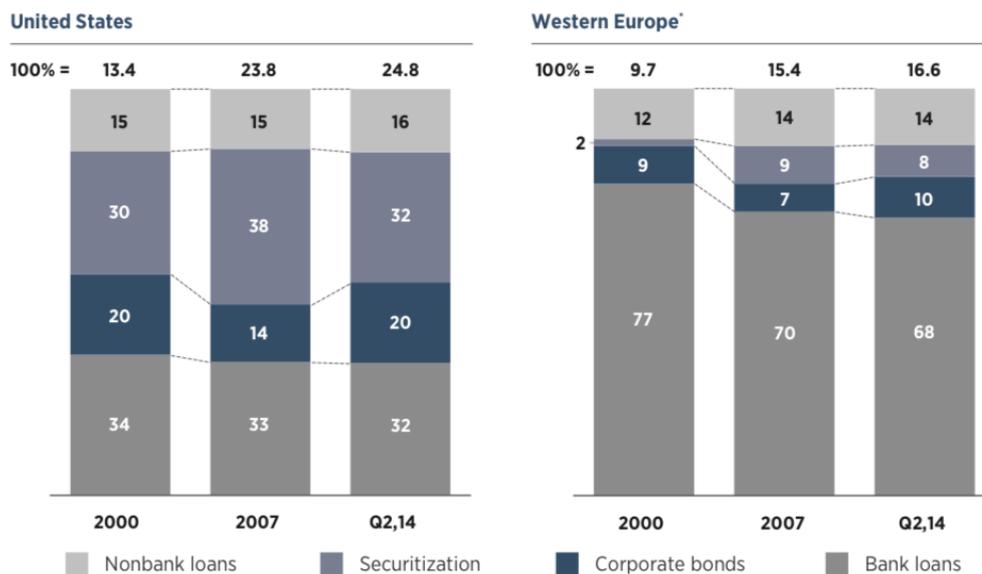


Figura 2: incidenza del canale bancario sul totale del credito all'economia negli USA e nell'UE (val. %)
 Fonte: Group of 30, novembre 2015, pp. 6. Fonte dati: McKinsey Global Institute.

Inoltre, la capacità del settore pubblico di sostenere le banche e l'economia è limitata dal percorso di consolidamento fiscale intrapreso da molti Paesi e dalle rigide regole di bilancio comunitarie.

²¹ Bologna, Caccavaio e Maglietta (2014), *EU Banks Deleveraging* – Banca D'italia, Questioni di Economia e Finanza, *Occasional Papers*, n. 235.

Senza il concorso di fattori strutturali, congiunturali e ciclici, è impossibile che la BC possa prolungare il ciclo espansivo senza che l'economia incorra nella trappola della liquidità²². Riferendosi nuovamente all'assunzione Keynesiana che la crescita dei prezzi sia sostenibile nel tempo, la maggior capitalizzazione delle banche, si tradurrebbe in una maggiore disponibilità di credito e la relativa abbondanza di moneta farebbe sì che parte di essa sarebbe reinvestita in attività finanziarie, nei limiti entro cui queste garantissero un rendimento nominale positivo (ovvero nei limiti entro cui esistesse un costo-opportunità per la detenzione di moneta). Tuttavia, come detto, la relazione tra espansione monetaria e offerta di credito non è univoca, ma soggetta al vincolo risparmio/debito: qualora il settore bancario, nella transizione al nuovo regime, intende ridurre il proprio indebitamento, il vincolo, neutralizza la trasmissione della politica monetaria.

Tali dinamiche sono state osservate a Cipro, in Spagna, Portogallo e Irlanda, il cui indebitamento del settore privato registrò, negli anni pre-crisi, la crescita più significativa

La presa di coscienza dell'inefficacia delle politiche monetarie convenzionali nel fornire gli stimoli necessari all'economia, ha condotto la BCE a ricorrere in maniera sempre più massiccia e frequente a politiche monetarie non convenzionali.

²² Nella teoria Keynesiana, il termine trappola della liquidità delinea uno scenario in cui gli agenti economici hanno possibilità infinite di detenere moneta in forma liquida, indipendentemente dalla quantità in circolazione.

- 2.2) *Politiche monetarie non convenzionali.*

Gli anni che seguirono la crisi finanziaria internazionale e la crisi del debito sovrano, sono stati caratterizzati dal sempre più massiccio ricorso a politiche monetarie di tipo non convenzionale. Soprattutto nella Zona euro il perdurare di fenomeni deflativi/recessivi e l'inefficacia delle politiche convenzionali di provvedere, nonostante l'eccezionale espansione monetaria, agli stimoli necessari all'economia reale, ne hanno decretato il progressivo accantonamento.

Lo scenario c.d. "Grande Moderazione" – caratterizzato da bassi tassi d'interesse, bassa inflazione e crescita moderata²³ – ha aperto, quindi, la strada all'utilizzo di politiche monetarie non convenzionali. L'efficacia della trasmissione delle quali sarà, da qui in avanti, il focus dell'analisi teorica di questo capitolo.

Tra le politiche non convenzionali, si annoverano tutte quelle politiche che prevedono l'acquisto di strumenti finanziari a mercato aperto. In tale ambito il primo esempio risale al 2001: in seguito alla crisi deflazionistica che colpì il Giappone, la BoJ, attuò una politica di acquisto di strumenti finanziari (principalmente Titoli di Stato) a mercati aperti al fine di ristabilire l'economia dei e tentare quantomeno di uscire dalla spirale deflazionistica dalla spirale deflazionistica.

L'esempio giapponese costituisce una buona base, in chiave esplicativa, per chiarire il senso di politiche monetarie non convenzionali: si tratta infatti di politiche urgenti e fuori dal comune, il cui ambito di applicazione si è ampliato all'indomani della crisi finanziaria del 2008 e della crisi del debito sovrano; ne fanno parte il QE, il *Credit easing* e i tassi d'interesse negativi.

Attuando il *Credit Easing* la BC intende specificatamente ridurre i tassi d'interesse e ripristinare il corretto funzionamento del mercato, modificando la composizione di bilancio, ma, non ampliando il passivo. Il QE, al contrario, si ascrive a tutte le manovre che vanno ad incrementare il lato del passivo di bilancio di una Banca Centrale (riserve e valute).

Per chiarire meglio, faremo alcuni esempi: 1) *Ben Bernanke*, ex-governatore della Fed, grazie al programma LSAP ha intrapreso proprio una politica di *Credit Easing*, cercando di normalizzare/migliorare il mercato obbligazionario, piuttosto che incrementare solamente la base monetaria; 2) la BoJ nei primi anni '2000 e la BoE – nell'ambito delle misure prese in risposta alla crisi della *Northern Rock* – tramite alcuni contenuti del *Banking Special Provision Act* (2008), invece, dichiararono apertamente l'intento di espandere la propria base monetaria attraverso operazioni di QE. In questo *framework* si collocano le operazioni di QE portate avanti dalla BCE, a cui si aggiunge la decisione di portare i tassi d'interesse a breve termine in territorio negativo.

²³ Nicoletta Batini, Giovanni Melina, Stefania Villa, "Interlinkages between Private and Public Debt Overhangs", novembre 2015.

Come per le politiche monetarie convenzionali, anche in questo caso ci serviremo di un riferimento grafico (figura 8) – ripreso dalla pubblicazione “*The financial market impact of Quantitative Easing*” di Joyce et al (2010) – per illustrare i canali di trasmissione delle politiche monetarie non convenzionali. L’obiettivo, è illustrare con precisione attraverso quali canali, l’acquisto di strumenti finanziari riesca ad alimentare un meccanismo di trasmissione, il cui fine ultimo è stimolare l’erogazione del credito e contrastare le spinte deflazionistiche.

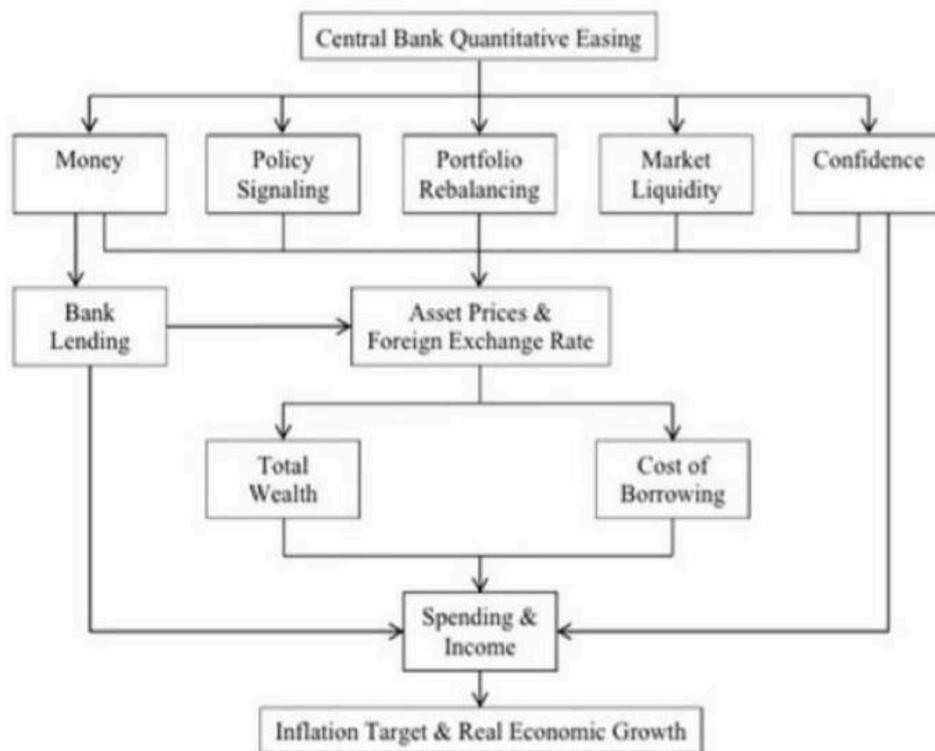


Figura 3: meccanismo di trasmissione del *Quantitative Easing* all’economia reale
 Fonte: Joyce et al “*The financial market impact of Quantitative easing*”, 2010

La figura 3 sintetizza la trasmissione delle politiche monetarie non convenzionali a livello generale, senza quindi alcun riferimento specifico alla Zona euro. Nel paragrafo successivo ci concentreremo su come lavora il piano di acquisto titoli della BCE ed i suoi effetti sul sistema finanziario e sulle aspettative degli agenti economici.

- 2.2.1) Il meccanismo tramite cui opera il piano di acquisto di titoli per finalità di politica monetaria.

Attraverso l'acquisto di attività finanziarie in cambio di riserve monetarie, la BC modifica la composizione del portafogli degli agenti economici riducendo la disponibilità sul mercato di tali attività – in genere caratterizzate da un rischio di credito contenuto e scadenze a medio/lungo termine – e aumentando la quantità di altre attività molto liquide, come le riserve della Banca centrale. L'espansione di bilancio della BC conseguente queste politiche è determinata, sul lato dell'attivo, dall'aumento delle attività finanziarie; su quello del passivo dall'aumento delle riserve di Banca centrale. I meccanismi attraverso cui opera questa misura di politica monetaria sono molteplici: non solo l'aumento della base monetaria, in cui spesso si tende ad individuare il canale principale²⁴, ma anche altri, non legati all'immissione di riserve o all'espansione di bilancio della Banca centrale, bensì al mutamento della composizione del bilancio del settore privato e all'effetto sulle aspettative degli agenti economici.

I principali canali attraverso i quali il programma di acquisto influenza l'attività economica e le aspettative d'inflazione sono sintetizzati nella figura sottostante (figura 4).

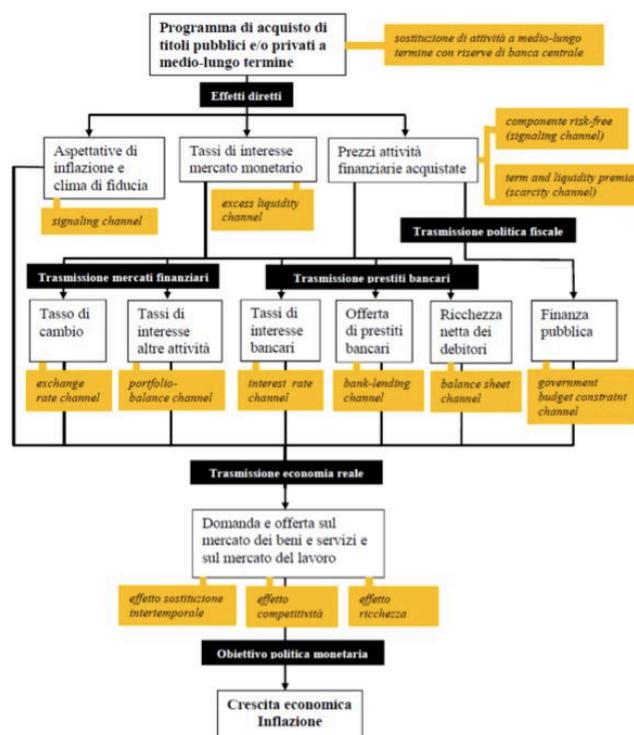


Figura 4: il meccanismo di trasmissione del programma di acquisto di titoli.

Fonte: Banca d'Italia, QEF, aprile 2015.

²⁴ Ciò deriva dal fatto che, secondo la teoria quantitativa della moneta, nel lungo periodo, a una variazione del tasso di crescita della base monetaria (riserve della BC + depositi + circolante) corrisponde una variazione di pari ammontare dell'inflazione. Nondimeno, l'impatto degli acquisti di attività finanziarie su larga scala, non è necessariamente legato ad un aumento delle riserve della Banca centrale (Borio e Disyatat, 2010).

La sostituzione di attività finanziarie a medio-lungo termine con riserve della Banca centrale opera attraverso tre canali diretti: *i)* sui prezzi e i rendimenti delle attività oggetto del programma; *ii)* sui tassi d'interesse del mercato monetario; *iii)* sulle aspettative di inflazione e sul clima di fiducia degli agenti economici.

Il programma di acquisto ha in primo luogo un impatto diretto sui titoli pubblici e privati che sono oggetto del piano di acquisto.

Al tempo t , il rendimento di un titolo con scadenza al tempo $t + n$ ($i_{t,t+n}$) può essere scomposto in una componente priva di rischio, $i_{t,t+n}^{RF}$, e una componente di premio per il rischio, che include il premio a termine, tp_t (*term premia*, il quale misura le aspettative degli agenti economici), per la liquidità, lp_t (*liquidity premia*) e il premio per il rischio di credito, cp_t (*credit premia*). La componente priva di rischio di un titolo con scadenza $t + n$, può a sua volta essere espressa come la media dei tassi a breve termine privi di rischio attuali e attesi, determinati dalle decisioni di politica monetaria e dalla presenza, o meno, di riserve in eccesso nell'economia.

$$i_{t+n} = \left[\frac{1}{n} \sum_{j=0}^{n-1} E_t(i_{t+j,t+j+1}^{RF}) \right] + tp_t + lp_t + cp_t \quad [2]$$

- **Componente priva di rischio.** Il programma di acquisto di attività finanziarie, segnalando l'intenzione di mantenere condizioni accomodanti per un periodo di tempo prolungato, induce una riduzione delle attese sui tassi del mercato monetario futuri e quindi della componente priva di rischio dei rendimenti delle attività finanziarie acquistate (*signaling channel*). La valenza segnaletica è rafforzata dal fatto che la BC sarebbe esposta a perdite di bilancio qualora decidesse di aumentare nel breve periodo i tassi d'interesse ufficiali²⁵
- **Premi per il rischio.** Un programma di acquisto di attività finanziarie può determinare una contrazione del premio per la liquidità (poiché aumenta la domanda dell'attività finanziarie oggetto del programma) e del premio a termine. La letteratura sia teorica che empirica suggerisce che l'effetto su questa componente del rendimento dipende da alcune caratteristiche dell'attività stessa, quali durata e rendimento²⁶. Poiché alcuni investitori hanno una preferenza per le attività di medio-lungo termine, poco rischiose e preferibilmente emesse dal paese in cui essi risiedono, una riduzione della quantità disponibile di queste attività ne fa aumentare la domanda con gli

²⁵ Per rendere la politica monetaria meno accomodante e alzare i tassi ufficiali la Banca centrale può seguire due strategie: *i)* aumentare i tassi ufficiali e lasciare la liquidità in eccesso nel sistema; in questo caso si potrebbe trovare nella condizione di dover pagare un tasso d'interesse sui depositi *overnight* più alto del rendimento delle attività finanziarie. *ii)* Alzare i tassi d'interesse ufficiali e drenare la liquidità in eccesso vendendo le attività finanziarie o attraverso l'emissione di depositi a termine. Anche in questo caso, se la domanda di attività finanziarie si irrigidisse, la Banca centrale potrebbe registrare perdite a bilancio.

²⁶ Si veda Vayanos e Vila (2009) per un modello teorico e D'Amico e King (2012) per l'evidenza empirica.

investitori disposti ad ottenere rendimenti inferiori per tali attività. Ad esempio i fondi pensione, potrebbero voler detenere un ammontare fisso di Titoli di Stato a 10 anni. In questo caso, Titoli di Stato con vita residua diversa non sono perfetti sostituti: una riduzione della quantità di titoli con una particolare durata genererà la c.d. “scarsità locale” (*scarcity channel*). L'imperfetta sostituibilità di queste attività fa sì che l'elasticità del prezzo dell'offerta sia molto elevata. In altre parole, acquisti da parte della Banca centrale sono tanto più efficaci nel ridurre i rendimenti quanto più la domanda di titoli nel segmento della struttura a termine è inelastica al prezzo.

- **I tassi d'interesse sul mercato monetario.** La sostituzione di attività finanziarie con riserve di Banca centrale porta ad un incremento delle riserve in eccesso rispetto al fabbisogno di liquidità del sistema bancario. Quando l'assetto operativo della politica monetaria è caratterizzata da un regime di “corridoio” dei tassi d'interesse ufficiali²⁷ (**grafico 1**), in presenza di abbondante liquidità in eccesso, i tassi d'interesse sul mercato monetario, tendono a convergere verso il limite inferiore del corridoio, il tasso sui depositi *overnight*. Pertanto uno degli effetti dell'acquisto di attività finanziarie da parte della BC è un abbassamento dei tassi d'interesse del mercato monetario (*excess liquidity channel*). Tuttavia, in un contesto dove già vi è molta liquidità e i tassi d'interesse a breve termine sono in area *ZLB*, questo effetto può risultare molto contenuto.

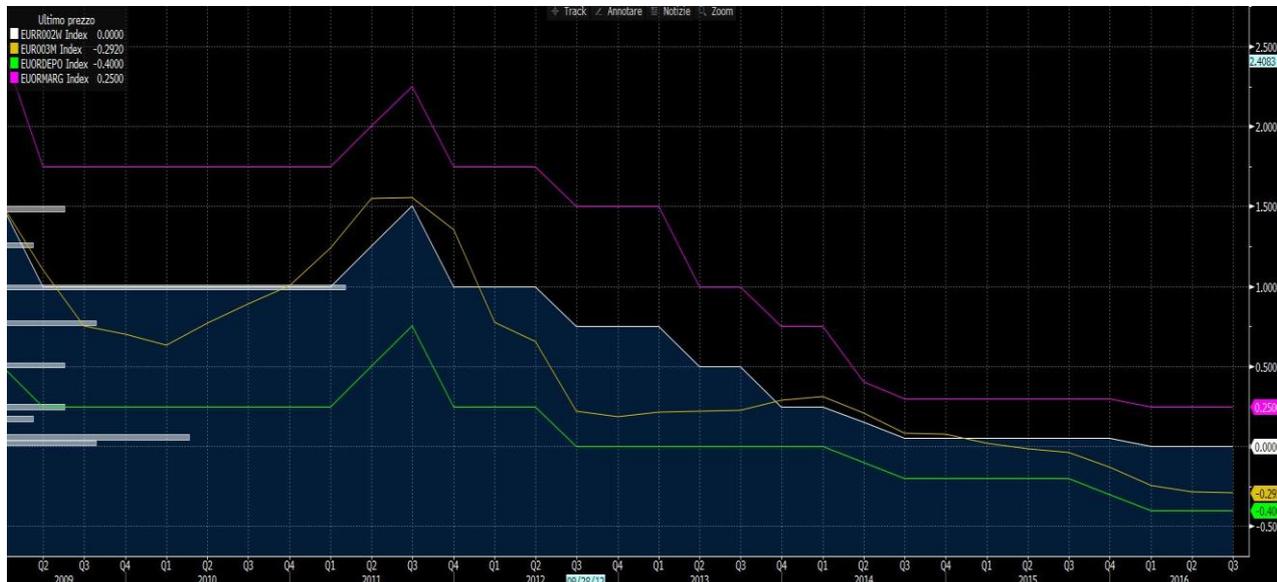


Grafico 2: corridoio dei tassi della BCE. Tasso ORP (linea bianca); EURIBOR_3M (Linea gialla); Dep. Facility Rate (linea verde); MLF (linea viola). Fonte: Bloomberg Terminal.

²⁷ In un sistema a “corridoio”, la BC fissa tre tassi d'interesse: il tasso d'interesse principale, ossia il tasso a cui le banche possono rifinanziarsi presso la Banca Centrale nelle operazioni di mercato aperto (nel caso dell'Euro-sistema il tasso ORP); il tasso d'interesse che le banche ottengono sulla liquidità in eccesso alla riserva obbligatoria (tasso sui depositi *overnight*) e il tasso che le banche possono richiedere direttamente alla BC sui prestiti *overnight* (*Marginal Lending Facility rate*).

- **Le aspettative di inflazione e il clima di fiducia.** Poiché la BCE ha come obiettivo primario (da statuto) la stabilità dei prezzi, nel momento in cui essa annuncia politiche monetarie non convenzionali in modo coerente, e protratto nel tempo, con l'obiettivo di ricondurre l'inflazione su livello target, le aspettative degli operatori economici si muovono in direzione coerente con tale obiettivo: quanto più credibile sarà l'annuncio della BC e quanto più decise e incisive sono le misure adottate, tanto maggiore sarà il livello di fiducia nella sua capacità di raggiungere l'obiettivo e maggiore l'impatto sulle aspettative di inflazione degli agenti economici (*confidence channel*).

○ 2.2.3) *La trasmissione al sistema finanziario.*

La riduzione dei tassi a breve termine e dei rendimenti delle attività finanziarie acquistate dalla BCE influenza la domanda aggregata e la dinamica dei prezzi anche attraverso molteplici canali indiretti²⁸: modificando i rendimenti delle altre attività finanziarie (*portfolio rebalancing channel*); riducendo il costo e aumentando la disponibilità dei prestiti bancari (*bank lending, interest rate e balance sheet channel*); deprezzando la valuta domestica (*exchange rate channel*) – del cui impatto sull'economia reale abbiamo già discusso – e, infine, allentando le condizioni di finanziamento del settore pubblico (*government budget constraint channel*). L'intensità con cui vengono attivati, e l'efficacia con cui generano effetti sull'economia reale, sono vincolate al tipo di attività finanziarie scambiate e a fattori strutturali, congiunturali e ciclici che influenzano l'economia. Per essere più chiari, il *PTF rebalancing channel* sarà tanto più efficace quanto più il volume di attività oggetto di acquisto scambiate sarà più elevato; il *government budget constraint channel* quanto più la politica fiscale asseconderà il ciclo monetario e, il *bank lending channel*, a seconda della propensione o meno del settore privato ad indebitarsi (pro-ciclicità).

In particolare, l'importanza relativa di alcuni canali può essere maggiore nella Zona euro rispetto ad altre giurisdizioni, o anche all'interno della stessa; pensiamo infatti al ruolo preponderante delle banche come finanziatori dell'economia reale rispetto al mercato dei capitali sussistente tra l'Area euro, gli USA e il Regno Unito, o alla scarsa pro-ciclicità degli agenti economici dell'una rispetto agli altri.

Al fine di influenzare le decisioni di famiglie e imprese, l'acquisto di attività finanziarie deve generare effetti su un'ampia gamma di attività, non solo di quelle acquistate direttamente dalla Banca centrale (*portfolio rebalancing channel*). La variazione della componente priva di rischio e dei *term premia* delle attività acquistate si trasmette, infatti, al valore attuale scontato di qualsiasi flusso di pagamento multi-periodale, che è alla base del meccanismo di formazione dei prezzi di qualsiasi attività finanziaria e reale. Inoltre, stimolando la domanda aggregata, il QE favorisce una riduzione per i premi per il rischio di credito, poiché riduce la probabilità di default di un'ampia gamma di emittenti (pubblici e privati).

Evidenze empiriche dagli Stati Uniti e dal Regno Unito, sembrano andare in questa direzione: il programma di acquisto di Titoli di Stato deciso dalla Fed nel marzo del 2009, ha determinato una significativa contrazione dei rendimenti dei titoli privati (*corporate bonds*), in linea con quella osservata sui *T-Bills*. Evidenza simile è stata riscontrata nel Regno Unito, dove la contrazione dei

²⁸ Pietro Cova e Giuseppe Ferrero, "Il programma di acquisto di attività finanziarie per fini di politica monetaria nell'Eurosistema", Banca d'Italia – Questioni di economia e finanza, n. 270, aprile 2015, pp.8.

rendimenti dei Titoli di Stato in seguito all'annuncio della BoE, ha spinto molti investitori istituzionali a sostituirli con titoli emessi dal settore privato²⁹.

Non è invece così chiara la correlazione con il mercato azionario. In questo senso, l'evidenza empirica della trasmissione è meno netta. Da un lato, dopo l'annuncio sia negli USA che in UK gli investitori non hanno aumentato gli acquisti di titoli azionari negoziati sul mercato domestico; riscontro di come strumenti rappresentativi di capitale siano sostituiti imperfetti di strumenti rappresentativi di debito (pubblico e privato). Dall'altro vi sono indicazioni che l'aumento dei corsi azionari osservato in seguito all'annuncio del programma sia stato favorito anche dai più elevati profitti attesi e dell'allentamento delle condizioni di finanziamento delle imprese ad esso connessi.

Dal punto di vista bancario, ad esempio, l'impatto dell'espansione monetaria, unitamente all'apprezzamento delle attività finanziarie (siano esse emesse dal settore pubblico o privato) determina alcune criticità nel meccanismo di formazione dei prezzi: le banche "sane", infatti, non beneficiano a pieno del loro status ed il prezzo delle azioni è livellato con quello delle banche che presentano maggiori criticità (Coeuré, 2014).

La sostituzione di attività finanziarie con riserve di Banca centrale e la riduzione del tasso d'interesse a lungo termine inducono un deprezzamento del tasso di cambio (*exchange rate channel*). In presenza di una stretta integrazione dei mercati finanziari a livello globale, gli investitori sono infatti portati a modificare il proprio portafoglio non solo verso i titoli emessi nella propria valuta, ma anche verso attività finanziarie denominate in valuta estera.

Riscontri in tal senso provengono sia dal Giappone, che dagli Stati Uniti e il Regno Unito: in seguito ai programmi di acquisto finanziati dalla Fed, dalla BoE e dalla BoJ, l'effetto sulle rispettive valute nazionali è stato significativo³⁰.

I prestiti bancari possono essere influenzati attraverso diversi canali di trasmissione sia dal punto di vista della quantità, che del costo.

Poiché il tasso d'interesse medio applicato ai prestiti di nuova emissione è legato ai tassi d'interesse a medio/lungo termine (*term premia*) per la quota a tasso fisso e a breve termine per la quota a tasso variabile, l'impatto diretto del programma di acquisto sul costo medio delle nuove erogazioni dipende sia dal peso relativo dei contratti a tasso fisso e variabile sia dalle variazioni dei tassi d'interesse sulle diverse scadenze (*interest rate channel*).

Inoltre, il miglioramento della redditività delle banche, conseguente le plusvalenze registrate in seguito alla rivalutazione delle attività finanziarie acquistate dalla Banca centrale, potrebbe rafforzare

²⁹ Per le evidenze degli USA, si veda Gagnon et al (2011) mentre, per le evidenze del Regno Unito si veda Joyce et al (2014).

³⁰ Per gli USA l'evidenza differisce a seconda dei vari programmi adottati: il dollaro si sarebbe apprezzato a seguito del primo intervento (QE1), per via del forte flusso di investimenti provenienti dai paesi emergenti sia sul mercato azionario che obbligazionario; deprezzandosi invece a seguito del secondo intervento (QE2) a causa del deflusso di capitali. Nel complesso Fratzscher et al (2013) concludono comunque che circa un terzo del deprezzamento del dollaro, osservato tra il 2007 e il 2011, sarebbe attribuibile alle politiche della Fed.

la liquidità degli intermediari finanziari ed incidere positivamente sui costi di finanziamento; migliorando le dinamiche del credito bancario sia in termini di prezzo che di quantità (*bank lending channel*). Tale effetto tuttavia è frenato per tre motivi: *i*) l'attivo bancario, essendo costituito per la maggior parte da attività a tasso fisso, necessita di un periodo di aggiustamento più lungo rispetto al passivo; *ii*) l'effetto liquidità (*liquidity premia*) determinato dalla rivalutazione delle attività finanziarie oggetto di acquisto, potrebbe essere neutralizzato dall'eccessiva rischiosità dei prenditori; innalzando il coefficiente *RWA* e richiedendo un aumento delle riserve, al fine di rientrare nei parametri disposti dal Comitato di Basilea; *iii*) la ricapitalizzazione necessaria al processo di aggiustamento di bilanci, farà perdere efficacia ai canali di trasmissione, infatti, come già spiegato, se la ricapitalizzazione del sistema bancario è finalizzata a soddisfare le esigenze di adeguamento ad un nuovo regime di vigilanza esso non avrà conseguenze espansive sul mercato creditizio.

Anche in questo caso, l'impatto sul credito potrebbe essere maggiore se la riduzione dei rendimenti a lungo termine, inducendo un'espansione dell'attività economica e un aumento della ricchezza netta delle imprese, aumentasse la loro capacità di ricorrere al finanziamento esterno riducendone quindi la rischiosità (*balance sheet channel*)³¹.

Infine, i saldi della finanza pubblica. L'acquisto di attività finanziarie, tende a esercitare un impatto favorevole sui saldi della finanza pubblica, poiché la riduzione dei rendimenti dei titoli sovrani comporta un minore esborso per il rifinanziamento del debito (*budget constraint channel*). Questo canale tuttavia, è al momento inefficace dati gli stringenti vincoli di bilancio definiti dal Patto di Stabilità sottoscritto nel 2011.

³¹ Essendo le imprese fortemente dipendenti dal credito bancario, il deterioramento delle condizioni creditizie di queste – come avvenuto in Italia tra il 2009 ed il 2014 – peserà in maniera eccessiva sul bilancio delle banche, inducendo quest'ultime a contrarne l'offerta.

○ 2.2.4) *Misurare il canale di trasmissione.*

La trasmissione delle politiche monetarie non convenzionali, avviene quindi attraverso molteplici canali sia diretti che indiretti. La misurazione di tutti comporterebbe un ampliamento eccessivo dell'analisi e, per molti versi, ne trascenderebbe l'obiettivo principale, ovvero, identificare l'impatto delle politiche monetarie sul modello operativo delle banche della Zona Euro. E' importante, quindi, identificare e misurare i canali di trasmissione principali attraverso i quali la BC trasmette la politica monetaria al sistema bancario e, da ciò, valutarne l'impatto sul mercato obbligazionario.

L'**effetto annuncio**³² è l'aspetto più importante per capire quali potranno essere gli effetti del QE sul mercato. In questo senso, le premesse sono che l'impatto sul mercato del QE non avvenga al momento dell'acquisto effettivo di *asset* da parte della BC, bensì nell'istante in cui le aspettative riguardo ad esso siano state già formulate.

Nel seguente paragrafo, ci concentreremo sull'analisi teorica della *term-structure* dei bond, che integreremo successivamente con un modello (Vayanos e Vila, 2009) che descrive la formazione, e i malfunzionamenti, del meccanismo di formulazione delle aspettative razionali. Il *term premium* sta ad indicare il ritorno che un investitore vuole realizzare detenendo un'attività con scadenza più lunga. Si tratta quindi di un "differenziale di rendimento" dato dalla differenza tra i rendimenti a lungo termine e a breve termine (**grafico 2**). Il *term-premium* – pari a 0.192 bp. nell'esempio grafico sottostante – incorpora quindi sia il *credit premium*, che il *liquidity premium*. Secondo l'ipotesi delle aspettative razionali³³, il tasso d'interesse applicato ad un'obbligazione a lungo termine, se detenuto fino a scadenza, dovrebbe eguagliare la sommatoria dei tassi a breve termine rinnovati ciclicamente fino alla scadenza prestabilita. Sotto questa ipotesi quindi, il tasso d'interesse di un bond a lungo termine dovrebbe equivalere alla media dei tassi a breve termine rinnovati fino a scadenza.

³² *Macro/Policy news channel.*

³³ Gli agenti economici compiono scelte razionali in aggregato utilizzando le informazioni in maniera totalmente efficiente; senza compiere errori sistematici nella formazione delle aspettative riguardanti le variabili economiche.



Grafico 3: rappresentazione grafica del *term premium* relativo ai *Gilts* britannici. Fonte: *Bloomberg Terminal*, note dell'autore.

L'allungamento dell'orizzonte temporale genera quindi un aumento dello yield: determinato sia dall'ammontare del rischio assunto (misurabile dal *credit premium*), sia dal prezzo applicato per questo rischio. Alla misurazione del rischio assunto, contribuisce anche un "fattore incertezza" (equazione 2) esogeno rispetto al merito creditizio dell'emittente. Questa variabile di incertezza (rischio sistemico), varierà in funzione delle aspettative future d'inflazione, l'attività economica reale e le politiche economiche.

Essendo la curva d'offerta dei Titoli di Stato ampiamente elastica (verticale in un ipotetico piano Y, i), lo yield varia a seconda delle preferenze degli investitori, al *business cycle* e alla liquidità del mercato considerato: la struttura del mercato di riferimento e le preferenze degli investitori (supponendo che esistano investitori c.d. *habitat-preferred*) incidono chiaramente su domanda e offerta di questi titoli³⁴.

Le politiche monetarie di mercato aperto, attuate da qualsivoglia Banca Centrale, influenzano quindi significativamente la ricomposizione della struttura dei tassi d'interesse. Le comunicazioni di una Banca Centrale (effetto annuncio), influenzano sia positivamente che negativamente il meccanismo di formazione delle aspettative degli agenti economici; poiché fungono da segnale sullo stato degli aggregati economici principali.

Stando alla teoria Neo-Keynesiana, e all'equivalenza Ricardiana, l'effetto annuncio (*macro/policy news*) è il canale di trasmissione principale attraverso cui le azioni della BC influenzano l'economia reale. Diversamente, la formulazione analitica sottostante il modello di *Joyce et al* (2010) vede tale strumento nel *PTF rebalancing channel*. Stando a tale assunzione – di cui i mesi convulsi della crisi

³⁴ Vedi Vayanos e Vila, riedizione 2019.

greca, come già spiegato, forniscono ampi riscontri – questo canale influenza più profondamente degli altri la composizione della struttura a termine dei tassi d’interesse.

Su queste basi, il nostro scopo è quello di verificare come sia stato condizionato il mercato obbligazionario europeo negli ultimi otto anni (2009-2017) e come le aspettative degli investitori si siano aggiustate. Dato il basso grado di sviluppo del mercato dei capitali – il che priva gli operatori di strumenti sostitutivi (anche se imperfetti) – e l’elevata elasticità della curva di offerta a fronte di una domanda piuttosto rigida, le politiche di acquisto di obbligazioni statali da parte della BCE condizionano significativamente i rendimenti di tali strumenti, tale da causare un’inversione della yield curve. Vengono infatti sostituiti strumenti finanziari a lunga scadenza con strumenti a breve scadenza (liquidità); l’effetto switch dovrebbe quindi far scendere, almeno in linea teorica, i tassi a lungo termine avvicinandoli a quelli a breve.

Nell’ambito della letteratura economica, molti studiosi hanno affrontato questa tematica, proponendo diversi modelli sia teorici che empirici. Barnake, Reinhart e Sack ad esempio, utilizzano un event case-study analizzando tre possibili indicatori, che possano indicare una modifica nelle aspettative formulate dagli agenti economici: il “*current policy setting*”³⁵; il tasso *future* sui contratti EUR/USD (*euro-dollar futures*) a 1 anno³⁶ e, infine, le variazioni dello yield dei bond governativi statunitensi a 5 anni.

In maniera simile Gagnon (2010) analizza gli effetti del QE della Fed, prendendo come riferimento sempre finestre brevi, ma più ampie rispetto al modello proposto da Barnake, analizzando però in particolare gli yield di bond governativi statunitensi, *corporate bonds* con rating Baa e debito di agenzie governative. Huther, Ihrig e Klee (2017)³⁷, analizzano da un punto di vista empirico l’impatto del QE della Fed sui tassi d’interesse e gli effetti di questi sul modello operativo bancario; Vayanos e Vila (2009) pongono l’attenzione sull’impatto del QE sul meccanismo di formazione delle aspettative da parte degli operatori di mercato (banche e investitori istituzionali).

Delineato il quadro letterario di riferimento, nei prossimi due paragrafi definiremo lo schema teorico sottostante la nostra analisi che vedrà terminare l’elaborato con un modello empirico molto vicino a quello elaborato da Gagnon basato sul differenziale tra gli yield alla chiusura del giorno precedente l’annuncio della BC e la chiusura il giorno dopo l’annuncio.

L’analisi si concentrerà sui titoli acquistati dalla BCE; allo scopo di definire l’impianto teorico da un punto di vista analitico, utilizzeremo il modello presentato da Joyce *et al* (2010)³⁸ nel modo seguente:

³⁵ Come descritto da Kuttner (2001) il “*current policy setting*” indica i tassi federali per i contratti *futures*: una loro variazione, indica un cambiamento diretto delle aspettative dei consumatori.

³⁶ Le variazioni del tasso *euro-dollar*, indicano un cambiamento delle aspettative degli operatori di mercato.

³⁷ Jeffrey Huther, Jane Ihrig and Elizabeth Klee, “*The Federal Reserve’s Portfolio and its Effect on Interest Rates*”, giugno 2017.

³⁸ Michael Joyce, Ana Lasaosa, Ibrahim Stevens and Matthew Tong, “*The financial market impact of quantitative easing*”, Working paper No. 393, luglio 2010 (versione rivisitata ad Agosto 2010).

$$Y((BOND)_i)_t^n = \frac{1}{n} \sum_{j=0}^{n-1} E_t r_{t+j} + TP_1((BOND)_i)_t^n + TP_2((BOND)_i)_t^n \quad [3]$$

La [3] altro non è che una rielaborazione della [2] dove $Y((BOND)_i)_t^n$ è lo yield di un bond governativo n-periodale; r_{t+j} indica il tasso risk-free mono periodale, il termine TP_1 è la parte di *term premium* che cattura il premio per la liquidità relativo ad un'obbligazione statale, insieme a tutti gli effetti dovuti alle variazioni di domanda e offerta, mentre il TP_2 invece cattura l'incertezza riguardante ai tassi a breve futuri attesi. Il TP_1 riflette, sia il premio per la liquidità che le variazioni di domanda/offerta generati dal QE attraverso il re-bilanciamento del portafoglio. Ci concentreremo quindi sulla modifica del meccanismo di domanda/offerta, come conseguenza più diretta dell'effetto del re-bilanciamento.

Joyce prende poi in considerazione il tasso OIS (*Overnight Index Swap*)³⁹. Il tasso OIS incorpora il *credit premium* e di liquidità, fintanto che il tasso sia fissato e collateralizzato. Assumendo che il tasso OIS costituisca una proxy affidabile del tasso privo di rischio, esso dovrebbe quindi incorporare una misura sulle *macro/policy news*. Similmente a quanto fatto prima, possiamo descrivere il tutto in termini analitici partendo sempre dalla [1]:

$$Y(OIS)_t^n = \frac{1}{n} \sum_{j=0}^{n-1} E_t r_{t+j} + TP_1(OIS)_t^n + TP_2(OIS)_t^n \quad [4]$$

Dove $Y(OIS)_t^n$ è il tasso OIS con maturity n-periodale, r_{t+j} indica il tasso risk-free mono periodale e il $TP(OIS)_t^n$ indica il *term premium* n-periodale del contratto OIS. Quest'ultimo può essere scomposto a sua volta in due termini distinti: il $TP_1(OIS)_t^n$, che indica il premio relativo al rischio specifico, e il $TP_2(OIS)_t^n$ che invece cattura il *term premium* convenzionale. In questo caso, il TP cattura l'incertezza dei tassi futuri attesi, riflettendo i malfunzionamenti nel meccanismo di formazione delle aspettative, piuttosto che i cambiamenti nella domanda/offerta, del quale sono una conseguenza, del rischio di credito o di liquidità. Da ciò deriva implicitamente che il *term premium* implicito del bond sarà quello del tasso OIS (che equivale a considerare nullo il $TP_1(OIS)_t^n$).

Da ciò deriva la seguente relazione che descrive l'effetto re-bilanciamento:

$$TP_1(OIS)_t^n + TP_2(OIS)_t^n = TP_2(OIS)_t^n = TP_2((BOND)_i)_t^n \quad [5]$$

³⁹ Il tasso OIS è uno scambio di pagamenti dato dal differenziale calcolato su un nominale fisso tra un tasso fisso (OIS) contro un tasso interbancario overnight (es. EONIA).

L'effetto re-bilanciamento di portafoglio può quindi essere semplificato prendendo il differenziale tra gli yield dei titoli di stato con diverse scadenze e il tasso OIS. C'è comunque da evidenziare come entrambi, sia i tassi OIS che dei bond governativi, siano correlati positivamente (variazioni di domanda e offerta) tendendo a sottostimare l'effetto re-bilanciamento attraverso questa metodologia.

○ 2.2.5) *Riscontri empirici.*

Il mercato obbligazionario statunitense. Nel periodo compreso tra la fine del 2008 e il 2014, il *Federal Open Market Committee* (FOMC), avallò un piano di acquisto di strumenti finanziari su larga scala (LSAP) al fine di stabilizzare i mercati finanziari.

L'obiettivo primario del programma (**tabella 1**) – il quale, in alcuni punti, è molto simile al QE attuato dalla BCE – era l'ampliamento della struttura per scadenze dell'attivo di bilancio della Fed, spingendo al ribasso i tassi d'interesse a lungo termine, così da fornire stimoli al mercato immobiliare e mantenere condizioni monetarie generalmente accomodanti. Differentemente dal QE, varato sette anni più tardi, la gamma di strumenti finanziari oggetto di acquisto, è stata decisamente più ampia. Essa comprende, infatti, oltre alle obbligazioni statali USA, un'ampia gamma di strumenti finanziari sia pubblici che privati tra cui: debito d'agenzia; MBS emessi da istituti posti in precedenza sotto *public ownership*⁴⁰ (c.d. *agency MBS*) e obbligazioni emesse direttamente da società passate sotto il controllo pubblico (GSEs)⁴¹.

In aggiunta alle misure principali, a partire dal 2010 fino a settembre 2017, il FOMC ha emanato una direttiva in cui veniva comunicata la volontà di reinvestire il capitale nozionale delle obbligazioni giunte a scadenza in operazioni di mercato aperto aventi ad oggetto strumenti a lunga scadenza. In questo modo, la Fed mantenne condizioni accomodanti pur non ampliando ulteriormente il proprio bilancio.

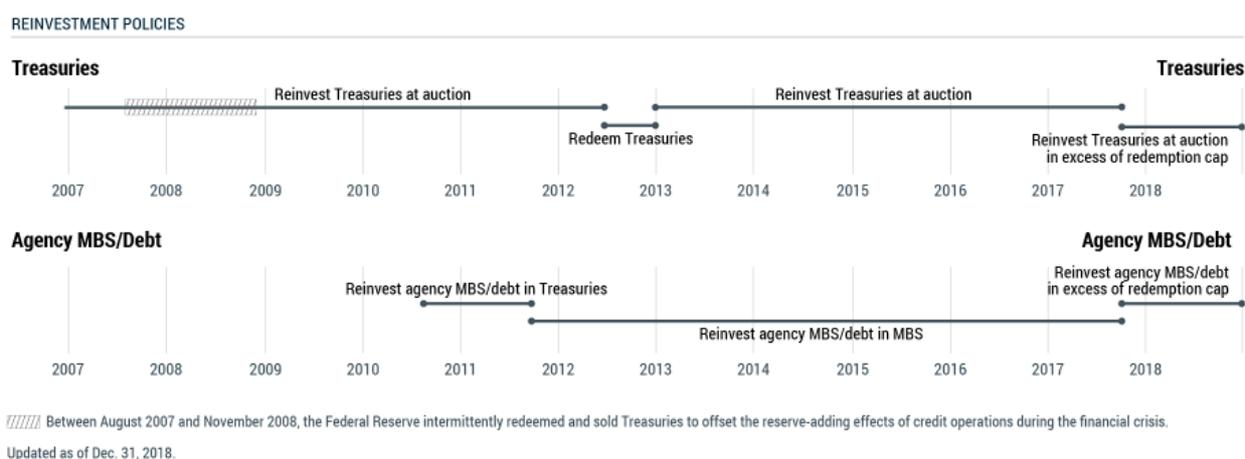


Tabella 1: Fed Reinvestment Policies. Fonte: <https://www.newyorkfed.org/markets/programs-archive/large-scale-asset-purchases.html>

⁴⁰ Si tratta di MBS appartenenti alle società Fannie Mae, Freddie Mac e Ginnie Mae passate sotto controllo pubblico con l'intensificarsi delle turbolenze sul mercato dei mutui *subprime*.

⁴¹ Si tratta delle c.d. *Government Sponsored Enterprises*, società passate sotto controllo pubblico le cui obbligazioni sono garantite dal Governo federale.

Durante la prima tranche (2008-2010), la Fed acquistò Titoli di Stato a lunga scadenza per \$300 miliardi, MBS per \$1.25 trilioni e debito d'agenzia per \$175 miliardi, reinvestendo interamente il capitale nozionale ricevuto alla scadenza degli MBS, nell'ambito del *Maturity Extension Program*. La seconda tranche del programma (2010-2011) portò all'acquisto di 600 miliardi di dollari di titoli pubblici a lungo termine. Le stime riportate da Huther, Ihrig e Klee (2017) suggeriscono, tenendo conto sia della scarsità⁴² che della durata, che la prima tranche del programma di LSAP ha prodotto una contrazione degli yield delle obbligazioni del Tesoro a lunga scadenza (i *T-Bills*) pari a 35 b.p. La seconda tranche, più grande per quantità, ma inferiore per impatto e durata, ha ridotto il rendimento dei *T-Bills* di circa 45 punti base.

Queste stime sono leggermente superiori alla maggior parte esistenti in letteratura. Un confronto con esse non è però possibile a causa delle differenze metodologiche e dei campioni utilizzate. Diversi studi utilizzano, infatti, un approccio event-study; piuttosto che un metodo econometrico (procedure di regressione). Le loro stime, quindi, sono basate sul periodo pre-LSAP, mentre la possibilità di cambiamenti strutturali, in particolare durante la crisi finanziaria, potrebbe complicare il compito di individuarne con precisione gli effetti. Un ulteriore motivo perché le stime di *Huther et al* sono superiori, è che essi si sforzano di valutare sia gli effetti di scarsità che di durata, non solo quindi gli uni o gli altri.

Abbiamo già discusso, seppur brevemente, del concetto di scarsità. Un fattore determinante in tale ambito, è l'inesistenza di strumenti perfetti sostituti ai Titoli di Stato. In questo senso, tuttavia, abbiamo già spiegato come, in alcune giurisdizioni, i titoli sovrani siano sostituibili, anche se in maniera imperfetta, dai *corporate bond*. Riscontri empirici presenti nella letteratura, evidenziano un effetto positivo sul mercato dei capitali dovuto agli interventi di QE. Le obbligazioni più rischiose come le obbligazioni corporative con basso rating e gli MBS, hanno visto un abbassamento del rischio di insolvenza e un premio al rischio di rimborso anticipato ridotto.

I CDS a 10 anni su obbligazioni societarie con rating pari a Baa hanno visto contrarre il proprio rendimento di 40 b.p. durante il QE1. Questi effetti sui prezzi di CDS e MBS potrebbero essere dovuti a riduzioni dei rischi a carico del settore finanziario, in linea con i modelli d'intermediazione dei capitali, oppure a causa del concorso di fattori ciclici quali il boom dei rifinanziamenti ipotecari – dovuto alle condizioni monetarie accomodanti – e il suo impatto sul mercato immobiliare, e quindi sui consumi, e il ricorso alla cartolarizzazione.

Nella seconda tranche del LSAP (QE2) è possibile evidenziare l'effetto di due canali di trasmissione che ha determinato un abbassamento dello yield. Primo il canale di segnalazione ha ridotto i

⁴² La scarsità è un concetto già introdotto: in letteratura esso è strettamente correlato al meccanismo di domanda/offerta del mercato dei Titoli di Stato. Quando una qualsiasi BC intraprende un piano di acquisto riguardante tali strumenti, la domanda da parte di investitori *habitat-preferred* si irrigidisce ulteriormente. La scarsità, legata alla durata, come vedremo in seguito, influenzano significativamente il meccanismo di formazione delle aspettative.

rendimenti delle obbligazioni a 5 anni da 11 a 18 bps e su quelle a 10 anni da 11 a 12 punti a seconda del metodo di stima utilizzato. Secondo, il canale di sicurezza ha abbassato il rischio di default a 10 anni relativo alle obbligazioni basso rischio da 5 a 10 bps.

Gli effetti della terza tranche di easing monetario passano attraverso un effetto di segnalazione e un effetto di riequilibrio basato sugli acquisti di MBS. Il più grande declino è stato osservato nei rendimenti degli MBS a 30 anni (23 bps) e dei tassi corporate Aaa e Baa in calo tra i 15 e i 17 punti base. E' possibile, poiché con il QE3 non è stata ampliata la base monetaria, che i mercati non abbiano guardato ad essa come ad una manovra inflazionistica.

Il mercato obbligazionario britannico. Il 19 gennaio 2009, la BoE costituì l'*Asset Purchase Facility Fund* (APF) come sua sussidiaria. Le attività del fondo sono totalmente coperte da garanzie del Tesoro britannico per qualsiasi perdita, assicurando così la BoE da potenziali perdite ad esso riconducibili (Bean, 2009). L'APF è stato autorizzato ad acquisire oltre 50 miliardi di sterline in attività emesse dal settore privato – obbligazioni societarie e carte commerciali – finanziate attraverso l'emissione di Titoli di Stato⁴³ e strumenti di mercato monetario emessi dal *Debt Management Office* (DMO), al fine di implementare la base monetaria e restaurare condizioni di liquidità sufficienti nel mercato.

La prima tranche di acquisti iniziò il 13 febbraio 2009, e l'APF divenne in breve tempo un vero e proprio QE. In seguito all'incontro tenutosi nel marzo del 2009, il *Monetary Policy Committee* (MPC), decise di ampliare la gamma di attività oggetto dell'APF, includendovi i *Gilts*, finanziandone l'acquisto con riserve della BoE. All'apice delle turbolenze che seguì il crash della Lehman Brothers, l'MPC ridusse progressivamente il tasso d'interesse ufficiale dal 5% allo 0,5%; all'annuncio dell'ultima revisione al ribasso (dall' 1% allo 0,5 per cento), datata marzo 2009, l'MPC decise di includere i *Gilts* nel suo programma di acquisto. Dal febbraio 2010, la BoE ha acquistato oltre £200 MLD di titoli emessi sia dal settore pubblico che privato, il che, in termini percentuali, rappresenta il 29 per cento del flottante e il 14 per cento del PIL nominale del Regno Unito.

La BoE ha acquistato Titoli di Stato britannici a diverse scadenze, reinvestendo il rimborso delle scadenze più ravvicinate nell'acquisto delle attività a lunga scadenza (**grafico 3, pannello destro**), non arrivando tuttavia mai a superare la soglia del 70% del flottante. In tale ambito, è evidente l'intento di non alimentare fenomeni di scarsità andando non interferendo con il meccanismo di domanda/offerta.

⁴³ Per un maggior approfondimento riguardo a tale dinamica, vedi Nicoletta Batini, Giovanni Melina e Stefania Villa, "*Intralinkages Between Public and Private Debt Overhangs*" (novembre 2015).

Nel febbraio 2010, quando l'MPC annunciò la sospensione sia dell'APF che del QE. In quest'arco temporale (03/2009-02/2010) la BoE acquistò complessivamente (figura 5, pannello sinistro) circa 200 miliardi di obbligazioni, di cui 198 miliardi emesse dal Tesoro.

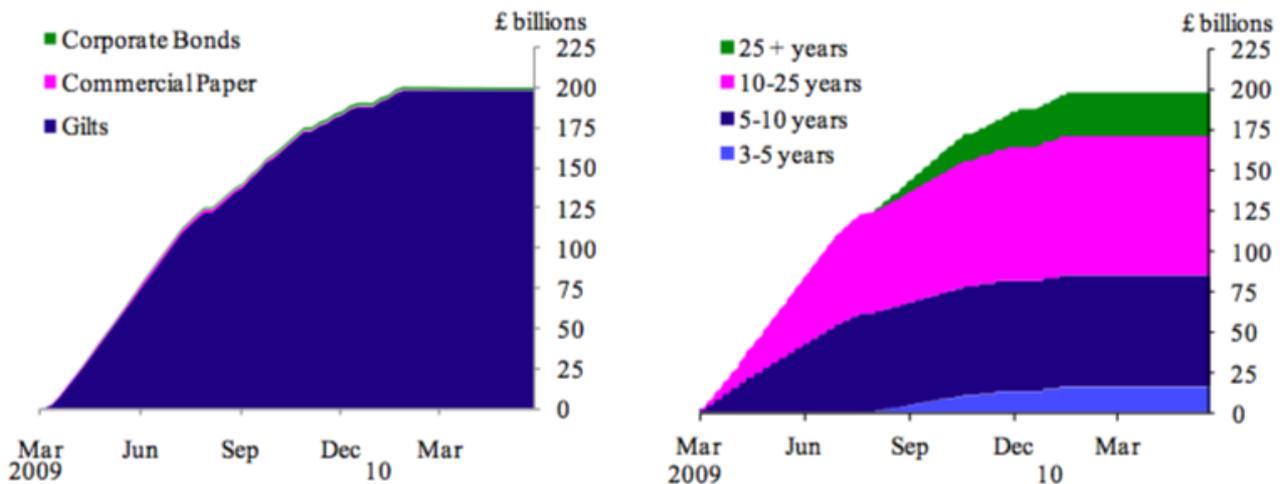


Figura 5: cumulative QE asset purchase by type: amounts outstanding (pannello sinistro); cumulative Gilt purchase by maturity (pannello destro).
Fonte: Joyce et al (2010), pp. 13.

La tabella 2 sintetizza gli effetti del QE sulle varie asset class sia dal punto di vista della relazione yield/prezzo che dal punto di vista della liquidità (*expansion of liquidity channel*). In questo senso procederemo analizzando separatamente l'impatto sui *Gilts* (prima) e *corporate bonds* (dopo).

In seguito all'annuncio della prima tranche di QE sia lo yield dei *Gilts* che il *Gilt-OIS spread* subirono una significativa contrazione. Quest'ultima fu particolarmente evidente nel febbraio del 2009, quando il differenziale *gilt-OIS* applicato alle obbligazioni con scadenze più brevi subì una contrazione pari a 50 bps. Il fenomeno non è tuttavia attribuibile al solo effetto re-bilanciamento, generato dal QE ma, in gran parte conseguenza di una crescita nelle aspettative (generata dalla pubblicazione dell'*Inflation Report*) riguardanti la possibilità del taglio dei tassi d'interesse ufficiali allo 0,5%. Nel marzo 2009, in seguito all'annuncio dell'acquisto di obbligazioni statali a lunga scadenza (dai 5 ai 25 anni), per un controvalore pari a £75 miliardi, è stata registrata un'ulteriore significativa flessione del *gilt-OIS spread*. Quest'ultima è stata più pronunciata (pari ad 80 bps), con riferimento ai tassi delle obbligazioni con scadenza tra i 15 e i 20 anni, segno di una correzione nelle aspettative che prevedevano gli acquisti concentrati sui titoli a breve scadenza.

La contrazione non coinvolse il tasso OIS: il che suggerisce come la maggior parte della flessione sia dovuta agli effetti attesi dovuti al re-bilanciamento del portafoglio piuttosto che la variazione dei tassi attesi a breve o l'incertezza derivante dai rischi ad essi correlati. In questo senso, come già spiegato, l'annuncio relativo al taglio dei tassi d'interesse principali – che sarebbe stata resa pubblica a breve – era infatti stata ampiamente metabolizzata dal mercato.

I seguenti annunci (maggio e agosto 2009), anch'essi ampiamente previsti, non comportarono variazioni significative. Anche in questo caso è tuttavia interessante notare come il tasso OIS non subì variazione alcuna: il che rafforza la presunzione che le movimentazioni degli yield sia dovuta principalmente all'effetto re-bilanciamento.

Il QE genera quindi effetti sul bilancio delle banche sotto forma dell'**effetto liquidità** – attraverso l'effetto switch (turnover) – e sul prezzo degli asset oggetto del QE (*wealth effect*), nel modo seguente:

- **L'impatto sulla liquidità.** Il programma APF generò un impatto significativo sul mercato dei *Gilt*, a cui seguì un significativo miglioramento in termini di liquidità attraverso l'effetto switch. Il grafico 4 (pannello sinistro) mostra un'evidente contrazione del mercato a cavallo tra il 2007 e il 2008, seguita da un sensibile miglioramento successivo all'annuncio dell'ampliamento dell'APF ai *Gilts*. Sempre con riferimento al grafico 4 (pannello destro) rafforza la precedente proposizione: il *Bid-Ask spread* (il costo di transazione relativo al mercato dei *Gilts*), inizialmente ampliatosi in seguito ai problemi di solvibilità della Bear Sterns (marzo 2008) e alla bancarotta della Lehman Brothers (settembre 2008), continuò ad ampliarsi a causa del venir meno della capacità delle banche di agire come *market-makers*. In ogni caso, rispetto alle altre classi di strumenti finanziari, la liquidità nel mercato dei *Gilts* (così come per i *T-Bills*) non è mai venuta meno. Ciò può essere direttamente collegato al miglioramento delle condizioni dei bilanci delle banche e alla crescita della competizione tra gli istituti creditizi nel recuperare il ruolo di *primary dealers*.
- **L'impatto sui prezzi delle attività finanziarie.** Come descritto nel corso del paragrafo sia le aspettative, che l'acquisto effettivo dei Titoli di Stato – nell'ambito dell'APF e dell'LSAP – ebbero un impatto significativo ad ampio raggio sul prezzo delle altre attività finanziarie (*corporate bonds* ed *equities*). L'effetto ricchezza è frutto sia del canale *macro/policy news* che del *PTF rebalancing channel*. Sia la letteratura che l'evidenza empirica (figura 7), fornisce evidenti riscontri della reattività di una gamma più ampia di attività finanziarie conseguente il susseguirsi di tutti e sei gli annunci del QE descritti in precedenza. La figura 7 evidenzia una reazione piuttosto uniforme relativamente ai prezzi di *corporate bond* ed *equities* rispetto ai *Gilts*. I riscontri in tal senso sembrano quindi confermare quella correlazione intercorrente tra Titoli di

Stato ed *equities*, che, dati i pochi riscontri (provenienti da altre giurisdizioni) in tal senso, ci riserviamo ancora di definire poco chiara⁴⁴.

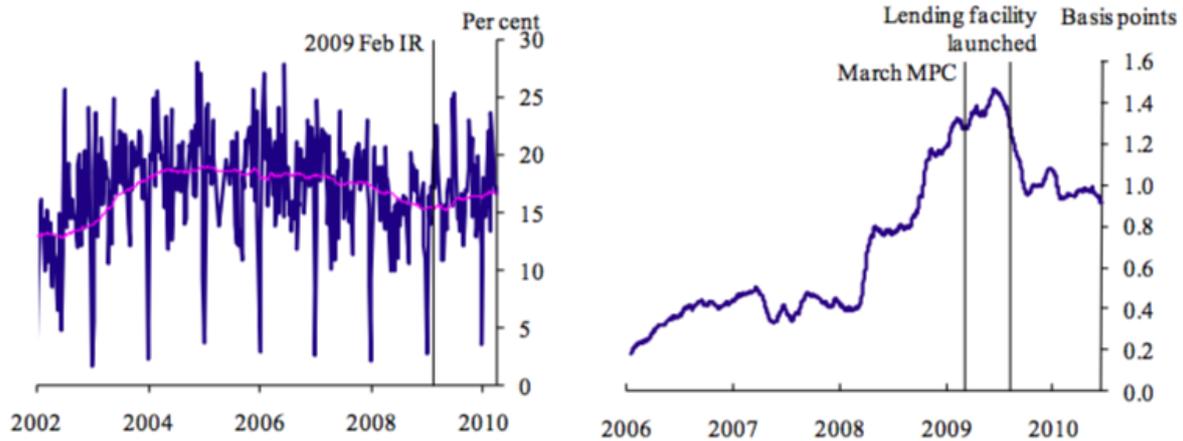


Figura 6: Gilt market turnover as a portion of total amount outstanding (pannello sinistro), average Gilt bid-ask spread (pannello destro).

Fonte: Joyce et al (2010), pp.24. Dati: DMO e BoE

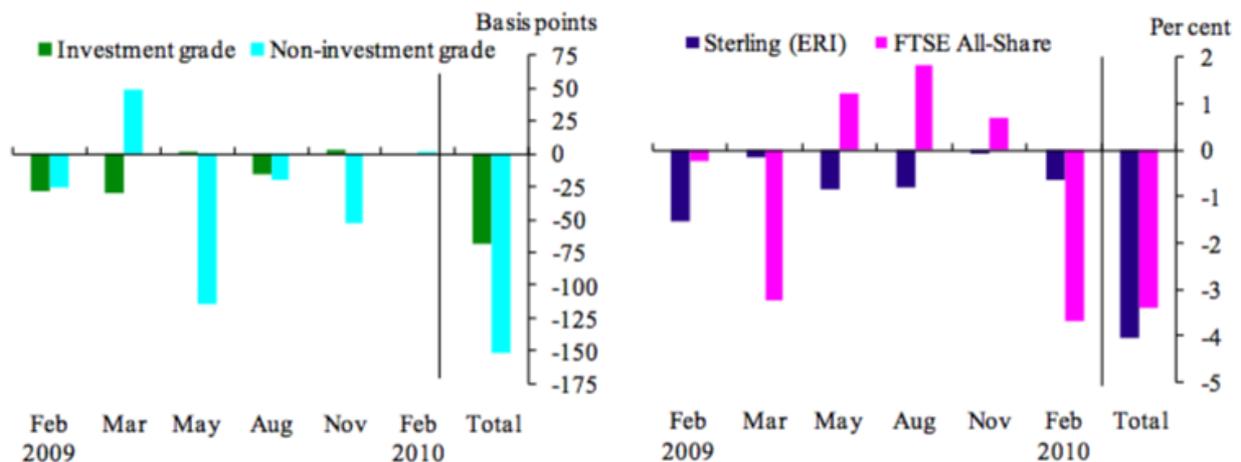


Figura 7: QE impact on corporate bond yields (pannello sinistro), QE impact on sterling denominated equities (pannello destro).

Fonte: Joyce et al (2010), pp. 25. Dati: BofA Merrill Lynch e BoE.

Poiché il ripristino di condizioni sostenibili a livello di bilancio costituisce la base per il ristabilirsi della capacità delle banche di sostenere l'economia reale, una variazione positiva dei prezzi, sia nel comparto obbligazionario che azionario, accresce la capacità degli operatori di reperire fondi attraverso il mercato dei capitali rispetto a forme di *funding* più tradizionali (credito bancario)⁴⁵. Non è possibile sapere con certezza cosa sarebbe accaduto in assenza del QE, tuttavia basandoci su modelli

⁴⁴ Le evidenze osservate sul mercato britannico, non trovano infatti riscontro nel mercato statunitense e giapponese (fonte: Banca d'Italia e Federal Reserve di New York).

⁴⁵ Sia negli USA che in UK, le emissioni azionarie e obbligazionarie – parte di istituzioni non-finanziarie (PNFCs) e finanziarie (PFCs) – hanno registrato un forte incremento nel corso del 2009, invertendo la tendenza negativa osservata tra il 2003 e il 2008.

event-study e modelli teorici (Vayanos e Vila, 2009) è possibile dedurre una forte domanda, da parte di investitori istituzionali, di obbligazioni emesse da società private, nella seconda metà del 2009. La percezione di tali attività – soprattutto in un modello di economia monetaria dove ogni attività esiste, ed ha valore, solo e soltanto perché rappresentativa di debito emesso da una controparte – come sostituti, seppur imperfetti, dei Titoli di Stato, pone enfasi sull’importanza della circolazione dei capitali come strumento per affiancare la politica monetaria nel mantenimento di condizioni sostenibili nel meccanismo di domanda/offerta nel mercato del debito sovrano e nel meccanismo di formazione delle aspettative degli operatori di mercato.

Analisi aggregata. Ora che abbiamo a disposizione un quadro generale delle politiche monetarie non convenzionali attuate in questi anni, possiamo fare alcune osservazioni. Innanzitutto, è evidente come in tutte le manovre adottate il minimo comun denominatore sia dato dall’acquisto di debito statale e da strumenti derivati quali ABS, poiché considerato il canale principale attraverso il quale immettere liquidità nel sistema economico. Seconda, fondamentale, osservazione: sembra confermata l’ipotesi di esistenza di un meccanismo di ribilanciamento verso strumenti obbligazionari corporativi in tutte e due le giurisdizioni considerate, mentre il meccanismo di trasmissione stenta a raggiungere il mercato azionario.

Per l’UE, l’unica opzione sembra essere al momento quella di “osservare e attendere”. Le misure adottate in USA e UK, sono infatti state prese con un significativo ritardo. Inoltre, non sembrano esservi segnali – come dimostra la crescita di nuove emissioni obbligazionarie da parte di società non-finanziarie (grafico 4) – di un ribilanciamento verso obbligazioni corporative, al contrario, come già spiegato, vi sono segnali di una crescita della domanda di Titoli Sovrani, la cui domanda, dal 2011, ha registrato una crescita del 68,2 per cento.

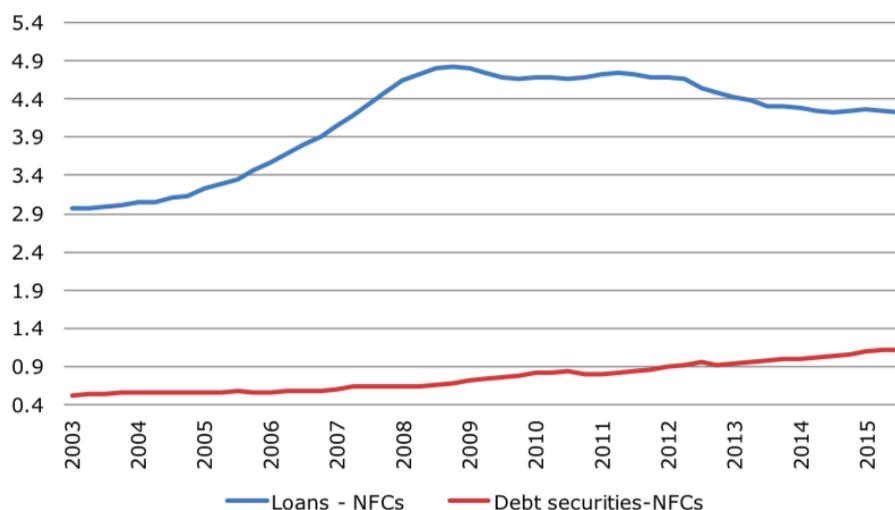


Grafico 4: Eurozone amount of outstanding of NFCs Debt securities VS Bank loans. Fonte: BCE.

○ 2.2.6) *I limiti del canale di trasmissione europeo.*

I Titoli di Stato costituiscono quindi il volano ideale, attraverso il cui acquisto, la BC può immettere liquidità nell'economia reale, quando si verifica una trappola della liquidità. I maggiori investitori in Titoli di Stato, sono gli investitori istituzionali – i cosiddetti *habitat-preferred*, ossia Banche, Assicurazioni, Fondi previdenziali/pensionistici, SGR – proprio i soggetti a cui è delegata la gestione del credito e del risparmio (vedi TUB e TUF), nonché l'immissione di liquidità nell'economia reale. Di conseguenza, le varie Banche Centrali europee (fino al 1999) e la BCE (dal 1999 ad oggi), invece di stampare semplicemente moneta, acquistano strumenti finanziari, presenti in grande quantità nel sistema finanziario, come piattaforma per ampliare la base monetaria, come già visto in precedenza. In questo paragrafo analizzeremo quali sono i principali ostacoli alla realizzazione di politiche monetarie non convenzionali nella Zona Euro, razionalizzando il fenomeno, acuito dalla crisi del debito sovrano del 2010, che prende il nome di “Frammentazione finanziaria”. Il sistema UE presenta appunto problematiche maggiori e differenti rispetto a giurisdizioni come USA e UK: se ad esempio, nelle giurisdizioni anglosassoni, la principale criticità è costituita dalla scarsa regolamentazione del sistema bancario, nell'UE questo è tutto sommato ben regolamentato. Nell'UE le problematiche consistono nella struttura vera e propria del mercato, la cui composizione non consente di individuare un tasso d'interesse naturale (o wickselliano) in grado di orientare la politica monetaria. Terminata questa breve prefazione, cercheremo di riassumere le problematiche aggiuntive emerse nel corso dell'analisi, che condizionano il corretto funzionamento dei canali di trasmissione degli stimoli monetari:

Frammentazione del debito sovrano europeo. In Europa ogni Stato membro emette il proprio debito pubblico, e quindi non esiste sul mercato un generico bond europeo (non esistendo nemmeno un “Ministero delle Finanze” europeo), il che comporta un evidente problema di *asset allocation* per la BCE. Al fine di distribuire equamente le risorse erogate attraverso le operazioni di *easing* monetario, il sistema centrale utilizza il *capital key*⁴⁶ (grafico 5), come indicatore per ponderare i propri acquisti in maniera bilanciata attraverso il sistema europeo. Attraverso questa metodologia, si viene a garantire un'equa distribuzione degli acquisti, che tuttavia non eradica del tutto il problema.

⁴⁶ Il *capital key* (o *capital subscription*) rappresenta la partecipazione delle Banche Centrali Nazionali al capitale della BCE, calcolato attraverso uno schema che riflette il peso percentuale del rispettivo Stato membro, in termini percentuali, sia in termini di popolazione che di PIL nell'UE, due parametri che incidono in egual misura. Sulla base dei dati forniti dalla Commissione Europea, la BCE adegua i coefficienti di ponderazione su base quinquennale (di cui l'ultimo il 1° gennaio 2019) ed ogni qualvolta un nuovo stato membro entri nell'Unione Monetaria.

In Europa vi sono infatti paesi (es. i Paesi dell'area periferica) che necessitano più degli altri di stimoli monetari, poiché colpiti più duramente dalla crisi del debito sovrano e dalla conseguente recessione. Questa problematica non rende quindi ottimale la distribuzione di portafoglio e rallenta chiaramente la trasmissione delle politiche monetarie non convenzionali.

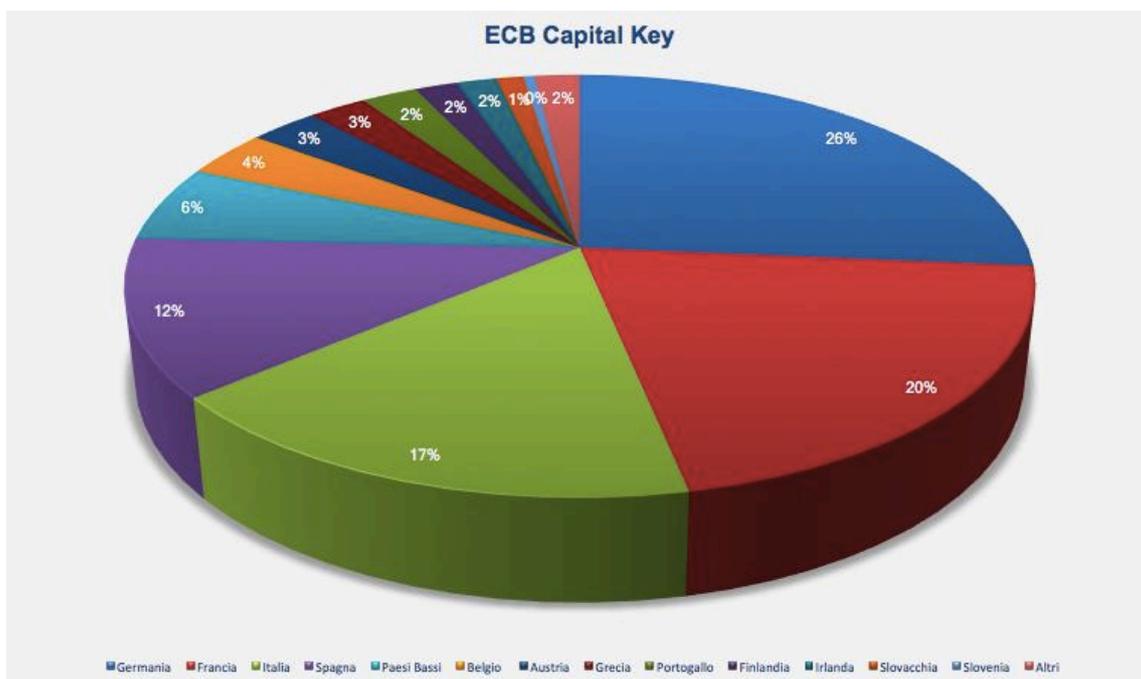


Grafico 5. Fonte dati BCE, elaborazione dell'autore. Nota: i dati sono aggiornati all' 1/1/2019 (data dell'ultimo aggiornamento).

I cinque più grandi Paesi dell'Eurozona, Germania, Francia, Italia, Spagna e Paesi Bassi, versano rispettivamente un contributo del valore nominale pari a € 18,36 MLD, 14,20 MLD, 11,80 MLD, 8,34 MLD e 4,07MLD, la cui incidenza in termini percentuali è esposta in figura 3.

Frammentazione del tessuto industriale. Il tessuto produttivo industriale europeo, è composto per il 99,8% da PMI (fonte: Dipartimento Politiche Europee, Presidenza del Consiglio dei Ministri). Con un sistema industriale del genere, le imprese europee non si finanziano direttamente sui mercati finanziari (mercato dei capitali), ma ricevono circa l'80/90 per cento del proprio credito attraverso canali bancari (figura 2). Affinché gli stimoli monetari siano adeguatamente trasmessi all'economia reale, le banche devono aumentare l'erogazione creditizia, diminuendo al tempo stesso i tassi d'interesse applicati (*banks lending and interest rate channel*). Questo non succede, e costituisce un riscontro alle ipotesi riguardo l'effetto restrittivo generato dagli stringenti requisiti patrimoniali richiesti dal Terzo Accordo di Basilea e rafforzati dall'entrata a regime del network dell'SSM, oltre

che all'elevato livello di NPLs generato dal deterioramento delle condizioni creditizie dei mutuatari (fonte: Banca d'Italia).

Al contrario, negli Stati Uniti, così come nel Regno Unito, il tessuto industriale è maggiormente caratterizzato da realtà multinazionali, che si finanziano per circa l'80% del proprio fabbisogno sul mercato dei capitali, beneficiando quindi direttamente dell'immissione di liquidità della Fed.

Frammentazione fiscale e strutturale. La BCE non può raggiungere autonomamente il target d'inflazione se i governi nazionali non adottano politiche strutturali e fiscali adeguate. Quest'ultimo problema, è tuttavia strettamente collegato alla politica di austerità intrapresa dalla Commissione Europea, rafforzata dal Patto di Stabilità del 2011 (*fiscal compact*). Inoltre, la frammentazione fiscale rende il meccanismo di trasmissione lento, la cui ricettività varia da paese a paese. Claey, Darvas e Wolff (2014) hanno documentato come a parità di tassazione e spesa pubblica, sussistano grosse differenze tra paesi meridionali (area periferica) e paesi nordici (area core), aumentando le disparità sociali. Tali differenze sono in gran parte attribuibili all'inesistenza di linee guida comuni in materia di politica economica e fiscale, oltre alle politiche di austerità che hanno contribuito a prolungare fenomeni recessivi nei paesi il cui tessuto economico/sciale è più debole. A riscontro di queste affermazioni basta osservare la figura sottostante (grafico 6) rappresentante il tasso di disoccupazione nell'UE, per vedere come Grecia (19,3%), Spagna (15,3%) e Italia (10,6%) abbiano tassi di disoccupazione significativamente più elevati di Germania (3,3%) e Paesi Bassi (3,8%)⁴⁷.

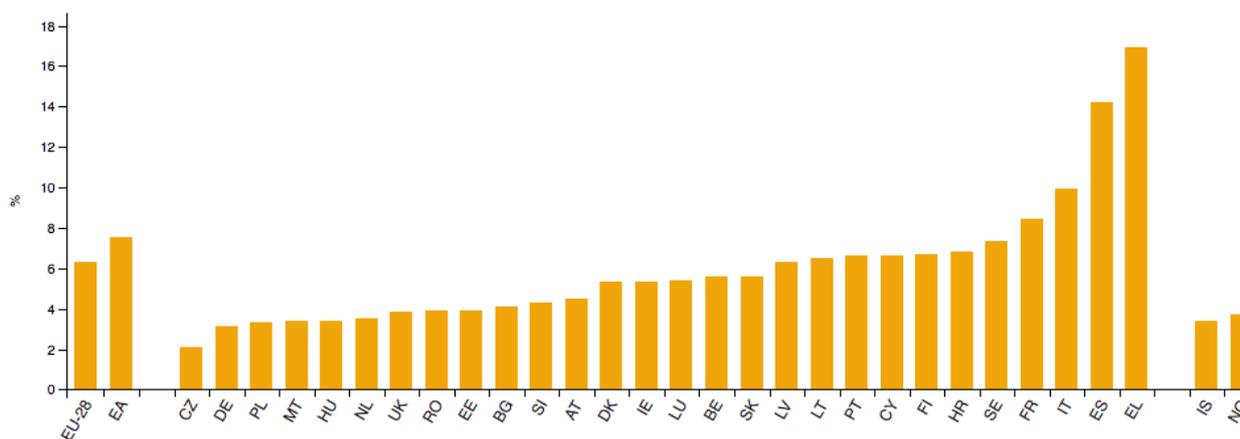


Grafico 6: tasso di disoccupazione nell'Unione Europea, aggiustamento stagionale (09/2019). Fonte: Eurostat.

Proprio per queste ragioni, verificheremo come le limitazioni sin qui discusse influenzano il meccanismo di domanda/offerta dei Titoli di Stato europei. Come conclusione del capitolo,

⁴⁷ Fonte: <https://ec.europa.eu/eurostat/documents/2995521/10059840/3-30092019-AP-EN.pdf/030f668e-753c-5156-8416-c1b739d05b8b>.

proporremo alcuni spunti di riflessione, tra i quali l'auspicato completamento della CMU⁴⁸ in tempi rapidi, come soluzione alle attuali limitazioni dei canali di trasmissione della politica monetaria nella Zona Euro. Nel terzo capitolo, invece, analizzeremo sia attraverso un *event-study*, che attraverso un modello econometrico, i correttivi che le banche dell'Eurozona stanno apportando al proprio modello operativo nell'ottica di massimizzare l'efficacia del ciclo accomodante intrapreso dalla politica monetaria.

In questa prospettiva, sulle basi di quanto discusso sinora, ci aspettiamo di riscontrare scostamenti significativi rispetto a quanto la letteratura economica definisce in tale scenario.

⁴⁸ CMU, ovvero *Capital Markets Union*, è il progetto attraverso il quale la Commissione Europea intende procedere all'integrazione del mercato dei capitali nell'Unione. Ricordiamo, infatti, che la libera circolazione dei capitali è un fattore imprescindibile sia nell'ottica di completamento del l'UBE, sia intesa come uno strumento in grado di orientare le decisioni, e la trasmissione, della politica monetaria su una base di maggior neutralità.

• 2.3) Riflessioni di fine capitolo.

La scarsità di operazioni cross-border nel settore bancario europeo è il più grande ostacolo alla trasmissione della politica monetaria, nonché al percorso che dovrebbe condurre alla vera e propria integrazione finanziaria. Efficaci politiche di risk-sharing costituiscono, infatti, un driver essenziale per i policy-maker al fine di orientare le loro azioni in un contesto eterogeneo come quello rappresentato dall'Eurozona. Ess consentono di diluire i rischi di carattere sistemico, livellando così quelle vulnerabilità di carattere strutturale che sussistono tra i Paesi dell'area core e periferica.

In questa riflessione di fine capitolo, porteremo all'attenzione l'efficacia dell'utilizzo della cartolarizzazione come strumento necessario all'integrazione tra i sistemi bancari dell'Eurozona. In questo senso, Kirschmann, Riedler e Schuler (2018) propongono due strategie: innanzitutto, la necessità di apportare le necessarie modifiche all'attuale sistema di vigilanza, in modo tale da ridurre le barriere relative al mercato dei prodotti strutturati; successivamente, incentivare esplicitamente operazioni cross-border al lungo termine ed un maggior ricorso alla cartolarizzazione creditizia.

In questa prospettiva, sono auspicabili aggiustamenti nell'ambito della *SME⁴⁹ Initiative⁵⁰*, che forniscano maggiori incentivi alla cartolarizzazione dei crediti nei confronti delle SMEs, consentendo di creare opportunità di investimento cross-border in un settore strategico per il tessuto produttivo europeo e superarne la frammentazione.

Frammentazione del sistema bancario della Zona Euro. La frammentazione del sistema bancario, è l'ostacolo più significativo all'integrazione del mercato finanziario europeo. La frammentazione del sistema bancario, è riscontrabile sia a livello comunitario che nazionale: in Germania e Italia, in modo particolare, le banche locali (*landersbanks*) e cooperative sono quasi 1500, determinando uno scarso controllo del mercato interno da parte degli istituti di maggiori dimensioni.

L'argomento sta acquisendo uno spazio sempre maggiore sia nel dibattito pubblico che accademico. La discussione include i reali rischi concernenti i crediti deteriorati nell'area periferica, le critiche alla politica monetaria ultra accomodante intrapresa dalla BCE nell'area core (Coœur, 2013) e su come sia possibile interrompere il "*doom loop⁵¹*" intercorrente tra le dinamiche del settore pubblico ed il sistema bancario. Le criticità sottostanti a questa spirale, l'elevato livello di rischio derivante dalla crescente esposizione delle banche nei confronti del proprio mercato interno (come riportato

⁴⁹ SMEs (*Small Minus Enterprises*).

⁵⁰ La *SME Initiative* è un'iniziativa congiunta che permette agli Stati membri dell'Eurozona di assegnare Fondi SIE (Fondi Strutturali e di Investimento Europei) a programmi gestiti direttamente dalla Commissione Europea (COSME e Horizon 2020) e alle risorse del Gruppo della Banca Europea per gli Investimenti (BEI). Fonte: Confindustria.

⁵¹ Il *doom loop* indica una correlazione intercorrente tra il settore pubblico ed il sistema bancario. In particolare, si tratta di "*a negative spiral that can result when banks hold sovereign bond and governments bail-out banks*". Fonte: Covi, Giovanni; Eydam, Ulrich, "*End of the sovereign-bank doom loop in the European Union? The Bank Recovery and Resolution Directive*", *Journal of Evolutionary Economics* (19 maggio 2018).

dall'EBA, infatti, all'incirca il 60% della crescita dell'esposizione – complessivamente pari al 68,2 per cento – del settore bancario nei confronti di titoli sovrani è interna) e gli effetti asincroni della Politica Monetaria (Kobe e Brunnermeier, 2017), sono conseguenze dirette della frammentazione del sistema bancario europeo. In questo senso, non è ancora del tutto chiaro perché le banche scelgano un portafoglio così fortemente sbilanciato nei confronti del rispettivo rischio paese.

Le tipiche barriere – come il rischio di cambio o i costi di transazione – non sono sufficienti a spiegare la contrazione del volume di transazioni cross-border degli ultimi anni. Inoltre, contrariamente alle banche, il 90% dei titoli detenuti da altri investitori istituzionali con sede nell'Eurozona, è costituito da investimenti cross-border (fonte: *ECB statistical annex*, 2017). In questa prospettiva, viene a cadere anche l'ipotesi avanzata da Wolski e van de Leur (2016) che vede nell'"*information bias*" la principale causa di barriere alla circolazione dei capitali⁵².

La differenza tra il portafoglio obbligazionario detenuto dalle banche e quello detenuto da altri investitori istituzionali, sta proprio nel fatto che il *banking book* è costituito principalmente da Titoli di Stato. Le banche, quindi, avrebbero più chance di essere oggetto di operazioni di salvataggio da parte dei governi, detenendo titoli sovrani. Allo stesso tempo, i governi, attraverso l'esercizio di una sorta di *moral-suasion*, possono convincere gli istituti creditizi ad acquistare Titoli di Stato, finanziando così la spesa pubblica con minori costi di *funding*.

Pur esistendo riscontri empirici in tal senso (De Marco e Macchiavelli, 2017), risolvere il *doom-loop* banche-debito sovrano, avrebbe un impatto limitato relativamente all'integrazione bancaria europea. Il c.d. "*home bias*" coinvolge, infatti, un paniere di attività ben più ampio rispetto al mercato del debito sovrano: ad esempio, il mercato interbancario europeo è fortemente dipendente da transazioni effettuate nei rispettivi mercati interni (fonte: *ECB statistical annex*, 2017), così come – in misura ancor più alta – l'incidenza della quota dei depositi e dei prestiti verso l'economia reale.

Di seguito evidenzieremo tre potenziali vie che possano condurre ad una maggior integrazione finanziaria (Kirschenmann, Riedler e Schuler, 2018), evidenziandone al contempo gli effetti collaterali (in termini di potenziali spill-over negativi sulla stabilità). Ad esempio, ripartire il rischio attraverso transazioni interbancarie cross-border, è soggetto a variazioni giornaliere proporzionali al volume delle transazioni, mentre, attuare un programma di consolidamento attraverso M&A costituisce uno strumento molto più efficace nel lungo termine. Generalmente, infatti, in uno scenario come quello attuale, caratterizzato da tassi negativi nel breve termine, la *duration* delle attività finanziarie e la liquidità di esse, ricoprono un ruolo importante nel provvedere alla stabilità del sistema finanziario. In particolare nella fase di *deleveraging* post-crisi, transazioni cross-border aventi ad oggetto attività finanziarie a lunga scadenza (meno liquide) condurranno ad un livello di

⁵² Martin Wolski e Michiel van de Leur "*Interbank loans, collaterals and modern monetary policy*", ECB Working Paper Series No. 1959, novembre 2016.

integrazione in grado di resistere al manifestarsi di potenziali shock, al contrario, transazioni aventi come sottostante strumenti a breve termine e molto liquidi (es. prestiti interbancari), al manifestarsi di scenari di crisi, determineranno la già citata “*fire sale*” con conseguente re-nazionalizzazione dei sistemi finanziari (scenario descritto a proposito della crisi greca). Iniziamo ora ad analizzare i possibili scenari:

Fusioni e acquisizioni (M&A). Poiché i crediti erogati alle imprese hanno generalmente lunga scadenza (>5 anni, grafico 7) e la loro cessione è quindi molto complessa (sono quindi illiquidi), essa li rende uno strumento ideale in termini di ripartizione dei rischi cross-border. Tuttavia, a causa della frammentazione del tessuto industriale europeo, il contributo dei crediti erogati alle imprese, ha un’incidenza marginale in termini di integrazione finanziaria. Al 31/12/2017, solo il 5,7 per cento del volume totale dei prestiti erogati a società non finanziarie in Germania, Francia, Italia, Spagna e Paesi Bassi è stato sottoscritto da imprese non residenti nel Paese d’origine, mentre, effettuando il calcolo sull’aggregato dei prestiti (famiglie e imprese) circa l’86% del totale è erogato nel mercato interno (fonte: BCE, sdw, 2018)⁵³. E’ inoltre opportuno sottolineare, come solo i grandi gruppi bancari, con filiali in paesi differenti abbiano le capacità per superare le barriere (quali, ad esempio, asimmetrie informative, volatilità sui mercati valutari ecc...) in termini di diversificazione geografica del proprio portafoglio crediti, tuttavia, osservando gli istituti campione, e confrontando i riscontri con i dati EBA relativi al 2017, osserviamo come essa sia spesso orientata verso giurisdizioni al di fuori della zona euro – Deutsche Bank, CommerzBank, ISP e Unicredit (Europa centrale, orientale e balcanica per circa il 78,2 per cento dell’aggregato cross-border totale); Santander e BBVA (in UK, solamente la prima, e America latina per l’83,47%); ING e BNP Paribas (USA, UK ed europa orientale per l’82 per cento circa)⁵⁵.

⁵³ L’aggregato complessivo dei prestiti, non include ovviamente i crediti classificati come *NPLs*.

⁵⁴ Dai dati emerge come l’aggregato di prestiti cross-border erogati nei confronti di famiglie e consumatori (persone fisiche), sia superiore rispetto all’ammontare totale erogato alle imprese. Il dato può lasciare perplessi, tuttavia, non si tratta affatto di un’anomalia. Ricordiamo, infatti, come spiegato nel paragrafo 2.1.2 che i prestiti ai consumatori (*loans to households*) sono sensibilmente più liquidi ed esigibili, trattandosi di importi decisamente inferiori, rispetto ai *corporate loans*.

⁵⁵ Scostamenti dei valori rispetto a quelli di bilancio, sono dovuti all’utilizzo di arrotondamenti e a discrepanze nella ponderazione dell’RWA tra le misurazioni dell’EBA e delle rispettive Autorità nazionali.

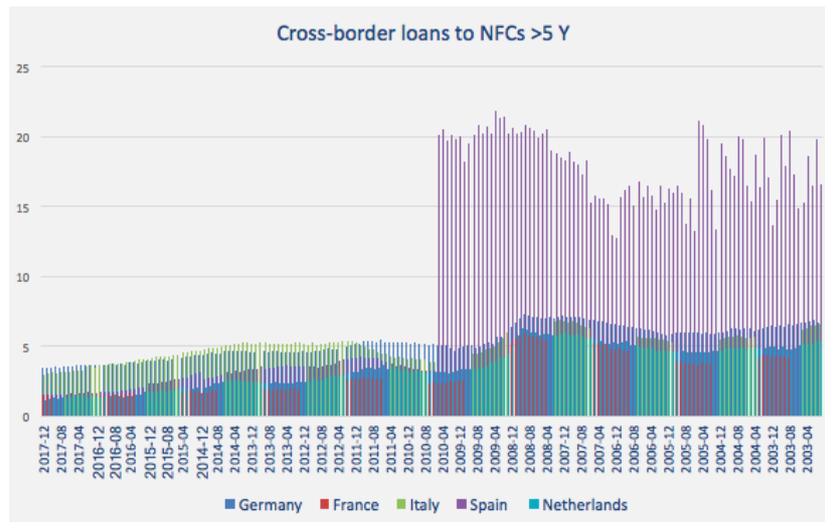


Gráfico 7. Dati: ECB Statistical Data Warehouse, elaborazione dall'autore⁵⁶.

Stando in particolare a quest'ultima assunzione, sembrano abbastanza chiari i vantaggi in termini di integrazione finanziaria ottenibili attraverso incentivi ad operazioni di M&A cross-border. Non è ancora chiaro, tuttavia, se gli incentivi debbano avere matrice comunitaria o nazionale, come, ad esempio, il livellamento delle rispettive legislazioni (Regolamenti) nazionali in termini di regolamentazione in materia bancaria, norme fallimentari, tassazione e protezione della clientela, o anche, come già spiegato, in termini di ponderazione dell'*RWA*. Inoltre, permangono ulteriori dubbi riguardo quanto i potenziali benefici in termini di risk-sharing, possano sopravanzare i costi, sia monetari che sociali, determinati dalla creazione di istituzioni di enormi dimensioni e, quindi, di rilevanza sistemica. Dal punto di vista strettamente bancario, operazioni di fusione/acquisizione di carattere cross-border sono estremamente costose, e, le prospettive in termini di rischio/rendimento sono difficili da prevedere. Per questa ragione, i riscontri empirici che ne evidenziano i potenziali benefici, dipendenti, in particolare, dal dislocamento di filiali estere, lasciano diversi dubbi⁵⁷.

Tuttavia, proprio perché si tratta di operazioni con orizzonte di lungo termine, ad oggi, l'incentivo di operazioni di M&A di carattere trans-nazionale, sembra essere una delle vie più percorribili al fine di porre rimedio alla frammentazione finanziaria dell'Eurozona;

Capital Markets Union (CMU). Negli anni che succedettero la crisi del debito sovrano, la creazione di una vera e propria *Capital Markets Union*, è rapidamente diventata una delle priorità della Commissione Europea. L'obiettivo sottostante la CMU è sganciare l'economia reale dell'Unione alle dinamiche del credito bancario, ossia, determinare quelle condizioni per cui, il canale *bank-based*,

⁵⁶ I dati fanno riferimento all'aggregato (per Paese) di 15 banche.

⁵⁷ Hayden et al (2007), riscontra conseguenze negative, mentre Garcia-Herrero e Vazquez (2013), basandosi su di un *event-study* relativo alla crisi del debito sovrano del 2010-2011, evidenziano gli effetti positivi determinati dalla diversificazione geografica.

non sia più l'unico canale di finanziamento per le imprese, in particolare le PMI. Dal punto di vista bancario, lo sviluppo dei canali *market-based* mira a ridurre la concentrazione dei rischi nei bilanci delle banche. In questo senso, infatti, le PMI sono tra i prenditori più rischiosi. In questa prospettiva, l'*equity financing*, tende ad essere meno soggetto alle dinamiche del ciclo economico, rispetto al *debt-financing*, ed a costituire un eccellente driver nell'ottica di integrazione dei mercati.

Generalmente, le ragioni perché in un determinato mercato prevalgano canali di finanziamento *market-based*, piuttosto che *bank-based*, sono soggette più che altro a fattori ciclici piuttosto che di mercato. Ad esempio, i risparmiatori statunitensi, tendono maggiormente ad investire i propri risparmi nel mercato azionario e nei fondi pensione, al contrario, gran parte dei risparmiatori europei tende a prediligere il risparmio sotto forma di depositi in conto corrente. Conseguentemente, negli USA, la capitalizzazione dei maggiori indici azionari (DJIA, S&P 500 e NASDAQ), è stabilmente in orbita superiore al 100% del PIL, mentre in Europa si attesta su valori medi del 50% del PIL aggregato dell'Eurozona (grafico 7).

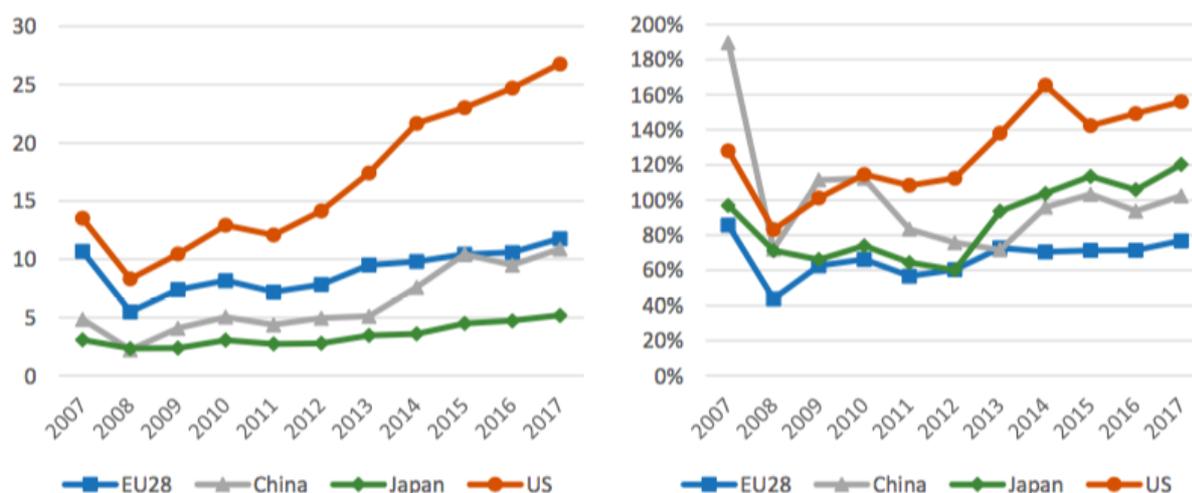


Grafico 8: domestic market capitalization in € trillion (left panel) and percentage of GDP (right panel). Fonte: 2018 ECMI Statistical Package.

I limiti in questo caso, sono costituiti dalle differenze sussistenti tra le esigenze recepite dai vertici comunitari e la mentalità dei risparmiatori: se da una parte è piuttosto semplice, la costruzione di un *level-playing-field* comunitario relativo alla trasparenza dei canali *market-based*, dall'altra è molto più complicato fornire i giusti incentivi perché i risparmiatori cambino la propria mentalità;

Cartolarizzazione creditizia. La cartolarizzazione creditizia è un processo che consente alle banche, attraverso il ricorso a prodotti strutturati, quali, ad esempio, ABS, di rendere i propri crediti a lunga scadenza più liquidi, e quindi appetibili sul mercato, consentendo ad esse di attuare un'efficace politica di risk-sharing diversificando il proprio portafoglio via transazioni cross-border. In uno

scenario come quello attuale, infatti, con i tassi d'interesse a breve termine in territorio negativo, le attività finanziarie a tasso fisso (prevalentemente a lunga scadenza) necessitano di un periodo di aggiustamento più lungo rispetto alle passività, incidendo negativamente sulla redditività: cartolarizzare i crediti consente quindi alle banche di ridurre sensibilmente tale periodo, incidendo positivamente sulla redditività e favorendo l'erogazione di crediti di nuova emissione. Ricorrere a questo strumento, consente inoltre di diversificare geograficamente senza dover per forza stabilire filiali estere. In Europa, questo particolare segmento di mercato, identificabile come un canale *market-based*, è in declino sin dalla crisi finanziaria internazionale; nondimeno, redistribuire efficacemente i rischi attraverso la cartolarizzazione, è un elemento imprescindibile al fine di integrare i mercati finanziari.

In questo senso, una serie di iniziative messe in atto dalla Commissione Europea potrebbero determinare le condizioni necessarie per procedere in tal senso.

La cartolarizzazione creditizia è uno strumento così importante - oggetto di un'ingiusta, quanto generalizzata, stigmatizzazione - che necessita di un maggior approfondimento.

Le banche europee ricorsero in modo massiccio alla cartolarizzazione creditizia negli anni che precedettero la crisi finanziaria internazionale; il picco fu raggiunto nel 2009-2012, contemporaneamente all'apice della crescita della *leverage ratio* e della crisi del debito sovrano. La tempistica non deve sorprendere: soprattutto le banche tedesche e francesi, utilizzarono questo strumento per ridurre l'esposizione nei confronti dei paesi periferici (Grecia, Portogallo, Spagna e Italia), utilizzando la liquidità per incrementare l'esposizione reciproca, e innalzando al contempo i requisiti di capitale⁵⁸. Alla fine del secondo trimestre 2017, l'aggregato dei crediti cartolarizzati ammontava a €1,24 trilioni (fonte: AFME, 2017), esattamente la metà del picco registrato tra il 2009 ed il 2010. Negli USA, al contrario, la cartolarizzazione ha visto una decisa ripresa all'indomani della crisi finanziaria. In tale ambito tuttavia, le differenze tra il mercato finanziario USE e UE, rendono in questo frangente complicato effettuare una comparazione diretta. Ad esempio, come già spiegato, la maggior parte dei crediti cartolarizzati (come gli RMBS⁵⁹, che costituiscono quasi la metà del mercato statunitense) sono sottoposti a garanzia pubblica, come già da contenuti del programma LSAP. Contrariamente all'Europa, dove i prestiti ipotecari e corporativi hanno, più o meno, lo stesso peso sull'esposizione complessiva, negli USA, l'aggregato complessivo dei crediti verso le PMI

⁵⁸ Le banche tedesche in particolare, dovevano ridurre l'esposizione classificata come **target 2** nei confronti della Grecia e, allo stesso tempo, innalzare il livello del capitale *Common Equity TIER1* per soddisfare i requisiti richiesti da Basilea III.

⁵⁹ RMBS, ovvero *Residential Mortgages Backed Securities*. Si tratta, come nelle più comuni ABS, di un pool di crediti, già cartolarizzati, il cui sottostante sono mutui ipotecari residenziali.

cartolarizzati è equivalente al 10% degli RMBS⁶⁰. I Paesi europei nei quali la cartolarizzazione dei crediti verso le PMI ha un peso maggiore sono Italia e Spagna.

Consultazioni portate avanti dalla Commissione Europea, la BCE, la BoE, il Comitato di Basilea e l'EBA, hanno individuato le cause per cui nell'Eurozona la cartolarizzazione stenta a riportarsi sui livelli precedenti il 2009. Da queste riunioni sono emerse tre motivazioni principali, che andremo ad analizzare singolarmente:

▪ **La stigmatizzazione della cartolarizzazione creditizia.**

La crisi finanziaria internazionale, seguita al collasso dei mutui *subprime*, è ormai strettamente identificata con il massiccio ricorso alla cartolarizzazione creditizia. L'immissione sul mercato di MBS e CDOs molto complessi è stata identificata come la causa principale della crisi. Nel corso dell'analisi abbiamo, in realtà, identificato il concorso di diversi fattori (elevato *leverage*, requisiti di capitale insufficienti e atteggiamento accomodante della Fed), oltre a sottolineare la scarsa regolamentazione di alcuni comparti del sistema finanziario statunitense e britannico, rating shopping e l'attivismo di alcuni soggetti (SPVs)⁶¹ operanti come *shadow bankers*. In questo senso, il mercato europeo, era molto più regolamentato rispetto a quanto visto in USA e UK: come riportato dall'EBA (Transparency Exercise, 2015), all'apice della crisi finanziaria, solo lo 0,7% delle tranche AAA e BBB degli MBS europei fu dichiarato insolvente.

Una visione così negativa, è attribuibile principalmente alla scarsa conoscenza delle dinamiche del mercato secondario statunitense (soprattutto) e britannico, rispetto a quello europeo: gli *originators* europei (le banche) continuano a mantenere un'esposizione significativa sul *pool* di crediti anche una volta cartolarizzato, al contrario, il modello statunitense *originate-to-distribute*, implica, una volta avvenuta la cessione del *pool*, che la banca "*originator*" non mantenga alcuna esposizione su di esso. Questo meccanismo determina una distorsione degli incentivi nell'effettuare una corretta due diligence sul mutuatario, che creò i presupposti per l'utilizzo di pratiche di concessione del credito molto superficiali. Inoltre, prodotti molto complessi come i CDOs o i CDOs sintetici, sui quali, invece, le banche statunitensi erano fortemente esposte, e il cui collasso fu causa delle maggiori perdite, nell'Eurozona erano molto meno diffuse;

⁶⁰ Rispetto agli USA, infatti, essendo il tessuto industriale europeo più frammentato, i *corporate loans* sono decisamente inferiori rispetto all'UE.

⁶¹ Lo *Special Purpose Vehicle* (SPV), "società veicolo", detta anche *Special Purpose Entity*, è la società specializzata (nella maggior parte dei casi hedge funds) che in un'operazione di cartolarizzazione creditizia (*securitization*), si rende concessionaria di gruppi di crediti omogenei (*pool*) che deve destinare in via esclusiva al servizio di titoli che essa stessa (o un altro soggetto) emette per finanziare le proprie operazioni negoziandoli sul mercato. Si dice che i titoli sono *backed* (coperti) – da cui *Asset Backed Securities*, riferendosi ad un *pool* di crediti già cartolarizzati da un soggetto terzo (banca) – dalle attività finanziarie cedute. In Italia questi soggetti sono regolati dal D.lgs. n. 130 del 30/04/1999 sulla cartolarizzazione dei crediti. La sua natura (finanziaria, fiduciaria o di fondo d'investimento) è, tuttavia, lasciata abbastanza nel vago, di modo che sia possibile integrare tutti i sistemi utilizzati nelle giurisdizioni estere (UE ed extra UE).
Fonte: Consob.

▪ **Regolamentazione del mercato.**

Essendo il focolaio della crisi finanziaria internazionale riconducibile ad alcuni comparti opachi, e poco regolamentati, del sistema finanziario statunitense e britannico, la regolamentazione del settore della cartolarizzazione creditizia, si è via via fatta più stringente. Dal nuovo quadro di vigilanza, emerso dall'applicazione del III Accordo di Basilea (*Dodd-Frank Act; Banking Act* e Direttiva *BRRD*), sono emersi incentivi, rivolti agli istituti creditizi, ad attuare pratiche di concessione del credito meno avventate, effettuare una due diligence nei confronti dei mutuatari e porre in essere procedure volte al controllo ed alla gestione in termini di rischi assunti. I requisiti di capitale (*buffer*), quantificato dall'Accordo del 2011 nell'8% dell'*RWA*, sarà rafforzato fino al 9 per cento a partire dal 2022⁶². Sono stati inoltre modificati i criteri per l'assegnazione del rating a prodotti strutturati, quali: doppia valutazione, traslazione dall'*owner-pays-model* all'*investor-pays-model* e supervisione dell'autorità pubblica (ESMA nell'UE, SEC negli USA e FSA in UK). In questo modo, si intende restringere la platea di investitori destinatari di prodotti strutturati.

Per gli altri investitori istituzionali, quali le compagnie d'assicurazione, la Normativa *Solvency II* innalza i requisiti di capitale per i prodotti cartolarizzati, ad un livello maggiore che per gli *asset* sottostanti.

Tra le numerose iniziative legali prese in considerazione dalla Commissione Europea, la più importante è la *Simple Transparent and Standardized securitization markets initiative* (STS), ancora in cerca di un'approvazione definitiva. La STS (figura 5) si propone di livellare le differenti Normative e Regolamenti interni alle giurisdizioni nazionali, fornire incentivi volti ad un maggior ricorso alla cartolarizzazione creditizia – in particolare per quel che concerne i crediti erogati verso i prenditori più rischiosi, come le PMI – così da promuovere politiche di risk-sharing attraverso operazioni cross-border, promuovendo così l'integrazione finanziaria.

⁶² Il 2022, è la data in cui entrerà in vigore il IV Accordo di Basilea, posticipata rispetto al 1° gennaio 2019.

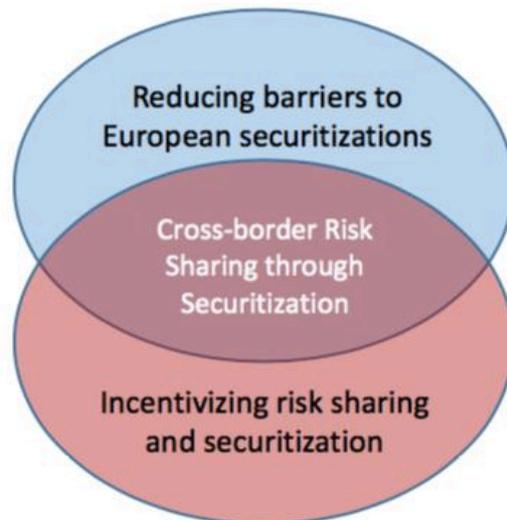


Figura 8: schema sintetico degli obiettivi della STS. Fonte: EconPol Polycy Brief pp. 9, 10 novembre 2018.

Gli indiscutibili vantaggi in tal senso, vanno dagli incentivi derivanti da una maggior liquidità del mercato secondario, ad una minor incertezza normativa nell’ambito di altri prodotti come le obbligazioni corporative e i *covered bond*. D’altra parte, anche in tale ambito, vi è molta incertezza sul fatto dell’effettiva possibilità di costruire un *level-playing-field* in grado di uniformare le differenti normative nazionali.

▪ **Politica monetaria.**

L’ampio ricorso a politiche monetarie non convenzionali da parte della BCE ha senza dubbio avuto un ruolo di primo piano nel ridurre significativamente il ricorso alla cartolarizzazione. In particolare nella zona periferica dell’Unione, il protrarsi di fenomeni recessivi, ha causato una forte contrazione della domanda di prestiti, inducendo le banche a ridurre l’utilizzo di tale strumento. L’atteggiamento ultra-accomodante della politica monetaria ha tuttavia prodotto i medesimi effetti anche nell’area core: in particolare, nel periodo di *deleveraging*, il ricorso alla cartolarizzazione è un approccio molto efficace per dismettere gli *asset* più illiquidi e rischiosi, innalzando al contempo la componente patrimoniale. Dal punto di vista bancario, l’offerta di liquidità (potenzialmente illimitata) – in seguito all’avvio del *Securities Market Program* (SMP) ed alle operazioni LTRO e TLTRO – ed il costo, inferiore ai potenziali costi di transazione sul mercato secondario, resero poco conveniente il ricorso al mercato secondario, piuttosto che alla liquidità della Banca Centrale.

Dal punto di vista delle banche dell’area periferica, l’efficace utilizzo della cartolarizzazione avrebbe ridotto lo stock di NPLs, mentre, dal punto di vista delle banche dell’area core (soprattutto tedesche) avrebbe contribuito a dismettere gli *asset* più opachi e rischiosi, con il ricorso minimo alle riserve della BC. In linea generale, la dismissione di almeno una parte di queste attività, attraverso canali

market-based, avrebbe costituito un'efficace strumento per il superamento di quelle barriere strutturali e fiscali, che costituiscono un forte ostacolo alla trasmissione della politica monetaria.

- **Considerazioni conclusive.**

Abbiamo evidenziato tre possibilità al fine di porre un rimedio ai limiti della trasmissione della politica monetaria nell'Eurozona: *i)* M&A cross-border; *ii)* CMU; *iii)* incentivi al ricorso della cartolarizzazione creditizia nell'ambito del framework delineato dall'STS.

Stando ad un'osservazione superficiale, la prima sembra essere l'opportunità più idonea allo scopo, per i suoi connotati trans-nazionali tuttavia, dato lo scenario attuale, gli elevati costi e la difficile stima del rapporto rischi/benefici, rendono questa una via difficilmente percorribile. Inoltre, essa non garantisce riscontri nell'ambito del risk-sharing: da questo punto di vista, infatti, l'eventuale fusione tra due istituti creditizi comporterà, molto probabilmente, l'incremento dell'esposizione face-to-face tra le rispettive giurisdizioni, o essere dettata – nel caso di un'operazione tra un istituto dell'area core ed uno dell'area periferica – da esigenze di funding da parte di quest'ultimo⁶³. Per quel che concerne la CMU, la relativa semplicità nel livellare le rispettive normative nazionali, è contrastata dalla spiccata anti-ciclicità degli agenti economici dell'eurozona.

Di contro, la cartolarizzazione creditizia, al netto di stigmatizzazioni dovute alla crisi finanziaria internazionale, possiede indubbe potenzialità espansive che ci apprestiamo a discutere:

- **Rimozione delle barriere alla trasmissione della politica monetaria.** La cartolarizzazione creditizia è particolarmente efficace nel superare la frammentazione del tessuto produttivo europeo. Considerando infatti il framework definito dalla *SMEs Initiative*, l'incentivo al ricorso ad operazioni di cartolarizzazione cross-border, il cui sottostante è costituito dai crediti delle SMEs, consente di attuare efficaci politiche di risk-sharing trans-nazionali;
- **Effetti positivi sul periodo di aggiustamento delle attività a tasso fisso.** In uno scenario come quello attuale, caratterizzato da tassi d'interesse negativi nel breve termine, è elevato il rischio di squilibri nella struttura per scadenza dei bilanci delle banche (Coeuré, 2016): essendo infatti il bilancio delle banche composto, prevalentemente, da passività a breve termine, generalmente molto liquide, volte a rifinanziare l'esposizione, costituita in larga parte da attività a tasso fisso a lungo termine, in un sistema a corridoio, variazioni dei tassi ufficiali generano effetti sul valore nominale dei titoli iscritti a bilancio. I titoli a breve termine (passività), necessitano quindi di un periodo di aggiustamento inferiore a quelli a lungo termine (attività), generando problemi legati alla redditività (lato dell'attivo) e rischi legati al rinnovo delle passività (*roll-over risk*).

⁶³ E' infatti da leggere in questo senso l'interesse da parte di Unicredit per la tedesca CommerzBank.

Attraverso il ricorso alla cartolarizzazione, le banche possono ridurre l'esposizione a lungo termine e incrementando la componente patrimoniale.

- **Effetti espansivi sull'offerta di credito.** Nel 2007 Charles Goodhart, membro dell'MPC della BoE, definiva la moneta come una massa endogena. Nella teoria neo-keynesiana, il concetto di **moneta endogena** (Nicholas Kaldor, 1984) si riferisce alla massa monetaria non come “stampata” dalla BC ma generata dalle banche erogando nuovi prestiti⁶⁴. La cartolarizzazione creditizia è fondamentale in questo meccanismo: la liquidità ottenuta cedendo i crediti è utilizzata al fine di erogare nuovi prestiti, a loro volta ceduti, così da generare una supply-chain creditizia pressoché illimitata. La moneta credito così “creata” va ad incidere sugli aggregati monetari – che approfondiremo in apertura del terzo capitolo – del bilancio bancario.

Questo meccanismo genera effetti espansivi sull'offerta di credito quando la politica monetaria intraprende un ciclo espansivo, grazie all'effetto valore positivo (o effetto ricchezza) indotto dal taglio dei tassi d'interesse ufficiali, nonché dall'incremento della *risk-tolerance* data dall'ombrello costituito dalla liquidità erogata dalla BC: cartolarizzando le attività a reddito fisso a valori rivalutati, infatti, le banche ottengono la liquidità necessaria da investire in progetti d'investimento dal VAN positivo.

La strategia non è tuttavia priva di rischi: da una parte, infatti, resta elevato il rischio di un re-innalzamento della leva finanziaria, dall'altro, se non adeguatamente regolamentato, il meccanismo comporta un'allocazione inefficiente delle risorse sulle attività più sicure (c.d. “*safe heaven*”) con conseguente creazione di bolle. Se questo è il caso, viene a delinearsi uno scenario nel quale viene meno l'efficienza del meccanismo di *price discovery*⁶⁵, il quale, a sua volta determinerà malfunzionamenti nel meccanismo di domanda/offerta che ostacolerà a sua volta la trasmissione della politica monetaria nel lungo periodo⁶⁶.

⁶⁴ Alan R. Holmes (1969), membro del board direttivo della Fed di NYC, scrive: “*nel mondo reale, le banche estendono il credito, creando i depositi nel processo, e cercano le riserve successivamente*”.

⁶⁵ Il meccanismo di *price discovery* è un processo, esplicito o implicito, attraverso il quale – con riferimento al mercato dei capitali – viene a delinearsi il prezzo a pronti (*spot price*) effettivo di un determinato strumento finanziario (strumenti obbligazionari o rappresentativi di capitale, commodities o valute). Il processo tiene conto di una serie di fattori (tangibili e intangibili), inclusi i meccanismi di domanda e offerta di un determinato strumento finanziario, l'avversione al rischio degli investitori, e il *geopolitical bias*.

⁶⁶ Vayanos e Vila (2009), pongono enfasi sulla *price discovery* nella determinazione dell'equilibrio tra domanda e offerta con riferimento al mercato dei Titoli di Stato; Coeuré (2016) ne evidenzia il ruolo nell'efficacia della trasmissione della politica monetaria al mercato azionario (relativamente al settore bancario).

Capitolo 3

La dinamica del mercato creditizio a tassi d'interesse negativi

- *3.1) Gli aggregati monetari nell'Eurosistema*

La moneta è l'unità di scambio generalmente accettata a livello globale. Esso è tuttavia un termine generico, esiste la moneta "stampata" dalla BC ed esistono dei misuratori della liquidità presente nel sistema. La base monetaria differisce dagli aggregati monetari. La moneta (base monetaria) in senso ampio è infatti formata da tutte quelle attività finanziarie stanziabili come mezzo di pagamento. Nelle economie più sviluppate, essa è costituita sempre meno dal circolante – le banconote e le monete stampate dalla BC – mentre è sempre più presente la moneta fornita direttamente dal sistema bancario sotto forma di depositi.

Prima di proseguire, dobbiamo definire meglio i concetti di base e aggregati monetari. Parliamo di base monetaria quando essa è "creata" direttamente dalla BCE ed è posseduta dal pubblico sotto forma di circolante o attività utilizzabili come mezzo di pagamento e dalle banche sotto forma di riserve. Affinchè la BC possa creare base monetaria, è necessario che tra le sue operazioni sia sempre presente la concessione di credito. La principale operazione messa in atto a questo scopo, è ovviamente il QE. Quando la BCE vuole creare base monetaria, acquista titoli pagandoli con le proprie riserve. Al contrario, ovvero se la BC vuole ridurre la base monetaria vende i titoli in suo possesso.

Molto importante è anche il concetto di aggregati monetari. Essi sono stati infatti richiesti a gran voce in seguito all'adozione dell'euro e la volontà di una politica monetaria unica. Essi misurano l'offerta di moneta presente nel sistema economico e all'interno del bilancio delle istituzioni finanziarie, in un preciso e dato momento. La BCE all'interno delle sue statistiche fa sempre riferimento a tre aggregati monetari, definiti in ordine decrescente di liquidità e crescente per ampiezza:

- L'aggregato monetario ristretto (M1) comprende il circolante (banconote e monete) e le attività finanziarie che possono svolgere il ruolo di mezzo di pagamento, ossia i depositi in conto corrente. Inoltre tutte le banconote e le monete (c.d. moneta legale⁶⁷) e le riserve obbligatorie delle banche presso la BC, costituiscono la cosiddetta **base monetaria**, anche denominata come M0;
- L'aggregato monetario intermedio M2 comprende M1 e altre attività a liquidità elevata e valore certo in ogni momento futuro, ma la cui conversione in M1 può essere soggetta a qualche restrizione, come la necessità di un preavviso, penalizzazioni o commissioni. Stando alla definizione della BCE, l'aggregato M2 comprende i depositi a scadenza prestabilita fino a due anni e i depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi;

⁶⁷ Tutte le banconote e monete, qualsiasi sia la divisa, sono **moneta legale** poiché per legge devono essere accettate come mezzo di pagamento.

- L'aggregato ampio M3 comprende, oltre a M1 e M2, alcuni strumenti emessi da varie istituzioni finanziarie monetarie con un alto grado di liquidità e di certezza del prezzo. Secondo la BCE ne fanno parte le quote in fondi comuni monetari, le operazioni pronti contro termine (*RePos*) e le obbligazioni bancarie con scadenza fino a due anni.

Il loro ammontare influenza il tasso d'inflazione e i tassi d'interesse, poiché come sappiamo una maggiore offerta di moneta (M_0) comporta un tasso d'interesse nominale (i_t) più piccolo e crescita inflazionistica. Per queste ragioni gli aggregati monetari sono estremamente importanti all'interno delle dinamiche riguardanti gli obiettivi da conseguire attraverso le politiche monetarie, sia convenzionali che non (ad esempio un obiettivo concreto potrebbe essere quello di una crescita annua di M3 non più alta del 4 per cento). In pratica, se i canali di trasmissione sono i mezzi, gli aggregati monetari sono i fini.

La BCE ha scelto l'aggregato M3 come aggregato di riferimento dell'analisi monetaria, al contrario della Fed che ha deciso di escluderlo non ritenendolo più informativo di M2.

La scelta della BCE è giustificata dalla correlazione tra prezzi e moneta, che sembra maggiore per aggregati più ampi. Sia i modelli teorici (Vayanos e Vila, 2009) che i dati, sembrano sottolineare la maggiore affidabilità di M3 come aggregato anticipatore di prezzi, rispetto a M1 e M2 (più un aggregato è ampio e più presenta un andamento regolare e in linea con quello dei prezzi).

Per quanto riguarda il calcolo del valore di riferimento, questo viene calcolato utilizzando la relazione intercorrente tra offerta di moneta, da una parte, i prezzi, il PIL e la velocità di circolazione (quest'ultimo costituisce il vero *driver* della crescita inflazionistica)⁶⁸ dall'altra.

Relativamente ai prezzi la BCE adotta il mantenimento della stabilità da lei stessa ipotizzata su base statutaria (mantenimento dello IAPC sui dodici mesi $\leq 2\%$). Per le ultime due variabili sopra elencate, le ipotesi vengo formulate facendo riferimento agli andamenti di medio periodo.

La prima volta che la BCE ha annunciato un determinato valore di riferimento è stato il 1998; fissando il valore del 4,5% mai cambiato e valido tutt'oggi.

⁶⁸ La velocità di circolazione della moneta indica la relazione intercorrente tra la quantità di moneta in circolazione e la velocità con cui viene spesa. Maggiore velocità di circolazione, indica maggiore capacità di spesa e un miglioramento nelle aspettative di breve/medio termine degli agenti economici.



Figura 9: aggregati monetari M1, M3. Fonte: ECB Statistical Data Warehouse

I dati che si evincono dalla figura 9 non preoccupano più di tanto la BCE, la quale ha più volte ricordato che il valore di riferimento utilizzato per la crescita annua dell'aggregato monetario M3 non rappresenta un obiettivo esplicito di politica monetaria. Anche se sono quindi presenti valori che si discostano dal target del 4,5%, queste anomalie non comportano di per se un intervento da parte della BCE.

L'andamento di M3 infatti, non costituisce nulla di più che uno strumento di analisi utile, insieme ad altri indicatori, per i rischi relativi alla stabilità dei prezzi nel medio periodo. Dal punto di vista bancario quindi, l'andamento di M3 va correlato alla velocità di circolazione della moneta e al volume dei prestiti di nuova emissione.

○ 3.1.1) Ripensare la correlazione tra masse monetarie e credito

Aggregato e base monetaria non sono concetti totalmente disgiunti tra loro. Entrambe infatti sono correlate positivamente con la domanda aggregata, la quale costituisce il driver della velocità di circolazione della moneta e guida la crescita economica tanto nel breve/medio quanto nel lungo periodo, secondo il principio keynesiano della domanda effettiva. Secondo questo principio la domanda di moneta aumenterà quando l'economia è in fase di crescita, a prescindere dall'inflazione, poiché vi saranno investimenti crescenti, più occupati, aumenteranno i consumi, i beni e i servizi: vale a dire la domanda aggregata.

Secondo un semplice approccio *IS-LM* quindi, la domanda di moneta aumenta quando aumenta la quantità prodotta (Q) di beni e servizi, a prescindere dall'aumento dei prezzi. Si nota quindi un disallineamento tra le **masse monetarie** e la moneta effettivamente in circolazione nel sistema reale (famiglie e imprese), venendo quindi da chiedersi da dove provenga la moneta in eccesso. Intuitivamente, la risposta è dal sistema bancario attraverso i prestiti.

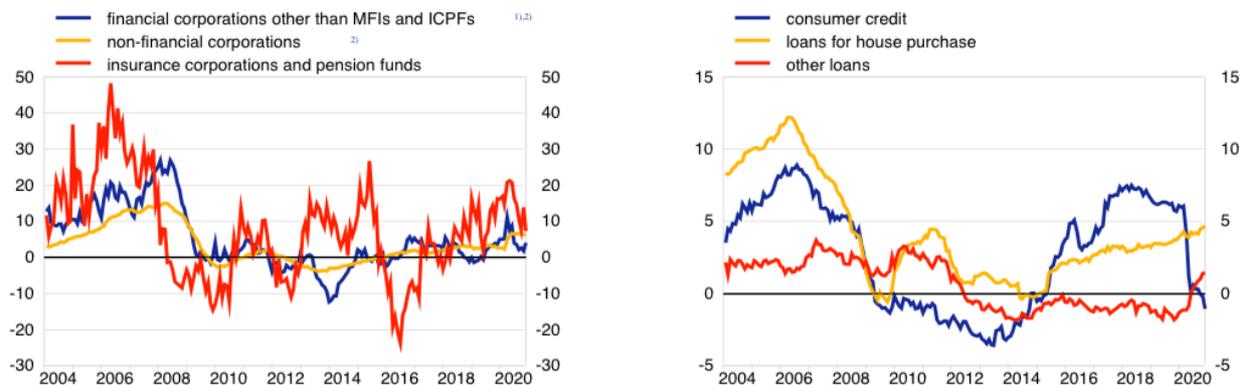


Figura 10: volume dei prestiti erogati a famiglie (pannello destro) e imprese (sinistro). Fonte: ECB Data Warehouse

Il ciclo del credito anticipa infatti quello monetario. L'asimmetria è più evidente se l'evoluzione del volume dei prestiti è confrontato con quello dell'aggregato M2 (più liquido), rispetto a M3 i cui andamenti sono molto simili e ravvicinati (figura 10)

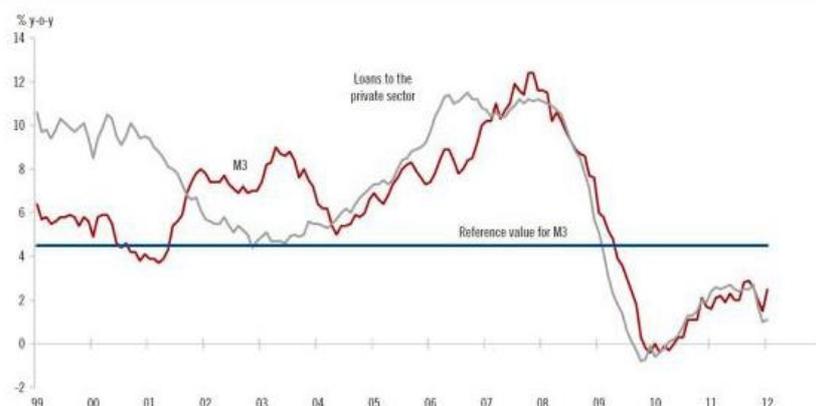


Grafico 9. Fonte: Keynes blog. Dati: Pictet Asset Management

Le evidenti anomalie tra il 2001 e il 2003 sono spiegate dalla BCE come un'elevata preferenza degli agenti economici per attività più liquide (quindi appartenenti ad M1 ed M2), trattandosi comunque di un fenomeno legato a variazioni della domanda.

Possiamo quindi ora avanzare l'ipotesi opposta a quella dei monetaristi e della TQM⁶⁹: la massa monetaria **non dipende dall'offerta di moneta "esogena"**, sotto il controllo della BC, **ma dalla domanda di moneta da parte dell'economia reale e dalla "propensione al prestito" (o al rischio) delle banche.**

Se così è, allora un incremento dell'offerta di moneta da parte della banca centrale (la base monetaria) che ecceda la domanda, attraverso operazioni di mercato aperto come il *quantitative easing*, non causerà né un sensibile aumento della quantità complessiva di moneta né un corrispettivo aumento dell'inflazione nel medio/lungo termine.

Si deve tener conto che dal 2008 (anno del primo grande QE, a cui ne sono seguiti molti altri) l'aumento della base monetaria è stato di proporzioni enormi. Anche volendo ipotizzare che tale liquidità aggiuntiva abbia effetti sull'inflazione solo nel lungo termine, sono ormai passati più di 10 anni dal primo grande QE negli USA e in UK e poco meno nell'UE. Eppure, anche dopo che (negli USA e in UK), l'economia è tornata a crescere nel 2009, l'inflazione si è mantenuta a livelli modesti. Nell'UE alla vigilia delle grandi ORP e della prima tranche del QE nel 2011, l'inflazione dallo 0,2% è cresciuta fino all'1,7% nel 2018, per scendere nuovamente all'1,2% nel 2019 al di sotto del target (fonte: BCE).

Cade quindi l'idea che il moltiplicatore monetario – ossia il rapporto tra la quantità moneta e la base monetaria – non sia in uno scenario come quello attuale uno strumento rilevante nel processo di creazione della moneta. La relazione suddetta relazione quantità di moneta/base monetaria sembra

⁶⁹ TQM: Teoria Quantitativa della Moneta

quindi “rompersi” se la banca centrale decide di “stampare in eccesso” rispetto alla domanda effettiva (Kobe e Brunnermeier, 2017).

Vi sono diverse teorie per spiegare l’inefficacia di una relazione causale del tipo:

$$Base\ Monetaria_t \uparrow \Rightarrow M_t \uparrow \Rightarrow i_t \downarrow \Rightarrow \pi_t \uparrow$$

Dove i_t è la [2] secondo un approccio mono-periodale.

Secondo la teoria keynesiana tradizionale, la velocità della moneta precipita durante e in seguito ad una crisi perché gli agenti economici tendono ne a spendere ne ad investire, ma a detenere scorte liquide in risposta all’incertezza. Secondo invece la teoria neo-keynesiana, e l’equivalenza ricardiana, sono le aspettative degli agenti economici a controbilanciare l’incremento dell’offerta di moneta. Sappiamo inoltre che nell’UE gran parte della liquidità aggiuntiva è rimasta nei depositi delle banche commerciali presso la BCE, cioè le banche stesse hanno usato la moneta come riserva di valore. Quest’ultima è la ragione che ha spinto la BCE ad introdurre la NIRP⁷⁰ nel 2014.

Perché l’incremento della massa monetaria possa effettivamente indurre crescita inflazionistica, serve quindi un approccio più saldamente appoggiato su meccanismi reali del processo di creazione monetaria: un meccanismo “endogeno”, ovvero un modello in cui il variare delle masse monetarie dipenda dalla domanda e dalla creazione di moneta da parte delle banche, piuttosto che dall’offerta “esogena” (la base monetaria) creata dalla BC.

⁷⁰ NIRP: Negative Interest Policy

○ 3.1.2) *La caduta del moltiplicatore monetario: evidenza del malfunzionamento dei meccanismi di trasmissione*

Sin dal 2010 la BCE ha espanso il proprio bilancio fino a 3.400 miliardi, di cui: 457 di **base monetaria** (418 negli USA, 823 in UK e 567 in Giappone). Nella Zona Euro l'ammontare di credito all'economia è stato tra i 150 e i 200 miliardi di euro, a fronte di circa 870 che le banche tengono fermi presso la BCE, nonostante dal 2014 il DFR sia ormai in territorio negativo (ad oggi al di sotto del -0,50%). Ciò dimostra che il moltiplicatore monetario è crollato (grafico 10). In particolare nell'Eurozona il moltiplicatore era circa 8 prima della crisi del debito sovrano ed è sceso a 4 alla fine del 2019. Nel Regno Unito da 30 (2007) a 5 (2019). Il crollo del moltiplicatore contribuisce, ma non basta, a spiegare perché nonostante il massiccio ricorso a politiche monetarie non convenzionali, le misure adottate dalle Banche Centrali non siano state sufficienti a indurre una rapida ripresa dell'economia e indurre crescita inflazionistica.

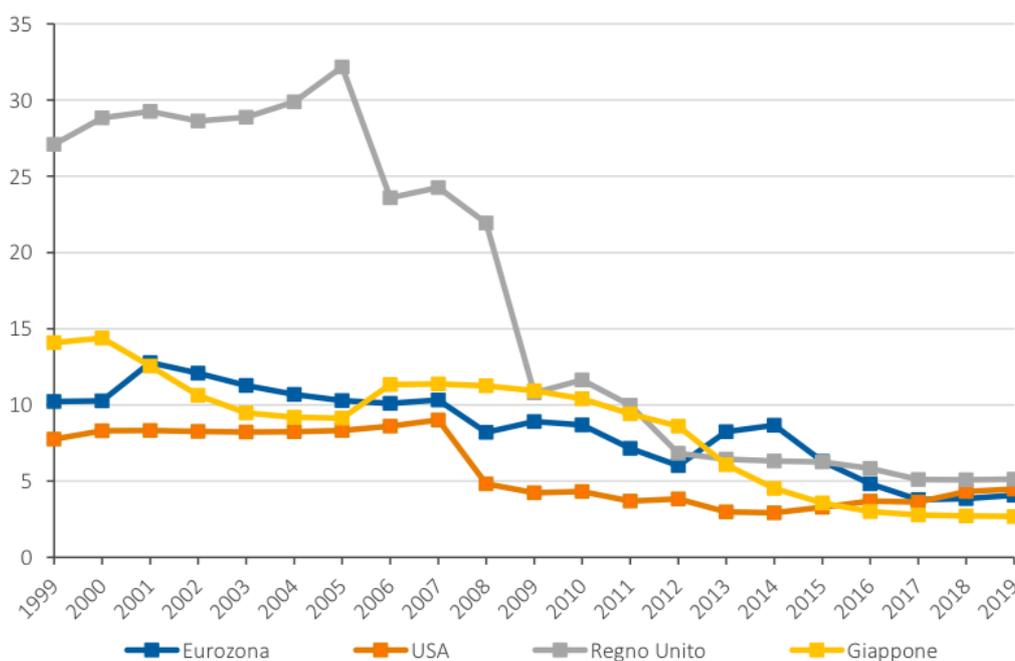


Grafico 10: il moltiplicatore monetario (quantità di moneta/base monetaria). Fonte: elaborazione dell'autore su dati BCE, Fed, BoE e BoJ

È comunque un fatto che nonostante l'ingente immissione di liquidità da parte della BCE, l'economia dell'Eurozona versa ancora in uno stato di timida ripresa (o vera e propria stagnazione) e l'inflazione sia ancora sensibilmente al di sotto dell'obiettivo di *policy* fissato dalla BCE. Il meccanismo di trasmissione sembra essersi inceppato nel passaggio dalla base monetaria, sotto il controllo diretto della BCE, alle variabili monetarie e creditizie che impattano sull'economia reale. Da qui il crollo del moltiplicatore monetario. Alla mancata crescita degli aggregati creditizi, è corrisposto un aumento

delle riserve monetarie depositate dalle banche presso la BCE, ottenute tra l'altro a fronte delle operazioni di *quantitative easing* effettuate da quest'ultima. L'effetto ricchezza seguito al *PTF rebalancing* non ha quindi prodotto un incremento del credito. Vedremo poi in seguito perché ciò sia da attribuire ad una contrazione della domanda, piuttosto che dell'offerta.

Per ora, occorre chiarire la natura del meccanismo del moltiplicatore monetario attraverso una breve formalizzazione analitica del processo. Per semplicità, e poiché non fa alcuna differenza ai fini del presente ragionamento, trascureremo la componente circolante della base monetaria, facendo finta che gli agenti economici detengano tutta la loro ricchezza monetaria sotto forma di depositi bancari⁷¹. Supponiamo che al tempo t gli agenti economici depositino una quantità di moneta pari a BM presso il sistema bancario

$$M_t = BM$$

Le banche mantengono una quota di depositi per soddisfare le proprie necessità di riserve obbligatorie e non e mantenere il *buffer* di capitale, così come stabilito nel 1° Pilastro del Terzo Accordo di Basilea⁷², secondo un coefficiente $k < 1$. A questo punto, ne erogano la parte restante $(1 - k)BM$. Poiché gli agenti economici non desiderano detenere contante, essi depositeranno interamente quanto ricevuto in prestito. Al tempo $t + j$ i depositi saranno:

$$M_{t+j} = BM + (1 - k)BM$$

Sulla quota di nuovi depositi, le banche ne accantoneranno come in t una quota k , destinandone la restante parte agli agenti economici sotto forma di credito da restituire in $t + n$ (pari a $(1 - k)_{t+n}BM$), la quale verrà nuovamente depositata. Al tempo $t + j + 1$ i depositi saranno pari a:

$$M_{t+j+1} = BM(1 - k)BM + (1 - k)_{t+n}BM$$

Portando avanti il processo all'infinito, il termine destro della relazione che descrive la dinamica dei depositi diventa una serie geometrica di ragione $(1 - k)$. Poiché la ragione è inferiore all'unità, la serie geometrica si può scrivere come:

⁷¹ Carlo Cottarelli, Giampaolo Galli e Francesco Tucci, "Che fine ha fatto la liquidità immessa dalle banche centrali?", OCPI, 14 luglio 2020

⁷² Dopo una serie di rinvii (inizialmente previsto dall' 1/1/2019), l'1/1/2020 entrerà in vigore il Quarto Accordo di Basilea. Da molti definito "Basilea tre e mezzo" per la sua affinità con il Terzo Accordo (2011), il quarto Accordo, si propone di rafforzare i requisiti di riserva obbligatoria e il coefficiente di ponderazione del rischio che passa dall'8% attuale al 9%

$$M = \frac{1}{k} BM$$

Da questa relazione è evidente come, partendo da un dato valore di base monetaria depositato presso le banche, grazie al loro ruolo di intermediari del credito, si generi un processo moltiplicativo del valore dei depositi⁷³.

Considerando che il valore di k è inferiore all'unità, **il moltiplicatore monetario è sempre maggiore di 1** (anche nella versione che incorpora il circolante). Tale rapporto rende quindi evidente come la creazione di base monetaria, attraverso l'intermediazione svolta dalle banche attraverso depositi e prestiti, rende possibile un processo di creazione di strumenti di pagamento, ovvero la creazione di **moneta endogena**. Ciò che differenzia la teoria della moneta endogena dalla TQM è la "direzione" del circuito monetario, ossia la sequenza di processi concatenati che scandiscono la produzione e lo scambio in un'economia di mercato. Secondo la teoria della moneta endogena, formalizzata nella breve rappresentazione analitica precedente, sono infatti i prestiti che creano i depositi e non viceversa. Il volume degli aggregati monetari creditizi dipende quindi dalla domanda di credito e non dall'offerta di moneta sotto il controllo della BC (la base monetaria) come vuole la TQM.

Le banche quindi creano moneta attraverso i prestiti. Si tratta tuttavia di moneta bancaria poiché esse non possono emettere la propria moneta legale – poiché altrimenti godrebbero del privilegio del signoraggio – per adempiere alle proprie obbligazioni. È quindi necessaria la moneta legale emessa da un'autorità terza, ovvero la banca centrale.

Oltre alle funzioni già spiegate precedentemente, poiché la BC soddisfa l'esigenza del sistema economico di ottenere una moneta legale, essa ha anche il potere di fissarne il prezzo: il tasso d'interesse della banca centrale (o tasso d'interesse ufficiale)⁷⁴.

La domanda di moneta, sensibile al tasso d'interesse nominale, aumenterà o diminuirà in funzione di questo, dando quindi efficacia alla trasmissione della politica monetaria⁷⁵. A questo punto la BC stamperà quanto effettivamente necessario a soddisfare le esigenze dell'economia reale (la domanda), senza ricorrere a politiche ultra-accomodanti come la NIRP. Di seguito due grafici illustrativi (Figura 11) delle differenze tra la TQM e la teoria della moneta endogena nella sua versione più semplice, c.d. "orizzontalismo", sviluppato da Basil Moore sulle intuizioni di Kaldor⁷⁶.

⁷³ Se si tiene conto anche del **circolante** il moltiplicatore diventa $M/BM = [(1/c)/(c/k)]$, dove c è il rapporto tra circolante e depositi ed M è la somma dei depositi e del circolante.

⁷⁴ Nel quadro della Teoria della Moneta Endogena, la BC svolge un ruolo totalmente differente rispetto a quanto sostenuto dalla TQM. Essa infatti fissa un prezzo per la moneta legale che influenza il tasso d'interesse interbancario. Nell'UE il "prezzo" della moneta è il **tasso d'interesse ufficiale della BCE**, ovvero il tasso applicato sulle ORP, L'MLF è il tasso a cui le banche si finanziano presso la BCE a breve termine e il DFR il tasso a cui vengono remunerati i depositi delle banche presso la BC.

⁷⁵ Monte dei Paschi di Siena – Studi e note di economia. "Moneta endogena, disponibilità di credito e preferenza per la liquidità", 12/05/2013

⁷⁶ Basil Moore, "Horizontalists and Verticalists: The Macroeconomics of Credit Money", Cambridge University Press, 1988; L. Randall Wray, "Endogenous Money: Structuralists and Horizontalists", settembre 2007

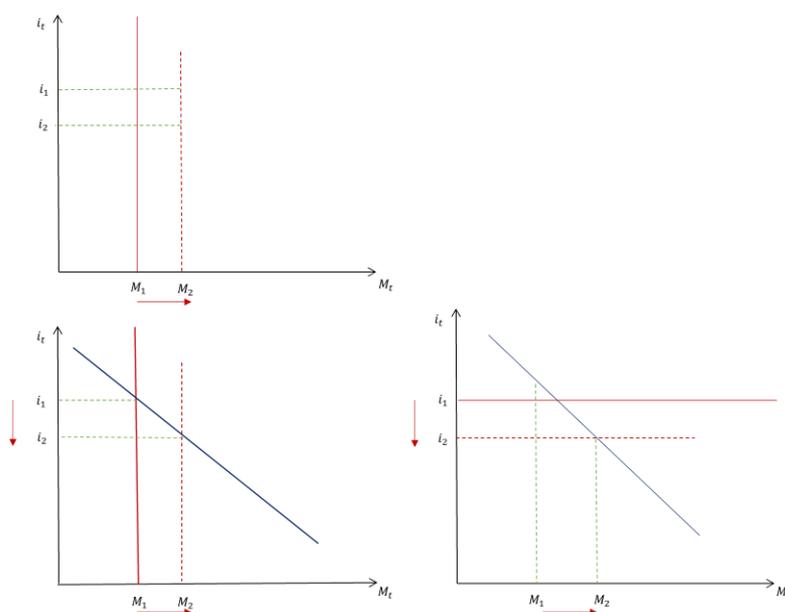


Figura 11: TQM (in alto a sinistra) vs orizzontalismo (in basso a destra). Elaborazione dell'autore

Stando all'impianto teorico della TQM (Figura 11, grafico in alto a sinistra), formalizzato analiticamente dalla *Taylor Rule*, la BC ha il pieno controllo della moneta che manipola attraverso le movimentazioni del tasso d'interesse ufficiale. La quantità di moneta dipende quindi esclusivamente dall'offerta (Figura 11, grafico in basso a sinistra). Al contrario, nella teoria della moneta endogena, la BC non è in grado di controllare direttamente la quantità di moneta. Essa infatti fissa, ad esempio, il tasso d'interesse al quale rifinanzia le banche (c.d. *ORP*) e l'*MLF*, ovvero il limite superiore cui le banche possono finanziarsi sul mercato interbancario, e tali tassi influiscono su quello applicato dalle banche ai clienti (così come il *DFR* influisce sul tasso corrisposto sui depositi della clientela). Se la BC riduce il tasso d'interesse, e di conseguenza lo riducono anche le banche, allora la domanda aumenterà.

Si noti tuttavia che, durante e dopo una crisi, il fatto che la BC sia in grado di diminuire il tasso d'interesse sulla moneta legale, non implica che le banche riducano proporzionalmente il tasso d'interesse bancario, né che esse siano più propense al rischio (c.d. *risk taking channel*), né che la domanda di prestiti effettivamente aumenti se, come da teoria neokeynesiana ed equivalenza ricardiana, le imprese abbiano aspettative negative sul rendimento degli investimenti (c.d. *corporate channel*) e/o le famiglie incrementino i consumi se la fiducia crolla.

L'affermazione che le banche centrali non siano in grado di controllare la quantità di moneta può sembrare azzardata, ma l'esperienza dell'Eurozona lo conferma. Nel grafico 9 la retta blu orizzontale rappresenta l'obiettivo di crescita di M3 fissato dalla BCE (4,5% annuo). Come si nota, M3 è quasi

sempre cresciuto a ritmi significativamente superiori rispetto a quanto stabilito dalla BCE. Tali variazioni sembrano essere infatti molto più suscettibili alla domanda – determinata dalle aspettative degli agenti economici (Vayanos e Vila, 2009) – piuttosto che dai tassi d’interesse. Particolarmente significativo in questo senso, è il forte decremento a partire del triennio 2008-10 con l’incertezza generata dalla crisi finanziaria internazionale e la crisi del debito sovrano, a spingere gli investitori allo *switch* su attività più liquide come M1 (figura 9).

Chiarito brevemente l’impianto teorico della moneta endogena e la relazione che lega domanda e tasso d’interesse nominale, va oltremodo chiarito cos’è che, come nello scenario attuale, ha fatto perdere efficacia al meccanismo del moltiplicatore monetario.

Prima di tutto, il meccanismo del moltiplicatore monetario assume che, per ogni livello del tasso d’interesse, vi sia effettivamente una domanda di credito sempre pronta ad assorbire le risorse che le banche sono disposte ad erogare, una volta soddisfatte le esigenze relative alle riserve. Nella realtà, per alcuni livelli del tasso d’interesse, come ad esempio un tasso superiore all’*MLF* sui mercati interbancari, potrebbe non esserci domanda di credito: il che comprometterebbe la dinamica moltiplicativa.

Inoltre è evidente la correlazione inversa intercorrente tra il moltiplicatore e il coefficiente k , per cui ad un aumento di quest’ultimo – ad esempio, come vedremo nel prossimo paragrafo, per un’accresciuta preferenza per la liquidità delle banche – il valore del moltiplicatore potrebbe calare anche in maniera significativa. Con riferimento alla situazione attuale di “malfunzionamento” del meccanismo di trasmissione della politica monetaria (Kobe e Brunnermeier, 2017) sono state date varie interpretazioni: alcune, di carattere strutturale, sono state approfondite nel capitolo precedente, le altre, saranno presentate nel paragrafo successivo.

○ 3.1.3) La preferenza per la liquidità delle banche

Il crollo del moltiplicatore monetario, ha indotto le banche a trattenere la propria liquidità. Su quasi 1000 miliardi di liquidità fermi presso la BCE, solo limitatamente parte della riserva obbligatoria (pari a circa 107 miliardi) le banche europee guadagnano circa lo 0,75%. Da quando la BCE ha prima azzerato e successivamente portato in territorio negativo il DFR, le cose non sono affatto migliorate. Ciò che le banche hanno fatto, è stato solo trasferire la propria liquidità dai depositi *overnight* (dove rendevano lo 0,25%, dal marzo 2014) ai conti correnti che ognuna di esse ha presso la BCE (grafico 11) continuando a guadagnare lo 0,75% per la riserva obbligatoria e nulla sul resto. Indipendentemente dalle divergenze tra TQM e Teoria della Moneta Endogena, in questo paragrafo spieghiamo le ragioni per le quali le banche dell'Area Euro sembrano preferire la liquidità a rendimento quasi nullo, piuttosto che assumersi il rischio di credito.

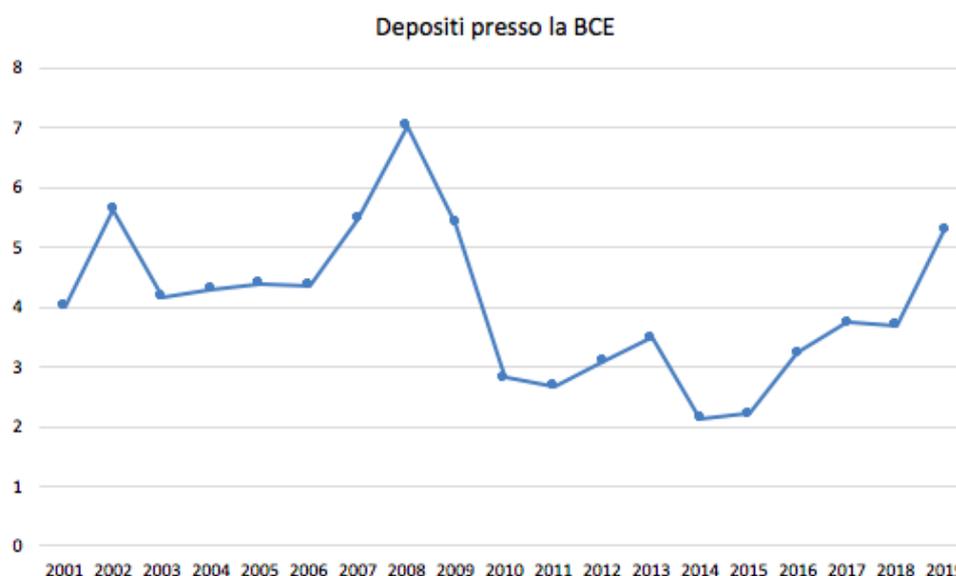


Grafico 11: andamento dei depositi bancari presso la BCE (aggregato di Germania, Francia, Italia, Spagna e Paesi Bassi)

Dati: ECB *Statistical Data Warehouse*, elaborazione dell'autore

L'attuale preferenza per la liquidità delle banche ha diverse cause che spaziano dall'inasprimento dell'attuale sistema di vigilanza, a dinamiche tecniche e di policy.

Il ritorno della “repressione” finanziaria

Nel secondo Capitolo 2 (paragrafo 2.1.3) abbiamo discusso le motivazioni di una parte di letteratura nell'analizzare il perché l'incremento della base monetaria non si sia tradotto in un incremento del credito erogato all'economia reale, analizzando il ruolo dei requisiti introdotti da Basilea III all'indomani della crisi del 2008. Facendo un breve richiamo, secondo quest'interpretazione le

banche preferiscono tenere le riserve in eccesso presso la BCE (anche a tassi negativi), perché non riescono altrimenti a reperire il capitale necessario a bilanciare i nuovi prestiti (in particolare i più rischiosi), così come previsto dal nuovo impianto regolatori (es. rapporto di capitale Tier 1 e coefficiente di ponderazione del rischio, RWA).

A sua volta la difficoltà a reperire capitale bancario è da attribuire principalmente a due fattori:

- L'incertezza sul futuro quadro regolatorio, con la prossima entrata in vigore di Basilea IV, e la necessità di mantenere un *buffer* di capitale adeguato alle possibili esigenze regolatorie (es. relativamente agli *NPLs*). Inoltre, l'incertezza sui futuri requisiti di capitale, aumenta il rischio di un prestito connesso al tempo presente⁷⁷;
- Il calo della redditività del settore bancario, dovuto alla compressione dei margini d'intermediazione causata dai bassi tassi d'interesse e dalla concorrenza delle *fintech*.

L'accresciuto livello della regolamentazione bancaria ha quindi parzialmente neutralizzato gli effetti espansivi della politica monetaria, sull'erogazione del credito all'economia reale. Tale risultato è confermato da diversi studi empirici⁷⁸. Con riferimento a quest'ultimi è stato sottolineato, in particolare con riferimento all'Eurozona, la combinazione di politica monetaria espansiva e regolamentazione bancaria che di fatto ostacola l'erogazione creditizia, con il conseguente contenimento della dinamica inflattiva, rappresenti de facto una forma di **repressione finanziaria implicita** (Cottarelli, 2016).

Il crollo del mercato interbancario

Sin dalle prime fasi della crisi finanziaria del 2008-09, è apparso evidente che l'accumulo di riserve monetarie da parte delle banche presso la BC era il sintomo di un fenomeno strutturale in corso nel mercato: il malfunzionamento del mercato interbancario (sia *unsecured* che *secured*)⁷⁹. La crescita dei mercati interbancari, è stata una costante dei decenni precedenti la crisi finanziaria internazionale e aveva reso il credito bancario sempre più dipendente dalle dinamiche dei mercati finanziari, soprattutto attraverso il massiccio ricorso alla cartolarizzazione creditizia. La crisi finanziaria ha invece generato una spirale di sfiducia sul merito di credito delle controparti, inaspritasi poi con il perdurare della crisi del debito sovrano. All'inacidimento del mercato interbancario le banche centrali hanno reagito offrendo una quantità illimitata di liquidità. Già nell'estate 2007 – quattro anni prima

⁷⁷ Carlo Cottarelli, "The rebirth of fiscal policy at a time of high debt", 21 febbraio 2020

⁷⁸ Aiyar, Calorimis e Wieladek, "How does credit supply respond to monetary policy and bank minimum capital requirements?" (2016); Gropp, Mosk, Ongena e Wix, "Banks response to higher capital requirements: evidence from a quasi-neutral experiment" (2019); Fraise, Lé, Thesmar, "The real effects of banks capital requirements" (2020); De Jonghe, Dewatcher e Ongena, "Bank capital (requirements) and credit supply: Evidence from pillar 2 decisions" (2020)

⁷⁹ Le transazioni *secured* sono quelle in cui la banca debitrice, stanza degli strumenti finanziari (generalmente titoli di stato di alta qualità) a garanzia del prestito (*collaterals*). Le transazioni *unsecured* avvengono invece senza che venga stanziata alcuna garanzia.

dell'avvio delle operazioni di rifinanziamento LTRO prima, e LTRO poi – le BCE decise di porsi come prestatore di ultima istanza del sistema bancario; dall'ottobre 2008 furono formalizzate le operazioni dette FRFA (*Fixed Rate Full Allotment*), che consistono in pratica nel fornire alle banche tutta la liquidità di cui hanno bisogno ad un tasso predeterminato. Questa breve digressione, dimostra oltremodo come variazioni del livello delle riserve (credito) siano essenzialmente legate alla domanda. Le banche infatti, non fidandosi l'una dell'altra preferivano farsi mediare dalla BCE (depositando le riserve in eccesso, o prendendo a prestito), anche se ciò comportava dei costi. Con l'avvio del QE nel 2014 la principale fonte di approvvigionamento di liquidità delle banche, è stata la vendita di titoli di stato alla BCE (la cui incidenza sul totale dell'attivo, ricordiamo, è cresciuta dell'86% dal 2012), ma il deposito presso la BCE è rimasta una delle principali voci dell'attivo.

Negli USA questi cambiamenti (ricordiamo il programma LSAP della Fed) hanno radicalmente modificato la struttura del mercato interbancario *unsecured*, il “*federal funds market*” che prima della crisi finanziaria era il più grande mercato monetario al mondo. Ad oggi infatti, le uniche istituzioni disposte a prestare su quest'ultimo, sono le GSE (*Government-sponsored Entities*) ovvero gli istituti finanziari che perseguono finalità pubbliche, mentre gli unici disposti a prendere in prestito sono istituti esteri.

Per quanto riguarda l'Eurozona, il crollo di fiducia fra le controparti sul mercato *unsecured* sono state compensate da un incremento delle transazioni *secured*, grazie alla rivalutazione dei *collaterals* in seguito al re-bilanciamento del portfolio (*Joyce et al*, 2010). Ciononostante, alcuni fattori regolatori e di *policy* negli ultimi anni sembrano aver rallentato il ricorso anche a quest'ultimo, aumentando gli incentivi ad accumulare riserve⁸⁰. In particolare:

- L'*Asset Purchase Program* (APP) da parte della BCE ha incrementato le disponibilità liquide delle banche, riducendone la necessità di ricorrere ai mercati interbancari;
- L'APP ha inoltre ridotto la disponibilità di titoli da stanziare come garanzia, i *collaterals*, nelle operazioni *repo*⁸¹. Tuttavia, quest'effetto è parzialmente attenuato dall'accresciuta appetibilità dei *collaterals* di qualità da detenere come asset, il che potrebbe incentivare gli operatori ad effettuare operazioni di *reverse repo* al fine di accaparrarsele;
- I requisiti regolatori in termini di liquidità – in particolare i parametri del *Net Stable Funding Ratio* (NSFR) e del *Liquidity Coverage Ratio* (LCR) – hanno parzialmente limitato la crescita dei volumi su alcuni segmenti del mercato *secured*, specialmente per le scadenze più brevi⁸².

⁸⁰ Marcin Wolski, Michiel van de Leur, “*Interbank loans, collateral and modern monetary policy*”, settembre 2016.

⁸¹ Le operazioni *repo* sono le operazioni parte del segmento *secured*. Vengono definite *repo* data l'affinità con le vere e proprie operazioni pronti contro termine, poiché prevedono la restituzione dei *collateral* una volta saldato il debito.

⁸² Il NSFR prevede che il rapporto tra le fonti di finanziamento disponibili e quelle richieste sia superiore al 100%. Viene calcolato ponderando al numeratore ogni fonte di finanziamento e di capitale della banca per un coefficiente che ne rispecchi la stabilità nel tempo (es. si attribuisce un coefficiente di ponderazione del 100% a quelle fonti di finanziamento che sicuramente saranno nelle disponibilità della banca per più di un anno). Mentre al denominatore troviamo la

In particolare, per quanto riguarda l'NSFR, è stata sottolineata l'asimmetria insita nel fatto che, mentre il *reverse repo* necessita di una fonte di finanziamento stabile il *repo* non viene considerata tale (Cottarelli, Galli e Tucci, 2020). Per quanto riguarda l'LCR, l'impatto di quest'ultimo sui volumi di *repo* dipende strettamente dall'orizzonte temporale dell'operazione e dal collaterale scambiato: sia che si tratti di un titolo con rating non elevato (quindi al di sotto dell'*investment grade*), o denominato in valuta estera, l'LCR della banca che lo riceve ne uscirà indebolito.

Il livello dei tassi d'interesse

Siamo quindi arrivati al punto intorno al quale ruota tutto l'ultimo capitolo, che rappresenta un po' l'*unicum* della politica monetaria dell'ultimo decennio. Prima di analizzare meglio la questione, è importante sottolineare che la NIRP non costituisce un'esclusiva né tantomeno una "prima volta" della BCE. Sia la BoJ che le banche centrali svizzere e svedesi, hanno adottato la NIRP prima e per un periodo più prolungato che la BCE.

Dal punto di vista bancario, l'attuale livello dei tassi d'interesse costituisce una delle ipotesi più accreditate per spiegare la crescita asfittica del credito e l'incremento delle riserve. Nell'Eurozona il tasso d'interesse sui depositi presso la BCE, il DFR, si è ormai stabilmente collocato a -0,5% a partire da settembre 2019 (-0,1% rispetto al marzo 2014), mentre nel Regno Unito e negli USA la remunerazione delle riserve depositate presso la BoE e la Fed è dello 0,1%.

Negli ultimi anni la letteratura si è concentrata sull'analisi degli effetti che una politica di bassi tassi d'interesse può avere sull'erogazione di credito. Tra gli studi più rilevanti troviamo *Melina et al* (2015), Kobe e Brunnermeier (2017) che abbiamo citato già più volte e *Eggertson et al* (2017), nel quale si dimostra come un abbassamento dei tassi d'interesse, tele da condurli in territorio negativo, possa avere effetti tutt'altro che espansivi sulle dinamiche del credito bancario⁸³

L'accumulo di riserve presso la BCE, costituisce quindi sintomo di un inaridimento del mercato interbancario, dovuto all'impatto della crisi finanziaria prima e del debito sovrano poi, congiuntamente al rafforzamento dei requisiti regolatori e della vigilanza prudenziale. Questo risultato deriva dall'impossibilità di applicare tassi negativi sui depositanti, per via del rischio di una fuga verso il contante, da cui consegue la rigidità dei tassi applicati sui prestiti. Tale rigidità ha a che fare con il sistema dei tassi a corridoio, se infatti venissero abbassati solo i tassi applicati sui prestiti,

ponderazione di ogni asset detenuto dalla banca per un coefficiente che ne rispecchi la liquidità relativa (es. viene attribuito un coefficiente del 100% se l'asset non può essere liquidato prima dell'anno)

⁸³ Eggertson, Juelsrud e Wold, "Are Negative Nominal Interest Rates Expansionary?", National Bureau of Economics, (2017).

il margine di intermediazione rappresentato dal corridoio, si contrarrebbe eccessivamente. Ne deriva quindi il mancato funzionamento del canale bancario della politica monetaria (*banks lending and interest rate channel*). Inoltre, il fatto che le banche ricevano interessi negativi sulle riserve presso la BC impatta negativamente sui profitti, comportando una contrazione dell'erogazione del credito.

Nella più recente riedizione del loro lavoro Koby e Brunnermeier (2019) si spingono oltre questo ragionamento e ipotizzano l'esistenza del c.d. *reversal* del tasso d'interesse, ovvero lo *Zero Lower Bound* effettivo della politica monetaria (Coeuré, 2016)⁸⁴, ovvero il limite inferiore dei tassi d'interesse nominali a breve termine, al di sotto della quale, la politica monetaria cessa di avere effetti espansivi sull'offerta di credito e diviene restrittiva, per via del persistente effetto depressivo che ha la contrazione dei margini di intermediazione sull'erogazione creditizia. La contrazione dei margini d'intermediazione genera infatti effetti sulla redditività i quali, congiuntamente alle necessità normative di mantenere un *buffer* di capitale, indurrà un aumento del tasso di ritenzione degli utili che sottrarrà risorse all'attività creditizia. Poiché le banche operano attraverso il meccanismo della *maturity transformation* gli effetti di questo circolo vizioso, sono più evidenti sulle banche con provvista al dettaglio, e/o più dipendenti dall'attività di prestito, rispetto alle banche *wholesale* e di negoziazione.

Ai modelli teorici hanno fatto seguito modelli empirici sugli effetti che i bassi tassi d'interesse possono avere sul credito bancario. Tuttavia, le evidenze empiriche sinora prodotte non consentono di determinare univocamente né direzione né effetto⁸⁵.

Tutti questi modelli si muovono inoltre sull'assunto di cui si è detto sopra che le banche commerciali non possano ridurre i tassi sui depositi oltre un certo livello⁸⁶. Ma la sostanza della questione è che i tassi non sono così bassi come in realtà i *policy maker* li vorrebbero (Cottarelli, 2020). Questa visione trova fondamento nella teoria della stagnazione secolare secondo cui nella generalità dei paesi avanzati i tassi d'interesse di equilibrio sarebbero diventati negativi.

⁸⁴ Esistono infatti due definizioni dello *ZLB* ovvero quello economico, definito dalla teoria monetarista, e quello effettivo che indica una soglia fisica, oltre la quale il livello dei tassi d'interesse nominali è in territorio negativo e la politica monetaria cessa di essere efficace.

⁸⁵ Albertazzi, Barbiero, Marques-Inbanez, Popov, Rodriguez, D'Acri e Vossolopoulos, "*Monetary policy and bank stability: the analytical toolbox reviewed*", ECB Working Paper Series, febbraio 2020

⁸⁶ Secondo una parte di letteratura empirica, il limite inferiore del livello dei tassi d'interesse sui depositi potrebbe essere negativo sui depositi delle aziende c.d. *corporate channel* della politica monetaria. Secondo quest'assunto, se applicati sui depositi di imprese "*cash rich*" i tassi negativi porterebbero queste aziende a rivedere il rapporto tra liquidità e investimenti, favorendo quest'ultimi, generando spillover positivi a livello sistemico.

Per uscire da questa spirale che coinvolge regolamentazione, politica monetaria e redditività del sistema bancario esiste un'unica soluzione: affiancare alla politica monetaria un'efficace politica fiscale, come avvenuto nelle giurisdizioni anglosassoni. Deve quindi intervenire il settore pubblico e deve farlo in deficit, **senza quindi gravare con un incremento della pressione fiscale su un'economia già sofferente ovvero monetizzando tale deficit**⁸⁷, con la BCE che mantenendo bassi i tassi d'interesse ne agevoli la sostenibilità senza agire direttamente sulla base monetaria (Kobe e Brunnermeier, 2017).

⁸⁷ Secondo la teoria neo-keynesiana e l'equivalenza Barro-Ricardo infatti, l'incremento della pressione fiscale neutralizza gli effetti espansivi di un aumento della spesa pubblica, poiché gli agenti economici incrementeranno il risparmio a discapito di consumi e investimenti

- **3.2) Il declino di Deutsche Bank: un monito per l'Eurozona?**

Deutsche Bank è stata fondata 151 anni fa per sostenere le ambizioni commerciali dell'allora neonato Impero tedesco. La banca, le cui attività si limitarono inizialmente al solo credito al dettaglio, assunse la sua forma attuale nel 1999 quando ha acquisito la Bankers Trust di New York, dando nuovo impulso alle attività di investment banking. La divisione era in realtà già sorta nel 1989, quando l'allora amministratore delegato Alfred Herrhausen aveva acquistato la banca d'affari britannica Morgan Grenfell.

Nel 1999, il management di Deutsche aveva sfruttato la revisione della politica bancaria statunitense: lo stesso anno infatti, il Congresso ha abrogato il *Glass-Steagall Act*⁸⁸, una legge emanata all'epoca della Grande Depressione per mettere al bando le **banche universali**, la cui attività era stata identificata tra le principali cause del *crash* del 1929. Questa bipartizione è stata ripristinata dal Congresso in seguito la crisi finanziaria del 2007-2008, con l'emanazione del *Dodd-Frank Act*.

Nonostante il massiccio intervento pubblico tuttavia, Deutsche Bank, così come tutto il sistema bancario, ha dovuto fare i conti con un enorme buco di bilancio. L'istituto continua ha infatti continuato a perdere centinaia di milioni l'anno fino al terzo trimestre 2019 (il primo da più di 4 anni chiuso sopra la parità, in gran parte grazie agli ingenti tagli). Le perdite sono conseguenza diretta dei lauti guadagni realizzati dall'istituto fino al 2010 (che si sono poi trasformati in rischi pressoché sconfinati) realizzati in gran parte grazie alla negoziazione di contratti derivati, iscritti a bilancio per un valore nozionale *monstre* di €43.500 miliardi.

⁸⁸ Il *Glass-Steagall Act* (1933), è stato un ampio pacchetto di riforme al cui interno troviamo il *Banking Act*. Quest'ultimo aveva separato le attività bancarie tradizionali (come l'assunzione di depositi e l'erogazione di prestiti), a rischio relativamente basso, dalle attività di *investment banking* a rischio più elevato, come il finanziamento di operazioni di M&A e l'attività di negoziazione.

○ 3.2.1) 2010 - 2015: la fine delle ambizioni

La crisi che ha travolto Deutsche Bank ha inizio negli anni successivi il *crash* del 2008. Essa è rappresentativa in quanto costituisce il fallimento di quel modello di banca universale⁸⁹ sorto in seguito alla *deregulation* reaganiana, e sviluppatosi tra gli anni '90 e i primi anni 2000. A partire dal 1999, la banca venne sempre più coinvolta in attività di negoziazione. L'insieme di deregolamentazione, condizioni di *policy* già allora fortemente accomodanti – soprattutto negli Stati Uniti – e il massiccio ricorso alla cartolarizzazione favorirono la creazione di un'enorme quantità di **moneta-credito**. La grande liquidità del mercato in quel periodo, favorì l'adozione di un modello operativo di tipo *wholesale* con una patrimonializzazione inadeguata.

Tra il 2004 e il 2008 Deutsche è stato l'istituto europeo più coinvolto nella negoziazione dei mutui *subprime* statunitensi, con posizioni lunghe per oltre \$32 miliardi sui CDO seguendo il modello *originate-to-distribute*. La controversa attività di negoziazione, portò alle prime sanzioni nel 2014 quando la banca si accordò con la *Federal Housing Finance Agency* per il pagamento di \$1,93 miliardi per la trade che portò alla cessione di MBS (definiti dagli stessi vertici di Deutsche come “*junk*” o “*pigs*”) alla Fannie Mac e Freddie Mac, allora già sotto il controllo governativo. Il pagamento della sanzione, portò ad un crollo repentino dei già risicati margini della banca: nel terzo trimestre dello stesso anno, l'istituto tedesco riportò perdite pre-imposte pari a \$1,6 miliardi.

Nell'aprile 2015 la banca dovette pagare sanzioni per un totale complessivo di \$2,5 miliardi alle autorità statunitensi e britanniche, per la sua posizione nelle vicende correlate allo scandalo del LIBOR (Borri, 2016). Solo cinque mesi dopo, la banca dovette pagare un corrispettivo di \$256 milioni alla Fed di New York, dopo che è stato dimostrato il coinvolgimento dell'istituto in transazioni con il governo birmano, libico, sudanese, iraniano e siriano: tutti all'epoca sotto sanzioni da parte degli Stati Uniti. L'importo complessivo delle sanzioni, congiuntamente al perseverare di condizioni di forte incertezza sui mercati, hanno determinato una perdita netta pari a €6,67 miliardi (\$7,39 miliardi). L'avvento della crisi greca, il dilagare della crisi del debito sovrano e il ricorso a politiche monetarie non convenzionali ha ulteriormente peggiorato la situazione della banca. Deutsche ha infatti smesso di prestare ai paesi del Sud-Europa poiché, come sintetizzato nell'andamento dei saldi *Target 2*⁹⁰ (grafico 12), deve ancora rientrare (come gran parte delle banche tedesche) dei prestiti erogati precedentemente. Poiché infatti l'economia di quest'area è ancora stretta nella morsa di una persistente recessione, riaprendo i rubinetti la banca rischierebbe di accrescere la già corposa voce relativa ai crediti deteriorati.

⁸⁹ Con il termine banca universale si identifica un modello di banca che trascende la tradizionale bipartizione tra banca d'investimento e banca commerciale, con le attività di quest'ultima (assunzione di depositi e concessione dei prestiti) si intersecano con le più rischiose attività di negoziazione.

⁹⁰ *Target 2* è l'abbreviazione di “*Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer System*”. Si tratta di un sistema di regolamento in tempo reale sviluppato e mantenuto dall'Eurosistema.

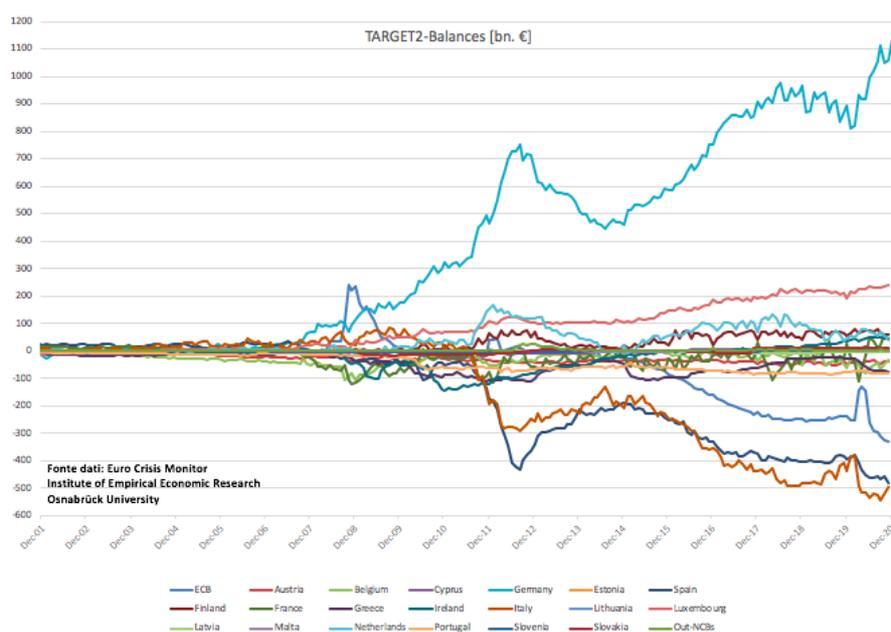


Grafico 12: andamento dei saldi *Target 2* nell'UE (elaborazione dell'autore)

Secondo la *Bundesbank*, il sistema di pagamento *Target 2* resta un elemento indispensabile dell'Unione monetaria europea, le cui potenzialità non devono essere in alcun modo limitate. Stando all'interpretazione della *Bundesbank*, poiché l'unione monetaria si fonda sulla libera circolazione dei capitali, il *Target 2* contribuisce a ciò garantendo un mercato monetario unico. La *Bundesbank* quindi, riconduce l'aumento dei saldi *Target 2*, iniziato sulla scia della crisi finanziaria e intensificatosi con il protrarsi della crisi del debito sovrano, alla fuga di capitali dalla periferia verso i paesi core dell'Eurozona, ovvero la cd. fuga verso la sicurezza. L'ulteriore dilatarsi del saldo a partire dal 2015, viene d'altro canto spiegata come un effetto collaterale delle operazioni di *quantitative easing* da parte della BCE, effettuati in larga parte tramite la Germania⁹¹. Per ridurre i saldi *Target 2*, secondo la *Bundesbank*, è di importanza decisiva che tutta l'area euro, e in particolare i paesi con saldi negativi elevati, tornino ad essere percepiti dagli investitori internazionali come paesi attraenti riequilibrando i propri conti pubblici.

Di diverso avviso sono le banche tedesche. Poiché infatti il 15-20% del debito della periferia dell'Eurozona è *marketable debt*⁹², gran parte del quale è detenuto da esse (11% circa). La proposta di queste è quindi di trattare i saldi *Target 2* positivi come quello della *Bundesbank*, come un aiuto di conto corrente per i paesi con dei saldi negativi. Nella presa di posizione delle banche infatti si legge che “i saldi *Target 2* sono una sorta di “*stabilizzatore integrato*” per i problemi di bilancia dei pagamenti”.

⁹¹ Ricordiamo infatti che il capitale della BCE è sottoscritto tramite il meccanismo del *Capital Key*, al quale la Germania contribuisce per il 26%

⁹² Il *marketable debt* è quella parte del debito negoziabile sul mercato secondario. Si distingue dall'*institutional debt* che è detenuto dalle banche centrali e dalle istituzioni sovranazionali (FMI, ecc...)

La preoccupazione delle banche è legata all'enorme *surplus* commerciale tedesco (pari al 2,33% dell'intera Eurozona), il quale lascia un'enorme ricchezza in depositi. Questa enorme massa di liquidità in eccesso è tuttavia ferma. Il crollo della fiducia nelle controparti (ovvero la consapevolezza che nessuna banca dell' Eurozona è sana) e i vincoli regolatori hanno infatti fortemente limitato lo sbocco tradizionale costituito dal mercato interbancario e, poiché i rendimenti dei prestiti sono legati a doppio filo ai tassi di medio/lungo termine (*term premia*) per la quota a tasso fisso e a breve per la quota a tasso variabile, pur a fronte di un eventuale aumento della domanda, il margine d'intermediazione subirà una contrazione. I margini di Deutsche dell'ultimo decennio risentono sia dell'impatto delle sanzioni, del costo della liquidità e della remunerazione delle attività di prestito. Bassi margini significano bassa redditività, così che gli investitori hanno iniziato ad abbandonare la banca. Nel corso del 2018 le azioni Deutsche hanno perso circa 1/3 del valore di mercato, con il *price-to-book ratio* sceso fino allo 0,2 (0,6 la media del settore bancario dell'Eurozona), che indica un tasso di sconto applicato pari all'80 per cento.

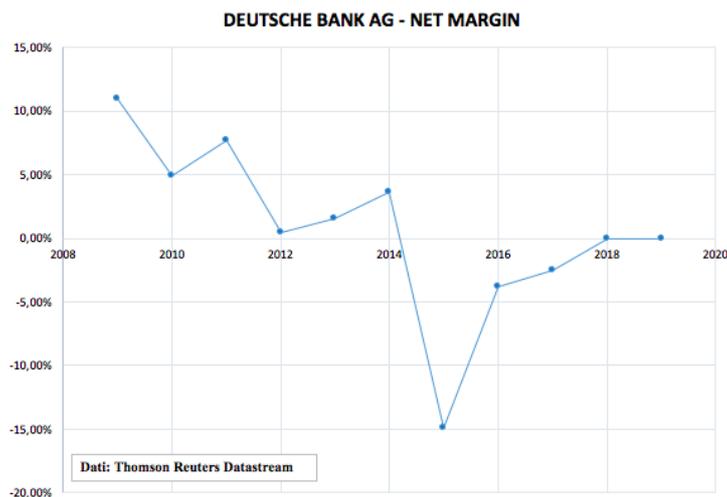


Grafico 13. Elaborazione dell'autore

Indipendentemente dalle situazioni opache che hanno visto coinvolta la banca negli anni recenti, sono diversi i fattori che hanno contribuito ad indirizzare le sorti dell'istituto. Nel paragrafo conclusivo dell'elaborato, andremo ad analizzare queste dinamiche e capiremo come i malfunzionamenti degli strumenti di *policy* interferiscano con il sistema bancario e la sua capacità di sostenere l'economia reale.

○ 3.2.2) L'impatto della NIRP

Arriviamo quindi al punto ovvero, se indipendentemente da quanto suggerito dai modelli teorici, vi è un'effettiva correlazione tra i bassi tassi d'interesse e il valore del settore bancario. Le evidenze mostrano una chiara correlazione tra la valutazione dell'*equity* del settore bancario e il livello dei tassi d'interesse nominali (grafico 14). Sia il Giappone che l'Eurozona hanno tassi d'interesse molto bassi, così che la valutazione del rispettivo settore bancario – dedotta dalla *price-to-book ratio* – è molto bassa. D'altra parte gli USA, il Canada e l'Australia hanno tassi d'interesse più elevati, ai quali corrisponde una valutazione del settore più elevata.

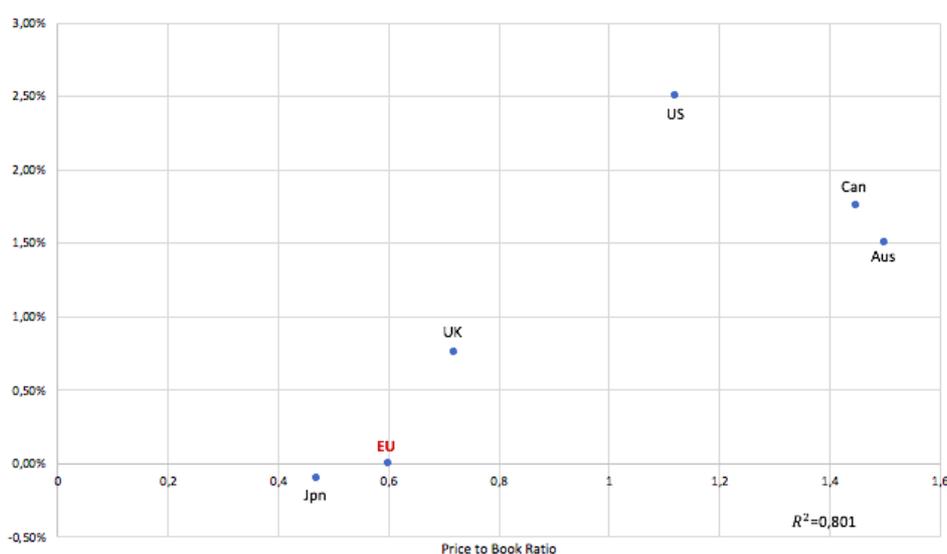


Grafico 14: valore di mercato del settore bancario rispetto ai tassi d'interesse. Dati: Bloomberg, elaborazione dell'autore

Il declino della *price-to-book ratio* suggerisce quindi che gli investitori non credono possibile che le banche possano generare profitti in un contesto caratterizzato da bassi tassi d'interesse e crescita moderata (cd. “grande moderazione”)⁹³, il che rende gli operatori piuttosto riluttanti a sottoscrivere il capitale. Allo stesso tempo, la discesa del valore di mercato dell'*equity* fa sì che sia più complicato reperire il capitale per finanziare il credito – soprattutto verso i prenditori più rischiosi come le PMI – e più lontano il ritorno alla redditività. Conseguentemente, con il declino della redditività è ancor più difficile mantenere i requisiti di capitale in linea con le indicazioni del *framework* di vigilanza, attraverso la ritenzione degli utili⁹⁴. In questo senso, le migliori performance delle banche ad esempio statunitensi e britanniche, sono in gran parte attribuibili alle condizioni del mercato più favorevoli rispetto all'UE.

⁹³ Nicoletta Batini, Giovanni Melina e Stefania Villa, “The Interlinkages Between Private and Public Debt Overhangs”

⁹⁴ Questa dinamica costituisce una delle motivazioni per la quale le banche continuano a mantenere enormi riserve ferme presso la BCE a rendimenti pressoché nulli.

La correlazione tra il livello dei tassi d'interesse e il valore di mercato del settore bancario, non è sufficiente però a spiegare il declino di Deutsche Bank. Il rapporto *price-to-book* di questa è infatti, come già detto, pari a 0,2 (contro lo 0,6 della media UE e lo 0,4 dei competitori nazionali *DZ Bank* e *Commerzbank*). Quest'anomalia si deve principalmente alla dipendenza di Deutsche dai profitti dell'attività di negoziazione dei cd. FICC (*Fixed Income, Currency e Commodities*).

La disponibilità pressoché illimitata prima e l'avvio delle operazioni di *quantitative easing* poi, hanno fortemente contribuito al contenimento della volatilità del mercato e compresso i rendimenti delle attività a tasso fisso. Agendo infatti sulla componente priva di rischio dei *term-premia*, ($i_{t,t+n}^{RF}$) le banche centrali **impatta sul fattore incertezza, ovvero quell'extra-rendimento indipendente dal premio al rischio sottostante il rischio di credito (*credit premium*)**. Da questo punto di vista l'avvio del *quantitative easing*, avrebbe un effetto benefico nel breve termine grazie alla rivalutazione delle attività a tasso fisso iscritte all'attivo. Tuttavia perché i benefici siano duraturi nel tempo, la sostituzione di attività finanziarie con riserve della banca centrale deve generare un impatto il più ampio possibile e non circoscritto alle sole attività oggetto di QE (Titoli di Stato). Differentemente da quanto avvenuto nelle giurisdizioni anglosassoni, l'impatto sulle obbligazioni emesse dal settore privato non è così evidente né per direzione né per portata. Da questo punto di vista possiamo però supporre che la relativa ristrettezza del mercato dei capitali europeo, rispetto a quello statunitense e britannico (figura 2, paragrafo 2.1.3), abbia avuto un ruolo nel limitare l'impatto del QE su una più ampia gamma di attività.

Per quanto riguarda il mercato valutario, abbiamo già spiegato come la liquidità delle banche centrali e l'abbassamento del tasso d'interesse a lungo termine inducano un deprezzamento del tasso di cambio. Anche in questo caso, la minor volatilità dei mercati impatta negativamente sui margini. Evidenze empiriche evidenziano una forte correlazione tra il valore di mercato di Deutsche Bank e la volatilità del mercato FICC, suggerendo la maggiore. Sulla base di queste, sembra che la risalita del prezzo delle azioni sia sottostante un ritorno di condizioni di volatilità sul mercato.

Poiché la *price-to-book ratio* definisce in pratica un differenziale tra il valore contabile dell'*equity* o di un'attività e il valore di mercato, allora perché Deutsche non vende parte delle proprie attività, rifinanziando l'enorme esposizione in derivati e dimostrando che la valutazione di mercato non è corretta? Il problema è che il declino di Deutsche non è altro che la punta dell'iceberg di un problema di illiquidità del mercato, particolarmente persistente nell'Eurozona.

Come già spiegato infatti, la liquidità in eccesso (*excess of liquidity channel*) giace ferma nei conti correnti e/o nei depositi presso la BCE. La contrazione della domanda di prestiti quindi diminuisce, poiché le aspettative di rendimento a lungo termine subiscono una contrazione proporzionale alla contrazione delle componenti dei *term-premia*. Si ha quindi un effettivo ritorno alla **repressione**

finanziaria implicita. La combinazione di politica monetaria espansiva e vincoli regolatori, in assenza di una politica fiscale che consenta ai governi di “monetizzare” il minor costo del debito, costituisce un limite all’assunzione dei rischi ostacolando l’impiego della liquidità in eccesso in prestiti verso l’economia reale.

○ 3.3) *Riflessioni di fine capitolo*

Se è vero che il meccanismo del moltiplicatore monetario, ovvero il potere di creare moneta – se non sottostante a vincoli come la parità aurea, o di altra natura – è pressoché illimitato, l'imposizione di un vincolo di bilancio intertemporale al governo nazionale costituisce un limite agli effetti espansivi della politica monetaria. La giustificazione oggi ritenuta più appropriata, si articola su 3 proposizioni:

- 1) Perché non produca inflazione il disavanzo pubblico deve essere finanziato dal debito collocato presso il settore privato, non dalla crescita degli aggregati monetari;
- 2) Se il debito pubblico è tale che il settore privato non è disposto a sottoscriverlo, il governo dovrà scegliere tra monetizzazione del debito o dichiarare insolvenza;
- 3) Poiché è improbabile che i cittadini possano esercitare un'adeguata sorveglianza sui conti pubblici, occorrono regole (meglio se a livello costituzionale) che impongano alla spesa il rispetto di un vincolo intertemporale.

La scelta di sottoporre la spesa pubblica ad un vincolo di bilancio intertemporale deriva dal timore delle conseguenze di una monetizzazione della spesa pubblica. Trasformare debito pubblico in moneta della banca centrale e in depositi bancari (la cd. *Helicopter money*) nella logica monetarista significa liberarne il potenziale inflazionistico. Disciplinare il debito pubblico al contrario significa limitarne il potenziale espansivo.

Ma questa logica è stata smentita dalla crisi dei debiti sovrani. L'aumento delle riserve di liquidità sotto forma di depositi presso la BCE e la sostanziale stagnazione del mercato creditizio, evidenziano come la sostituzione delle attività finanziarie nel portafoglio del settore privato con le riserve della banca centrale, non ha un impatto espansivo sul credito né tantomeno sull'inflazione. Che la domanda di prestiti non abbia risposto né alla creazione di base monetaria, né al costo quasi nullo della liquidità, dovrebbe indurre alcune riflessioni circa i criteri che oggi governano, in modo più o meno vincolante, la dinamica del debito pubblico.

In questa prospettiva, una nuova politica fiscale non è soltanto possibile, ma è anche urgente. Ma come si possono riconciliare le posizioni non solo teoriche, ma soprattutto tra il blocco rigorista del Nord Europa, e i più "lassisti" paesi del sud? Innanzitutto riconciliando due legittime posizioni. Da una parte un governo senza limiti di spesa potrebbe difficilmente esercitare tale potere in maniera responsabile. Dall'altra, il disegno istituzionale corrente è sia teoricamente ingiustificato che empiricamente infondato, nonché insufficiente sul piano dell'azione anti-ciclica.

Negli anni '60 Milton Friedman rivoluzionò l'economia, ponendo le basi teoriche per la deregolamentazione reaganiana, rispolverando la TQM. Oggi occorre una contro-rivoluzione riportando in auge le idee che proprio il monetarismo contribuì a marginalizzare: la natura monetaria dell'economia, la moneta come privilegio dello stato e la domanda come *driver* delle dinamiche del credito bancario, delle scelte di spesa e di investimento.

Negli anni '70 Nicholas Kaldor critica l'inconsistenza teorica del concetto stesso di offerta di moneta⁹⁵. Negli anni '80, Joseph Steindl ricorre ai saldi settoriali come un incremento del risparmio (riserve) genera debito non desiderato e, come politiche fiscali restrittive riducono salari, consumi e investimenti, inducendo un generale calo della produttività⁹⁶.

Per rifondare la politica anti-ciclica, occorre ripartire da questi aspetti da troppo trascurati e, in particolare, dalla consapevolezza che la domanda aggregata è condizionata dalla spesa pubblica al netto delle imposte (il disavanzo) e non soltanto dal credito che, come già spiegato, la BC può solo indirettamente influenzare. Che il disavanzo svolga un ruolo centrale nelle politiche anti-cicliche e che il vincolo intertemporale, rafforzato dalle politiche di austerità, sia obsoleto è evidente soprattutto in un modello di economia monetaria **dove ogni attività esiste, e per ciò ha valore, solo perché debito emesso da una controparte che si presume solvibile nel lungo termine**. Siamo quindi in un nuovo *doom loop* dove la ricchezza del settore privato può crescere solo se cresce di pari passo il debito sia privato che pubblico.

Una sintesi di questo principio, definito come vincolo di risparmio/debito, è questa: la dinamica della domanda aggregata dipende dalla relazione intercorrente tra domanda di attività finanziarie e di debito (credito). Quanto è maggiore la prima, come nel caso in cui il settore privato – in particolar modo il settore creditizio – intenda diminuire il proprio indebitamento, incrementando le riserve, la domanda aggregata cala, e il ritorno alla piena occupazione è possibile solo se il settore pubblico sostiene la domanda di ricchezza finanziaria del settore privato. In questo caso, la **politica monetaria** avrà successo solo se riesce a stimolare il credito, facendo crescere la domanda di debito privato⁹⁷. Nel caso in invece in cui la domanda di debito (privato), maggiore della domanda di attività finanziarie, la domanda aggregata cresce. L'eccesso di disponibilità di ricchezza finanziaria comporta infatti una spesa maggiore, allo scopo di trasferire ad altri quella parte di ricchezza in eccesso.

⁹⁵ N. Kaldor, "The New Monetarism", Lloyds Bank Review, 97, pp. 1-18, 1970

⁹⁶ J. Steindl, "The Control of the Economy", BNL Quarterly Review, vol. 36 n. 146, pp. 235-248, 1983; J. Steindl, "The Role of Household Saving in the Modern Economy", BNL Quarterly Review, vol. 35 n. 140, pp. 69-88, 1982

⁹⁷ È questo il meccanismo del moltiplicatore monetario, in cui la domanda di debito (credito) creerà nuova ricchezza finanziaria sotto forma dei depositi.

Non è dunque l'aggregato monetario che innesca la domanda, ma la relazione tra domanda di attività e domanda di passività finanziarie (debito). E siccome la politica fiscale è il solo vero strumento in grado di immettere attività finanziarie direttamente nel sistema, il flusso e lo stock che contano per la politica anti-ciclica, non sono quelli degli aggregati monetari tradizionali e della base monetaria esogena, ma quelli del disavanzo pubblico.

CONCLUSIONI

Nel corso dell'elaborato è stato percorso un decennio di crisi finanziaria, a partire dal default dei mutui *subprime* statunitensi fino alla crisi dei debiti sovrani in Europa.

La crisi finanziaria internazionale del 2008-2009 ha avuto origine in alcuni comparti opachi e poco regolamentati del sistema finanziario statunitense e britannico in particolare, al contrario la crisi dei debiti sovrani ha avuto origine dai conti pubblici della Grecia, estendendosi in seguito ai paesi dell'area periferica dell'UE. Sebbene quindi si tratti di due fenomeni di origine diametralmente opposta, da essi è scaturita la crescente richiesta di una stretta sui requisiti regolatori al sistema bancario, sintetizzata dalle parole dell'ex Presidente della BCE Mario Draghi "*to re-establish sustainable conditions for the banking business and to serve the economy*". La politica monetaria, accantonata negli anni della deregolamentazione, è nuovamente chiamata ad un ruolo più centrale e attivo anche attraverso il massiccio ricorso a misure non convenzionali.

Alla luce dei risultati dell'analisi possiamo quindi trarre le seguenti conclusioni:

- 1) Nonostante il massiccio ricorso a strumenti non convenzionali, i meccanismi di trasmissione della politica monetaria risultano inefficaci se non vi è libera circolazione dei capitali. Alle misure di *policy* – come insegnano le evidenze provenienti da Stati Uniti e UK – vanno affiancati infatti fattori strutturali, congiunturali e ciclici per far sì che esse abbiano effetti espansivi sulla domanda aggregata;
- 2) I driver della domanda aggregata del resto non sono i tassi di *policy* e la dinamica del credito bancario, che le banche centrali possono solo parzialmente controllare o gli aggregati monetari tradizionali, ma il disavanzo pubblico e la politica fiscale.

Una cosa appare quindi certa: la dinamica del tasso d'interesse è lungi dall'accomodare perfettamente ogni espansione dell'offerta di credito (Cottarelli, 2020). Ciò significa che non si realizza una delle ipotesi implicite della TQM e del moltiplicatore monetario, ovvero quella secondo cui ad ogni aumento dei depositi bancari debba corrispondere un aumento del credito (al netto della quota destinata alle riserve). Perché ciò si verifichi occorre infatti che il tasso sul credito continui a scendere in modo tale che alla fine il rapporto della moneta e del credito rispetto alla base monetaria, sia quello previsto dal moltiplicatore. Fino ad oggi, l'andamento degli aggregati e della base monetaria è stato largamente scollegato da quello del credito.

A questa conclusione giunsero gli economisti che per primi teorizzarono le dinamiche intercorrenti tra politiche anti-cicliche, moltiplicatore, base monetaria e dinamica del credito bancario all'indomani

della crisi del 1929. La conclusione a cui giunse Samuelson (1948) è che la banca centrale può sì incoraggiare le banche ad erogare credito, ma non obbligarle. Proprio nel mezzo (all'indomani) di una recessione quindi, quando l'importanza di politiche anti-cicliche efficaci è fondamentale, è probabile che le banche commerciali siano invece restie a farlo. Se la banca centrale acquista attività finanziarie sul mercato, è quindi probabile che le banche terranno più riserve e non renderanno produttiva la liquidità acquisita.

D'altra parte vi è il rafforzamento dei requisiti regolatori che abbiamo ampiamente trattato nel **Capitolo 1**, quali i requisiti di capitale (primo pilastro di Basilea III) che hanno operato come strumenti di repressione finanziaria, o gli indicatori di liquidità (NSFR e LCR) che hanno rappresentato un freno agli impieghi sul mercato interbancario. Infine vi sono le politiche di QE che, se protrate nel tempo, perdono l'efficacia di breve/medio periodo (*Joyce et al*, 2010). Parliamo in particolare delle difficoltà implicite per un sistema di tassi a corridoio di portare i tassi d'interesse su livelli molto bassi, o addirittura in territorio negativo. Livelli del tasso d'interesse molto bassi incidono infatti sul costo-opportunità da parte degli agenti economici di detenere contante, piuttosto che mantenere la propria ricchezza in depositi bancari. Il che, comporta che anche i tassi sui prestiti abbiano un limite verso il basso.

Non vi è dubbio poi che politiche anti-cicliche necessitino di una politica fiscale ugualmente accomodante. Tuttavia, alla luce della frammentazione del debito sovrano europeo e della necessità di conciliare la visione rigorista con le evidenze della correlazione positiva esistente tra disavanzo pubblico e dinamica della domanda di credito, quali considerazioni si possono fare circa la possibilità di monetizzare i debiti pubblici senza effetti indesiderati? Se il rapporto deficit/PIL di pesi come ad esempio l'Italia continuasse a crescere, la BCE si troverebbe di fronte alla scelta di dover rifinanziare il debito di un solo paese (gruppo di paesi), il che costituirebbe una decisione politicamente inaccettabile, o dover andare oltre i suoi obiettivi di inflazione, con effetti indesiderati sul meccanismo di formazione dei prezzi delle attività finanziarie e di inflazione.

Non è infatti possibile aumentare la base monetaria all'infinito senza conseguenze sui prezzi degli *asset* o sull'inflazione, così come non è sostenibile nel tempo la scollatura fra espansione della base monetaria e del credito. Se le anomalie nella dinamica dei prezzi delle attività sono spiegabili con il protrarsi delle operazioni di QE, è necessario spiegare la scollatura tra base monetaria e credito. Questa è particolarmente evidente nell'Eurozona dove la disponibilità di credito è fortemente dipendente dal canale *bank based*.

In questo senso, abbiamo individuato tre argomenti:

- 1) La repressione finanziaria implicita conseguente l'inasprimento della *capital ratio*. Quando infatti l'incremento dell'*equity* e delle riserve è sottostante l'adeguamento ad un nuovo regime, gli effetti sul credito sono tutt'altro che espansivi;
- 2) Il crollo del mercato interbancario per mancanza di fiducia reciproca;
- 3) La rigidità verso il basso dei tassi d'interesse

Sul primo punto ci siamo abbondantemente soffermati nel corso del secondo capitolo, mentre il terzo merita un breve approfondimento. L'analisi delle ragioni dietro il declino di Deutsche Bank ci hanno portato ad individuare come nessuna banca dell'eurozona sia in realtà sana – il valore di mercato dell'*equity* è infatti ben al di sotto del valore contabile – e ciò si ripercuote su una mancanza di fiducia reciproca, in particolare tra banche dell'area core e periferica, che, come testimoniato dai saldi *Target 2* le prime non erogano più prestiti verso l'area periferica, mentre le seconde prestano solo verso l'area core, che ha portato al ridimensionamento del mercato *unsecured* solo parzialmente compensato dalla crescita del segmento *secured*. Alla lunga è probabile tuttavia che vengano sviluppati strumenti *secured* come gli stessi *repo*, che consentano in larga misura di risolvere il problema. In ogni caso, anche in questo caso è probabile che i presidi regolamentari (NSFR e LCR) possano spiegare un aumento anche molto consistente della liquidità depositata dalle banche presso la BC, anche a fronte di rendimenti molto esigui.

Per quanto riguarda la impossibilità o comunque la difficoltà a portare i tassi sui prestiti a livelli sufficientemente bassi da stimolare la domanda di credito il ragionamento è un po' più complesso, ma simile a quello dei punti precedenti. Posto che già oggi, almeno nell'Eurozona, i rendimenti sui depositi a vista, al netto di tasse e commissioni, sono prossimi allo zero, dire che i tassi sui prestiti sono troppo alti equivale a dire che il costo dell'intermediazione bancaria è di per sé eccessivo; anche in questo caso dunque le banche o collassano oppure si trasformano, come stanno facendo, in grandi operatori *fintech*. Questa trasformazione è in atto, ma richiede tempo. Man mano che essa si realizza, il tasso sui prestiti dovrebbe scendere e, almeno per questa via, il moltiplicatore della base monetaria dovrebbe tornare ad avere un certo valore esplicativo.

Se invece si ritiene che il tasso di equilibrio sia effettivamente negativo, il ragionamento è un po' più complesso, ma neppure chiaro. In particolare, non è chiaro come possano essere negativi i *term-premia* e il rendimento di equilibrio sul capitale reale, una volta operato l'aggiustamento per il rischio⁹⁸. Se ciò fosse vero, indipendentemente dal comportamento delle banche, gli agenti economici dovrebbero detenere esclusivamente contante e l'investimento in capitale produttivo dovrebbe essere nullo (Cottarelli, 2016).

⁹⁸ Vayanos e Vila, 2009; Joyce et al, 2010

SITOGRAFIA

- <http://www.bancaditalia.it/pubblicazioni>
- <https://www.bankingsupervision.europa.eu>
- <https://www.bloomberg.com/europe>
- <https://www.borsaitaliana.it>
- <https://www.businessinsider.com>
- <https://www2.deloitte.com>
- <https://www.ecb.europa.eu/ecb/html/index.it.html>
- <https://www.ecb.europa.eu/stats/html/index.en.html>
- <https://ec.europa.eu/eurostat/documents/2995521/10059840/3-30092019-AP-EN.pdf/030f668e-753c-5156-8416-c1b739d05b8b>
- <https://www.economiaepolitica.it/politiche-economiche/europa-e-mondo/ripensare-la-politica-fiscale/>
- <https://www.economist.com/free-exchange/2012/05/02/the-bad-the-good-and-the-ugly>
- <http://www.eticapa.it>
- <http://fortune.com>
- <https://www.ilsole24ore.com>
- <https://www.imf.org/external/pubs>
- <https://it.investing.com/central-banks/>
- <https://keynesblog.com/2013/03/25/inflazione-e-moneta-4-la-teoria-della-moneta-endogena/>
- <https://keynesblog.com/2012/09/06/la-preferenza-per-la-liquidita-delle-banche-e-la-politica-monetaria-disciplinare-di-mario-draghi/>
- <https://www.moodys.com>
- <https://www.money.it>
- <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar>
- <https://voxeu.org>
- <https://www.wsj.com/articles>
- <https://it.finance.yahoo.com>
- <https://quifinanza.it/finanza>

Bibliografia

- Aiyar, Calorimis e Wieladek, “How does credit supply respond to monetary policy and bank minimum capital requirements?” (2016).
- Albertazzi, Barbiero, Marques-Inbanez, Popov, Rodriguez, D’Acri e Vossolopoulos, “Monetary policy and bank stability: the analytical toolbox reviewed”, *ECB Working Paper Series*, febbraio 2020.
- André Lucas, Julia Schaumburg, Bernd Schwabb “Bank business models at zero interest rates”, *ECB Working Paper Series No 2084* / giugno 2017.
- Banca Monte dei Paschi di Siena, *Studi e Note di Economia*, “Moneta endogena, disponibilità di credito e preferenza per la liquidità”, 12/05/2013.
- Benoit Coeuré, “Le conseguenze economiche di tassi d’interesse bassi” *ECB, Media (Interventi)*, 9 ottobre 2013.
- Basil Moore, “Horizontalists and Verticalists, the Macroeconomics of Credit Money”, *Cambridge University Press*, 1988.
- Carlo Cottarelli, “The rebirth of fiscal policy at a time of high debt”, 21 febbraio 2020.
- Carlo Cottarelli, Giampaolo Galli e Francesco Tucci, “Che fine ha fatto la liquidità immessa dalle banche centrali?”, *OCPI*, 14 luglio 2020.
- De Jonghe, Dewachter e Ongena, “Bank capital (requirements) and credit supply: Evidence from pillar 2 decisions” (2020).
- Dimitri Vayanos & Jean-Luc Vila, “A Preferred-Habitat Model of the Term Structure of Interest Rates”, novembre 2009.
- Eggertson, Juelsrud e Wold, “Are Negative Nominal Interest Rates Expansionary?”, *National Bureau of Economics*, (2017).
- Fabrizio Saccomanni, “Questioni relative alla patrimonializzazione delle banche”, *Senato della Repubblica*, 31 gennaio 2012.
- Federico Nucera, André Lucas, Julia Schaumburg, Bernd Schwaabb “Do negative interest rates make banks less safe?”, *ECB Working Paper Series No 2098* / settembre 2017.
- Florian Heider e Marie Hoerova, “Interbank lending, credit risk premia and collaterals”, *ECB working Paper Series No 1107* / novembre 2009.
- Fraise, Lé, Thesmar, “The real effects of banks capital requirements” (2020).
- Giorgio Di Giorgio, “Economia e politica monetaria”, *CEDAM*, quarta edizione.

- Giovanni Dell’Ariccia, Luc Laeven, Gustavo A. Suarez, “Bank leverage and monetary policy’s risk taking channel: evidence from the United States”, *Working Paper Series, No. 1903 / maggio 2016*.
- Giovanni Dell’Ariccia, Robert Marquez “Risk and the Corporate Structure of Banks” *Forthcoming, Journal of Finance, maggio 2009*.
- Gropp, Mosk, Ongena e Wix, “Banks response to higher capital requirements: evidence from a quasi-neutral experiment” (2019).
- Isabella Bufacchi “BCE verso la fine del QE: ecco cosa accadrà dopo. Guida alle mosse che oggi annuncerà Draghi” *Il sole 24ore, 14 giugno 2018*.
- Jeffrey Huther, Jane Ihrig, Elizabeth Klee “The Federal Reserve Portfolio and its Effect on Interest Rates”, *Finance and Economics Discussion Series, Division of Research & Statistics and Economic Affairs, “Federal Reserve Board, Washington D.C.”, 2017 / 075*.
- J. Steindl, “The Control of the Economy”, *BNL Quarterly Review, vol. 36 n. 146, pp. 235-248, 1983*.
- J. Steindl, “The Role of Household Saving in the Modern Economy”, *BNL Quarterly Review, vol. 35 n. 140, pp. 69-88, 1982*.
- J. Peck e E.S. Rosengren (1995), “The Capital Crunch: neither a Borrower or a Lender Be” – *Journal of Money, Credit and Banking – vol. 27, n. 3*
- John Maynard Keynes, “Teoria generale dell’interesse, dell’occupazione e della moneta”
- Joyce et al, “The Financial Market Impact of Quantitative easing in the United Kingdom”, 2010.
- L. Randall Wray, “Endogenous Money: Structuralists and Horizontalists”, settembre 2007.
- Marchin Wolsky, Michiel van de Leure “Interbank loans, collateral and modern monetary policy”, *ECB Working Paper Series No 1959 / settembre 2016*.
- Markus K. Brunnermeyer, Yann Koby, “The “Reversal Interest Rates” an Effective Lower Bound of Monetary Policy”, *Princeton University, 10 luglio 2017*.
- Moody’s Investors Services “Special comment: Corporate default and recovery rates” 1920/2009, febbraio 2009.
- Morya Longo “Banche, bomba da 6800 miliardi di titoli tossici nei bilanci degli istituti tedeschi e francesi” *Il sole 24ore, 1 dicembre 2018*.
- N. Kaldor, “The New Monetarism”, *Lloyds Bank Review, 97, pp. 1-18, 1970*.
- Nicoletta Batini, Giovanni Melina, Stefania Villa “Interlinkages Between Private and Public Debt Overhangs”, 9 novembre 2015.

- *Pierluigi Bologna e Marianna Caccavaio “Euro Area (cross – border?) banking”, Banca d’Italia, Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers), settembre 2014.*
- *Pietro Cova e Giuseppe Ferrero, “Il programma di acquisto di attività finanziarie per fini di politica monetaria nell’Eurosistema”, Banca d’Italia – Questioni di economia e finanza, n. 270, aprile 2015, pp.8.*
- *Stefan Avdjev, Christian Upper, Nicholas Vause, “Highlights of the BIS international statistics”, 2010*
- *Steven Ongena e Alexander Popov, “Interbank market integration, loan rates and firm leverage” ECB Working Paper Series No 1252 / ottobre 2010.*
- *Yener Altunbas, Leonardo Gambacorta and David Marques Ibanez, “Does Monetary Policy Affect Bank Risk-Taking?”, Working Paper Series, No. 1166 / marzo 2010.*
- *Vincenzo Bavoso, “Capital Markets, Debt Finance and the EU Capital Markets Union: a law and finance critique”, No. 5, ottobre 2017.*

