Associazione
per lo Sviluppo
degli Studi di
Banca e Borsa

Università Cattolica
del Sacro Cuore

G. VACIAGO - M. BIANCONI - G. DE FELICE

"IL FUNDING DELLE BANCHE ITALIANE: PROBLEMI E PROSPETTIVE"

Interventi tenuti nell'ambito del Seminario su:
"Scenari per l'industria bancaria e finanziaria: minacce e opportunità"
Castello dell'Oscano - Perugia, 18 marzo 2011

QUADERNO N. 263

Associazione
per lo Sviluppo
degli Studi di
Banca e Borsa

Università Cattolica
del Sacro Cuore

G. VACIAGO - M. BIANCONI - G. DE FELICE

"IL FUNDING DELLE BANCHE ITALIANE: PROBLEMI E PROSPETTIVE"

Interventi tenuti nell'ambito del Seminario su:
"Scenari per l'industria bancaria e finanziaria: minacce e opportunità"
Castello dell'Oscano - Perugia, 18 marzo 2011

Sede: Presso Università Cattolica del Sacro Cuore - Milano, Largo A. Gemelli, n. 1
Segreteria: Presso Banca Popolare Commercio e Industria - Milano, Via Moscova, 33 - Tel. 62755.1
Cassiere: Presso Banca Popolare di Milano - Milano, Piazza Meda n. 2/4 - c/c n. 40625

Per ogni informazione circa le pubblicazioni ci si può rivolgere alla Segreteria
dell'Associazione - tel. 02/62.755.252 - E-mail: bpci-assbb@bpci.it
sito web: www.assbb.it

Prof. Giacomo Vaciago
Ordinario di Politica economica nell'Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano

La crisi dell'Euro: stabilità monetaria e finanziaria

Continuano ad essere pubblicati rapporti sulla crisi finanziaria globale iniziata nel 2007 (dall'inizio dell'anno: un rapporto del Congresso USA [1] ed uno del Fondo Monetario Internazionale [2]) dove in sostanza si sostiene che "hanno fatto tutti del loro peggio". Qualcosa che avevo scritto nel 2008 [3], ricordando anche che si era trattato di "una crisi non solo molto prevedibile, ma anche molto prevista" [4].

Chi legge oggi il lavoro – del 2002! – di Borio e Lowe [5] trova già ben spiegata la successiva crisi finanziaria. Cioè troppo debito (privato e/o pubblico) anche perché era troppo espansiva la politica monetaria. Quest'ultima a sua volta ingannata dal fatto che il tradizionale obiettivo della stabilità monetaria – l'inflazione come misurata dai prezzi dei beni di consumo – apparisse conseguito, mentre la trasmissione della politica monetaria avveniva invece *via* prezzi delle attività. Le conseguenti bolle speculative erano la premessa macroeconomica della successiva crisi, che si manifesta come crisi di *liquidità*, ma presto risulta crisi di *solvibilità*; ed inizia come crisi finanziaria, ma poi diventa anche economica. Abbiamo rivisto tutto ciò a partire dal 2009 nell'Eurozona, con alcune differenze dovute alla natura dell'Unione Monetaria Europea ed al diverso tipo di strumenti di cui dispongono rispettivamente Bruxelles e Francoforte (differenti anche per il diverso numero dei Paesi membri). Abbiamo imparato qualcosa di nuovo nell'ultimo anno che già non sapessimo? Credo di no; credo che si siano

1 *The Financial Crisis Inquiry Report. Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States*, Official Government Edition, Washington, January 2011.
2 Independent Evaluation Office of the IMF, *IMF Performance in the Run-Up to the Financial and Economic Crisis: IMF Surveillance in 2004-07*, Washington, January 10, 2011.
3 *La prima crisi finanziaria globale*, Il Mulino, 6/2008.
4 Vedi il mio Crisi dei mercati finanziari e scarsa informazione, Il Mulino, 5/2007.
5 C. Borio, P. Lowe, *Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus*, Bank for International Settlements, wp 114, July 2002.

ripassate tutte cose note e che avremmo dovuto ricordare benissimo, anche perché se stanno nei libri di testo e le insegniamo agli studenti dovremmo riconoscerle quando le vediamo succedere.

Inizio da quei principii che ormai consideriamo dei classici. Il primo ci viene dal Capitolo XV° della *Teoria Generale* (1936) quando parlando di "incentivi alla liquidità" Keynes sottolinea che "il tasso di interesse è un fenomeno altamente convenzionale,….. il suo valore effettivo è infatti in gran parte governato dall'opinione prevalente su quello che sarà, secondo le aspettative, il suo valore futuro". Di qui la necessità per riuscire a mutare il tasso di interesse di una politica monetaria "moderatamente duratura e coerente". In parole più moderne, diremmo che l'efficacia della politica monetaria dipende dalla coerenza della "regola" seguita dalla Banca Centrale.

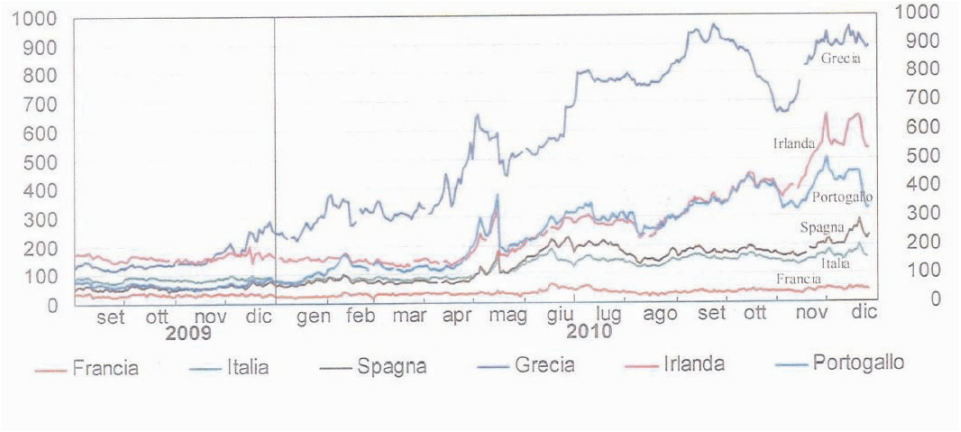
Dopo di che, può succedere che in presenza di shocks e comunque di eventi imprevisti vi sia una reazione da parte degli investitori che eleva in modo anomalo la loro preferenza per la liquidità e che altera comunque l'equilibrio dei portafogli e dei mercati. Di qui l'esigenza di accomodare tutto ciò con una variazione della politica monetaria: serve più liquidità quando – come scrive Hicks [6] (1974) – "the social function of liquidity is that it gives time to think".

Le cose viste anche nel caso della zona Euro sono complicate perché all'inizio di una crisi è frequente interpretarla solo come problema di liquidità. È così che iniziò la crisi globale il 9 agosto 2007: si fermò il mercato interbancario, che è quello della liquidità di ogni giorno. Ed è così che apparve la crisi in Europa dopo le elezioni greche del 4 ottobre 2009 quando il nuovo Governo dovette dire la verità sul deficit pubblico, molto maggiore di quanto fino ad allora dichiarato. Ma le crisi sono gravi quando i problemi sono anche di *solvibilità* e quando le conseguenze della crisi – e dei suoi successivi rimedi – non sono solo finanziarie, ma anche reali.

6 John Hicks, *The Crisis in Keynesian Economics, Blackwell,* Oxford, 1974,pag. 57.

È quanto abbiamo visto nel 2010, e la crisi non è affatto terminata. Nell'anno trascorso, i differenziali di rendimento rispetto al *bund* tedesco, dei paesi della "periferia europea" – Grecia, Irlanda, Portogallo e Spagna – hanno fluttuato molto su un trend di continua ascesa.

Fig. 1 - Differenziali di rendimento a 10 anni rispetto alla Germania (punti base)



Tre aspetti meritano di essere sottolineati. Anzitutto, il fatto che quei 4 paesi fossero accomunati da un acronimo – PIGS – inaugurato nel mondo degli intermediari in titoli tanti anni fa e riscoperto solo con la crisi recente. Ma è sicuro che i problemi di questi paesi siano gli stessi e siano assai diversi da quelli degli altri n-4 paesi? C'è molto di "convenzionale" [7] sia nel ridotto (e molto simile) differenziale sul bund che i titoli di questi paesi avevano negli anni passati sia nell'iniziale reazione dei mercati finanziari nei loro confronti, una volta scoperta la bugia del Governo greco.

Il secondo aspetto riguarda i "fondamentali" dei paesi in questione negli anni precedenti la scoperta della "bugia greca". È evidente come l'*irrazionale esuberanza* dei mercati nei loro confronti non si limitasse a trascurare

7 Vedi A. Monticini, G. Vaciago, *Mercati sempre efficienti (prima o poi),* "Il Sole 24 Ore", 21 febbraio 2011.

il crescente deficit pubblico di un paese solo, ma tutta una serie di indicatori rilevanti, per ciascuno: dalla *bolla immobiliare* che inizia a sgonfiarsi nel 2007 come nel mondo anglosassone, al deficit pubblico e ancor più al deficit corrente della bilancia dei pagamenti. È soprattutto questa la variabile che già nel 2005-2007 segnala un grave deterioramento, raggiungendo e superando il 10% del PIL nel caso di Spagna, Portogallo e Grecia. E se si osserva che il deficit di parte corrente della Grecia superava il 14% del PIL, già nel 2007, è evidente come allora i mercati finanziari non vedessero ciò che non volevano vedere: se fosse stato vero il dato sul deficit pubblico allora comunicato, ci si sarebbe dovuto preoccupare ancora di più! In ogni caso, come sempre quando c'è stato un eccesso di debito bisognerebbe ricordare che le colpe non possono essere attribuite solo al debitore: dov'era finita la dovuta cautela del creditore? È una crisi dei paesi che hanno fatto troppi debiti o anche delle banche che hanno dato loro troppo credito?

Il terzo aspetto, in parte collegato a quanto appena osservato, riguarda l'andamento dei differenziali dei tassi rispetto al *bund* tedesco nel corso del 2010. Il continuo aumento di questa variabile soprattutto per Grecia e Irlanda non misura infatti un ulteriore deterioramento dei fondamentali che anzi iniziano a correggersi, in particolare con riferimento allo squilibrio dei conti con l'estero. Piuttosto i mercati registrano con preoccupazione che tardano ad essere decise sia le necessarie misure per porre rimedio alla crisi sia quelle che servono per evitarne il ripetersi in futuro. Mentre si manifestano pericolosi effetti di contagio in base all'interdipendenza tra debitori e creditori e tra paesi salvati e paesi salvatori. Il dibattito, spesso in pubblico e spesso non convergente, sui necessari rimedi – mentre i costi della crisi non si riducevano, anzi! – significava un nuovo stimolo al *razionale pessimismo* dei mercati, normale contrappunto alla precedente irrazionale esuberanza. Le dichiarazioni ufficiali, ma prive di contenuto operativo, che l'Euro sarebbe stato senz'altro difeso non aiutavano i mercati a trovare un nuovo punto di equilibrio stabile. Mentre si iniziava a percepire il timore che si potesse rovesciare nel corso del 2011 la passata presunzione che stabilità monetaria e finanziaria fossero beni pubblici complementari. Non siamo riusciti ad evitare una crisi finanziaria grave quando d'inflazione era scarsa; riusciremo a recuperare stabilità finanziaria in presenza di inflazione crescente?

Dott. Massimo Bianconi
Direttore Generale della Banca delle Marche S.p.A.

Il *funding* sul mercato interno

1. Il mercato interno di riferimento per le politiche di raccolta delle banche

Il *funding* sul mercato interno può, in prima istanza, essere circoscritto alla quota di attività finanziarie domandate dall'economia (famiglie ed imprese residenti) intermediate dal sistema bancario.

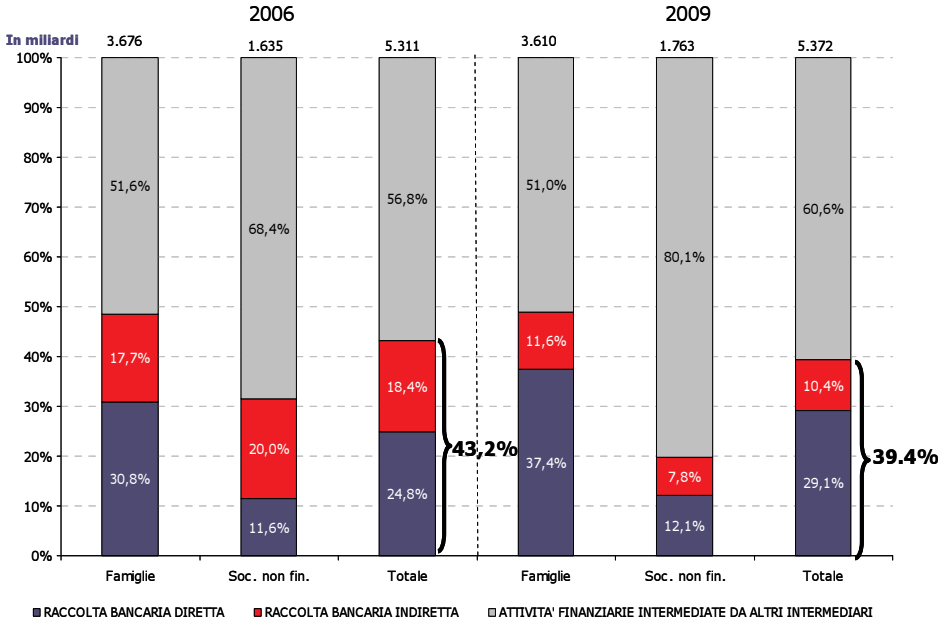
La preferenza del pubblico a detenere depositi bancari, in alternativa alle altre attività finanziarie, e le scelte della singola banca sull'entità delle riserve di liquidità desiderate determinano l'ampiezza del mercato a cui gli intermediari bancari possono rivolgersi per l'attività di raccolta. Infatti la riduzione delle riserve di liquidità è una variabile economica che dipende dalle opportunità di impiego e dai tassi di interesse. È questa variabile economica che spinge le banche ad offrire al pubblico proprie passività.

A fine 2009 le banche intermediavano il 39,5% delle attività finanziarie di famiglie e imprese (figura 1), i tre quarti delle quali sotto forma di passività direttamente emesse dal sistema (depositi e obbligazioni).

Rispetto al 2006, oltre ad una flessione delle attività intermediate (-3,7%), per effetto soprattutto di una minore penetrazione nelle imprese, si assiste ad una redistribuzione da forme di raccolta indiretta (titoli a custodia) a strumenti di raccolta diretta.

Negli anni che hanno preceduto la crisi finanziaria, le politiche di raccolta delle banche sono state condizionate dall'interazione di due determinanti di lungo periodo: gli effetti del moltiplicatore dei depositi sulle attività finanziarie e la concomitante possibilità di sviluppare la crescita degli attivi mediante il ricorso al mercato dei capitali, ampliando la leva finanziaria.

Fig. 1 - Quota % delle attività finanziarie delle famiglie e delle imprese intermediate dal sistema bancario: confronto 2006-2009



Fonte: Elaborazioni Banca Marche su informazioni dedotte da Conti finanziari - Banca d'Italia.

La teoria del moltiplicatore dei depositi, in presenza di un ampio spettro di attività finanziarie alternative, spiega il significativo incremento delle attività finanziarie detenute dall'economia, sia in termini assoluti che di incidenza sul PIL. Di questa crescita le banche hanno beneficiato soprattutto in diversificazione della struttura dei ricavi sviluppando business complementari (gestione del risparmio) all'attività creditizia. Di fatto, come è noto, si è assistito ad un processo di disintermediazione del passivo, con una graduale ma irreversibile caduta del peso dei depositi sulle attività finanziarie.

Ma se sono i depositi, come spesso si afferma, a generare il credito, come è stato possibile assistere ad una crescita altrettanto significativa dell'intervento creditizio del sistema bancario?

La risposta va ricercata nello sviluppo del mercato del debito bancario non *retail* nelle sue molteplici componenti, molte delle quali non domestiche; anche in questo caso, in modo graduale ma irreversibile, è aumentato l'utilizzo del mercato dei capitali con l'emissione di debito non garantito (obbligazioni senior) sottoscritto in via prevalente da investitori istituzionali, per percentuali anche significative da non residenti. All'attività sul debito senior si è sommata quella sul debito garantito, prima derivato dalle cartolarizzazioni, più recentemente con l'emissione di covered bond.

La crisi, rendendo più difficile e costoso l'accesso al mercato dei capitali e interbancario, ha riproposto la centralità nell'azione delle banche di strutture del passivo maggiormente orientate al mercato interno, costituito prevalentemente da depositi e altre forme di raccolta tra il pubblico.

2. *Funding* sul mercato interno

Il primo comma dell'art. 10 del Testo Unico Bancario delinea le due attività peculiari e inscindibili della banca:

La raccolta di risparmio tra il pubblico e l'esercizio del credito costituiscono l'attività bancaria. Essa ha carattere d'impresa.

È evidente il collegamento funzionale tra l'attività di raccolta del risparmio tra il pubblico e l'esercizio dell'attività creditizia, ovvero economico nell'offerta al pubblico di passività emesse dalla banca almeno fino al punto in cui il loro costo marginale risulta inferiore al ricavo marginale conseguibile con l'attività di prestito.

Il tema del *funding sul mercato interno*, nell'attuale situazione congiunturale e regolamentare, ha assunto un ruolo centrale nella gestione bancaria, al punto da rendere meno evidente e stretto il collegamento economico a cui il TUB fa esplicito rimando, esaltando, invece, l'intensità del nesso funzionale.

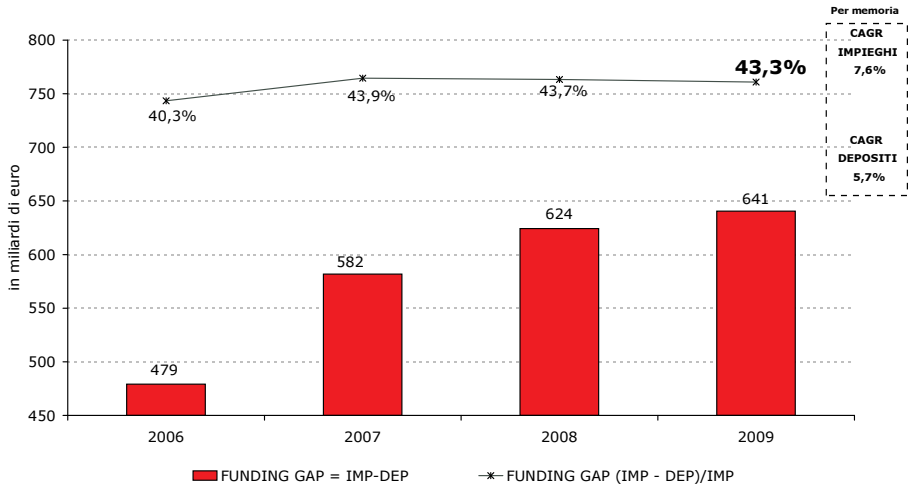
Sotto il profilo strutturale la connessione funzionale tra l'attività di raccolta del risparmio tra il pubblico e l'esercizio dell'attività creditizia può essere analizzata ricorrendo ad una sua possibile approssimazione quantitativa.

A tal fine viene adottata la differenza assoluta tra gli impieghi all'economia (per controparte residente) e la raccolta effettuata (sempre per controparte residente) mediante il più tradizionale strumento bancario – i depositi – restando, nell'ambito del TUB, entro una riserva esclusiva delle banche:

Ai fini del presente decreto legislativo è raccolta del risparmio l'acquisizione di fondi con l'obbligo di rimborso, sia sotto forma di depositi sia sotto altra forma (art. 11, comma 1, TUB) [8].

Questa misura, conosciuta come *Funding Gap*, limitando l'analisi a fasi immediatamente precedenti e subito successive alla crisi (2006-2009), presenta l'andamento descritto nella figura 2.

Fig. 2 - Andamento del *Funding Gap* (impieghi - depositi) in valori assoluti e in % degli impieghi lordi



Fonte: Elaborazioni Banca Marche su informazioni dedotte da "Moneta e Banche" – Supplemento al Bollettino Statistico – Banca d'Italia. I dati sulle cartolarizzazioni sono fonte www.afme.eu - Securitization Data Report.

8 La raccolta tra il pubblico sotto *altra forma*, ai fini che qui interessano, assume rilevanza nell'utilizzo delle obbligazioni bancarie come strumento di raccolta *retail*. In particolare il tema si configura sensibile ai fini della conformità alla disciplina MIFID e, per certi aspetti più strettamente fiscali, anche per il trattamento riservato ai certificati di deposito di cui si dirà più avanti.

Gli impieghi sono al lordo di sofferenze e quota cartolarizzata.

Considerando gli impieghi al lordo delle sofferenze e della quota cartolarizzata [9] emerge in maniera più netta la pressione che la relativa crescita esercita sulle politiche di approvvigionamento delle banche sul mercato interno. La dimensione assoluta del *Funding Gap* nel 2009 è stata di circa 640 miliardi, o il 43% degli impieghi. In termini complementari il rapporto tra depositi e impieghi del sistema bancario verso controparti residenti è quindi del 57%.

La dinamica delle componenti che determinano il *Funding Gap* è caratterizzata da una crescita degli impieghi lordi più sostenuta (cagr 2006-2009: 7,6%) rispetto a quella dei depositi (cagr 2006-2009: 5,7%); per effetto di basi diverse in valore, il cagr del *Funding Gap* (10%) è quindi maggiore di quello delle sue determinanti.

Una prima risposta allo squilibrio strutturale che emerge dal *Funding Gap* e dalla sua dinamica è stato il ricorso alle *altre forme* di raccolta tra il pubblico, specificatamente emettendo obbligazioni collocate alla clientela *retail*.

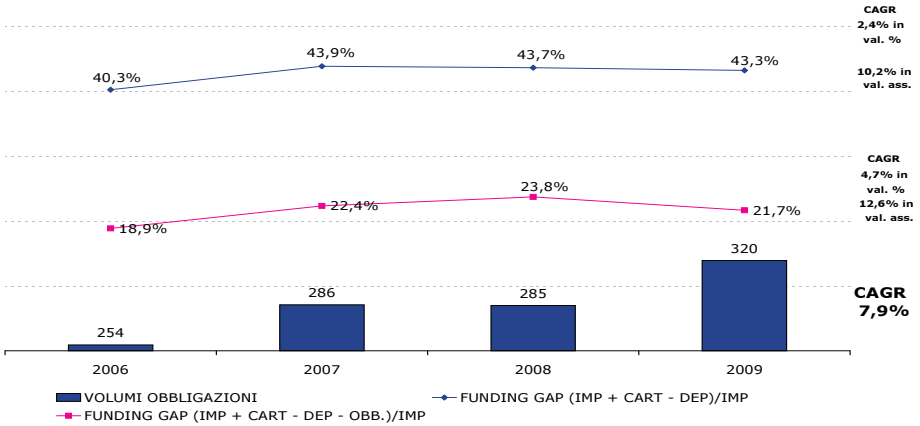
Le obbligazioni *retail* collocate alla clientela residente, nel periodo 2006-2009, sono aumentate al tasso del 7,9%; ciò ha consentito di ridurre il *Funding Gap*, al 2009, a circa 320 miliardi e al 22% degli impieghi (figura 3). Ciononostante il *Funding Gap* ha mantenuto una crescita superiore (12,6%) a quella degli impieghi.

Nella sua connotazione regionale il gap di impieghi non finanziati con raccolta *retail* (depositi e obbligazioni con controparti residenti) presenta notevoli discontinuità (figura 4) [10].

9 La quota degli impieghi cartolarizzata è comunque una forma di copertura del *Funding Gap* sia che le obbligazioni che ne derivano vengano collocate nel mercato sia che vengano ritenute dalla banca *originator* (auto cartolarizzazioni) e utilizzate come asset eleggibili per il rifinanziamento presso la banca centrale.

10 Nell'elaborazione della distribuzione territoriale del *Funding gap* i depositi e le obbligazioni sono, a livello nazionale, equivalenti ai depositi e alle obbligazioni dell'elaborazione di cui alle figure precedenti mentre gli impieghi sono "vivi". Pertanto il dato di sbilancio tra impieghi e raccolta per il totale Italia è minore.

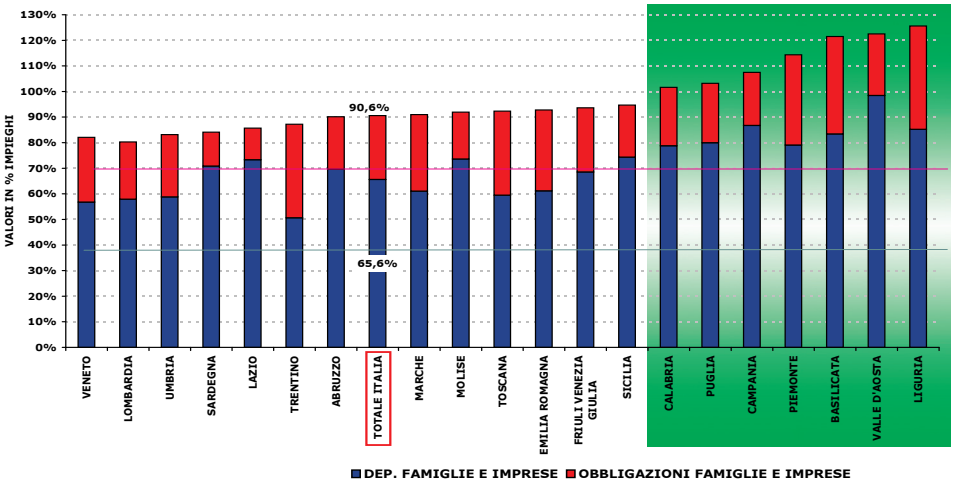
Fig. 3 - Andamento dei volumi delle obbligazioni retail (famiglie e imprese) e del *Funding Gap* (Imp - Dep) e (Imp-Dep-Obbl)



Gli impieghi sono al lordo di sofferenze e quota cartolarizzata.

Fonte: Elaborazioni Banca Marche su informazioni dedotte da "Moneta e Banche" – Supplemento al Bollettino Statistico – Banca d'Italia. I dati sulle cartolarizzazioni sono fonte www.afme.eu - Securitization Data Report.

Fig. 4 - *Funding Gap* in percentuale degli impieghi vivi a livello regionale - Dicembre 2009



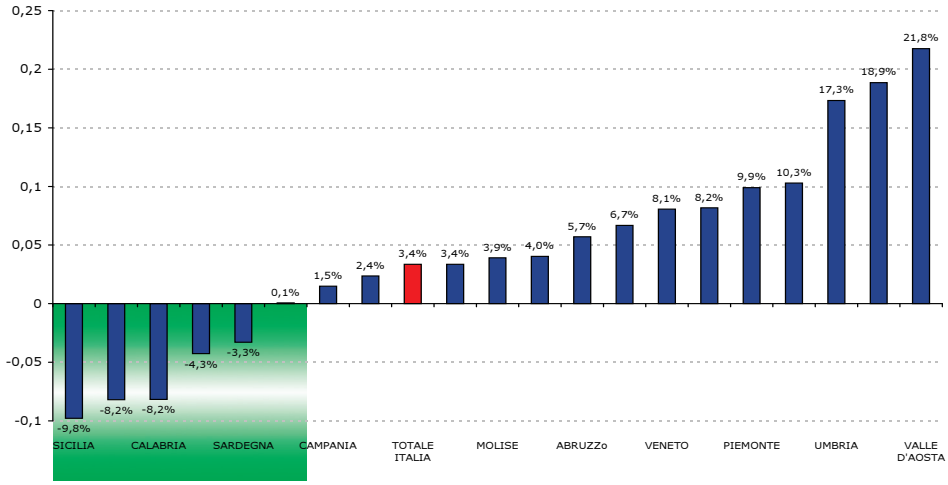
Fonte: Elaborazioni Banca Marche su informazioni dedotte da Economie Regionali – Banca d'Italia – Giugno 2010.

A fine 2009 la raccolta bancaria, a livello nazionale, copriva il 90,6% dei prestiti a famiglie e imprese; a livello geografico esistono forti elementi di differenziazione: alcuni territori, nei quali il rapporto è superiore al 100%, evidenziano "sistemi bancari regionali" in equilibrio. Ciò è caratteristica comune ad alcune regioni del Sud e del Nord Ovest; presentano, in media, valori dell'indicatore più contenuti le regioni del Centro Italia e, tra le aree più industrializzate, il Veneto e la Lombardia.

Anche le due determinanti della raccolta sul mercato interno, depositi e obbligazioni al dettaglio, mostrano una decisa variabilità: i primi oscillano tra il 50% e il 100% degli impieghi, le seconde tra il 10% e il 40%.

Tra il 2006 e il 2009 il rapporto tra raccolta (depositi e obbligazioni) e impieghi con clientela residente è aumentato di 3.4 punti percentuali (dall'87,2% al 90,6%); in 10 regioni l'incremento è stato maggiore e fino a 5 volte più alto, in 5 in linea o di poco inferiore. Solo in 5 regioni il rapporto ha presentato un decremento, compreso tra -3 e -10 punti percentuali (figura 5).

Fig. 5 - Variazione 2006-2009 del *Funding Gap*



Fonte: Elaborazioni Banca Marche su informazioni dedotte da Economie Regionali – Banca d'Italia – Giugno 2010.

Le banche, con il ricorso alle obbligazioni *retail*, hanno certamente contribuito a migliorare la propria capacità di *funding* sul mercato interno e a ridurre la distanza tra fonti e usi ma non a colmarla: resta da finanziare un *Funding Gap* positivo pari a circa 320 miliardi che si distribuisce in maniera disomogenea a livello di "sistemi bancari regionali".

3. *Funding Gap*, dimensione d'impresa e modelli di business

Dalla distribuzione su base regionale del *Funding gap* discende che anche in mercati più circoscritti, dove le banche si configurano talvolta per la minor dimensione e il forte radicamento territoriale, le politiche di raccolta mediante depositi e obbligazioni al dettaglio non necessariamente raggiungono lo scopo di coprire integralmente il fabbisogno funzionale all'esercizio dell'attività creditizia.

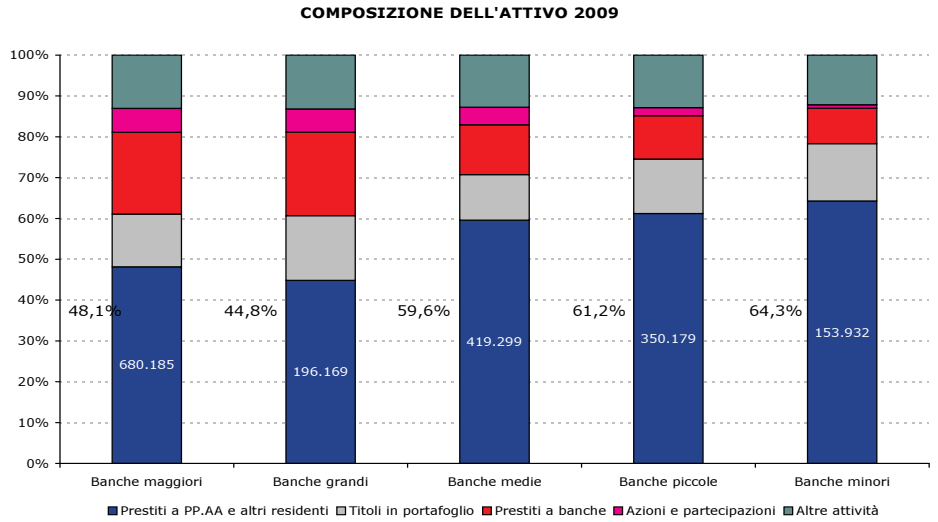
Sotto tale aspetto è interessante osservare il cambiamento intervenuto nella struttura patrimoniale delle banche residenti in Italia per gruppi dimensionali [11] (figura 6).
In media, circa il 60% del passivo è rappresentato da raccolta diretta nelle due componenti costituite da depositi e obbligazioni [12], valore allineato all'incidenza dei prestiti a PP.AA e altri residenti sull'attivo. Il dato di sostanziale equilibrio evidenzia tuttavia differenze consistenti proprio in funzione della dimensione di impresa. Infatti:

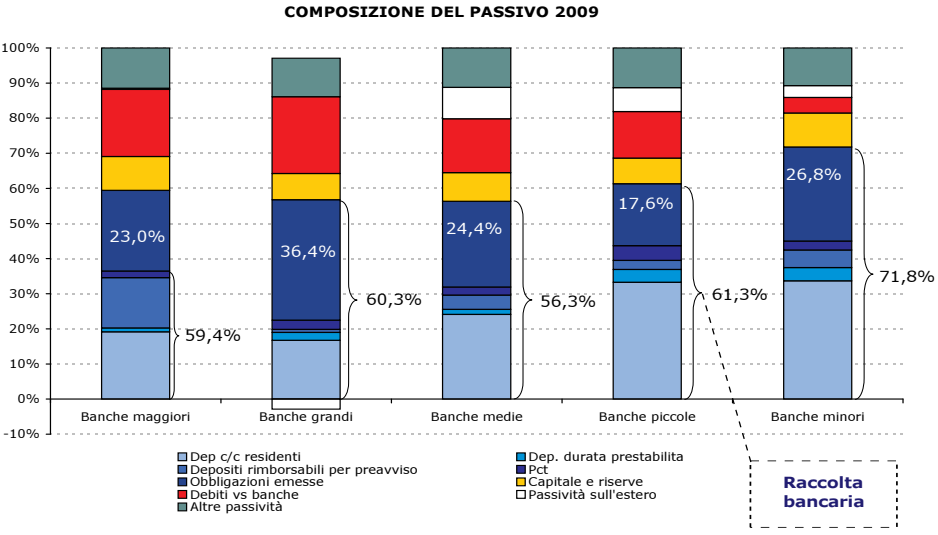
- il peso della raccolta diretta complessiva, e al suo interno quello della raccolta mediante depositi in conto corrente, risulta inversamente proporzionale al ridursi della dimensione d'impresa;

11 La classificazione è basata sui fondi intermediati: con fondi intermediati medi superiori a 60 miliardi di euro sono classificate le "banche maggiori", da 26 a 60 miliardi di euro le "banche grandi", da 9 a 26 miliardi di euro le "banche medie", da 1,3 a 9 miliardi di euro le "banche piccole" e sotto 1,3 miliardi di euro le "banche minori".

12 L'apertura per classi dimensionali non consente di scomporre la provvista obbligazionaria nelle due componenti *retail* e istituzionale.

Fig. 6 - Composizione dell'attivo e del passivo al 2009





Fonte: Elaborazioni Banca Marche su informazioni contenute nella Tavola a 17.7 dell'Appendice Relazione Annuale 2009 - Banca d'Italia.

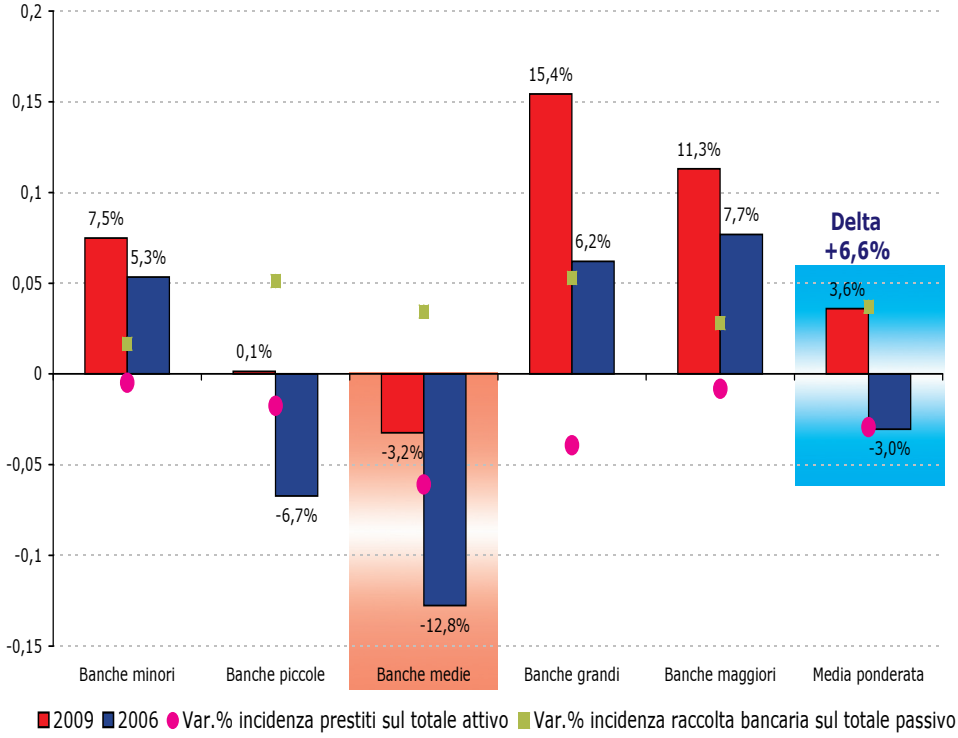
- la raccolta obbligazionaria, mediamente pari a un quarto del passivo e a circa il 40% della raccolta diretta, assume relativamente meno spazio nelle politiche di *funding* delle banche minori e piccole, mentre spiega circa il 60% della diretta per le grandi banche;
- inoltre le obbligazioni *retail*, a dicembre 2009, erano il 63,2% del totale emesso, in riduzione di oltre 4 punti percentuali rispetto al 2006. Pertanto nel periodo è aumentato il ricorso ad emissioni dedicate ad investitori istituzionali, fenomeno positivamente correlato alla dimensione d'im-presa;
- al crescere della dimensione si riduce la quota di attivo destinata agli impieghi, dal 48% delle banche maggiori ad oltre il 64% delle banche minori.

Rispetto al 2006, approssimando il Funding Gap con la differenza tra il rapporto raccolta bancaria/totale passivo e il rapporto impieghi/totale attivo, si osserva un progresso apprezzabile nella gestione del funding bancario (figura 7).

Il miglioramento è stato in media di circa 7 punti percentuali e vi hanno concorso, con diversa intensità, tutte le classi dimensionali, incrementando il ricorso delle principali componenti di raccolta da clientela residente ma anche quello al mercato dei capitali, più di quanto non si sia verificato dal lato dell'impiego economico. Lo squilibrio, tuttavia, rimane per le banche di media dimensione che continuano a essere caratterizzate da un valore negativo nella differenza tra raccolta diretta e impieghi.

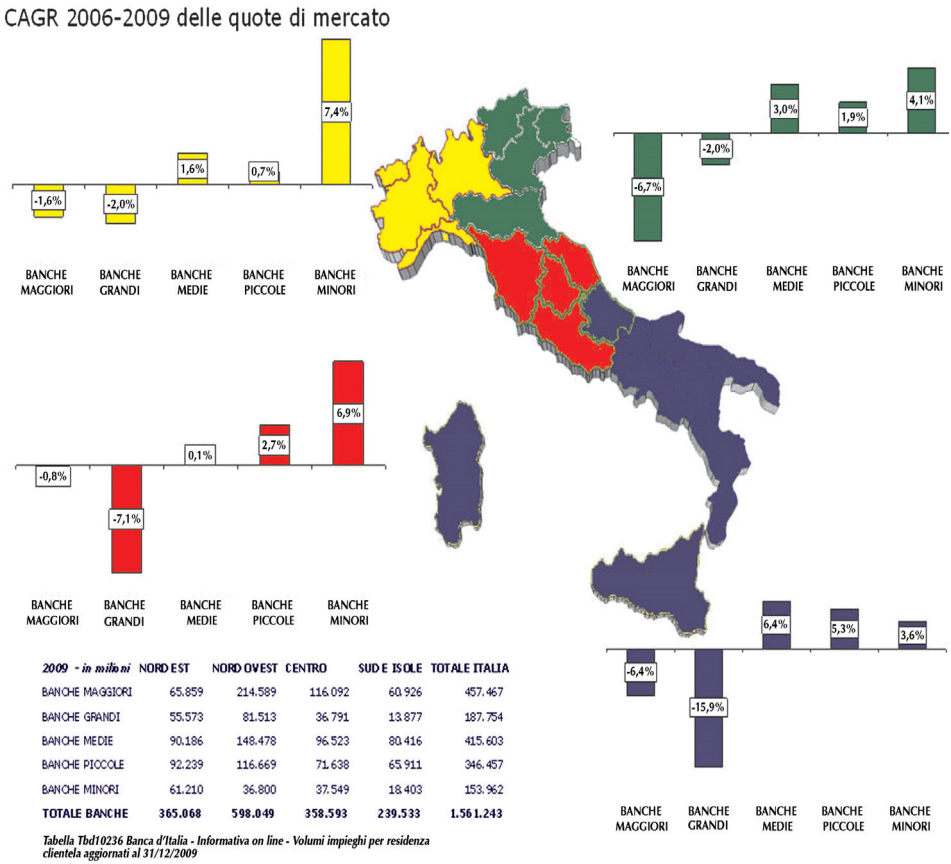
Spostando l'attenzione dalla singola classe dimensionale al peso che le stesse assumono sul mercato degli impieghi, al miglioramento del *Funding Gap* ha corrisposto uno spostamento delle quote di mercato a vantaggio proprio delle realtà bancarie di minore dimensione, distribuito in modo omogeneo su tutte le principali macro aree geografiche (figura 8).

Fig. 7 - Variazione dell'incidenza percentuale della raccolta bancaria sul passivo in rapporto all'incidenza % degli impieghi sull'attivo



Fonte: Elaborazioni Banca Marche su informazioni contenute nella Tavola a 17.7 dell'Appendice Relazione Annuale 2009 - Banca d'Italia.

Fig. 8 - Dinamica degli impieghi per aree territoriali (CAGR 2006-2009)



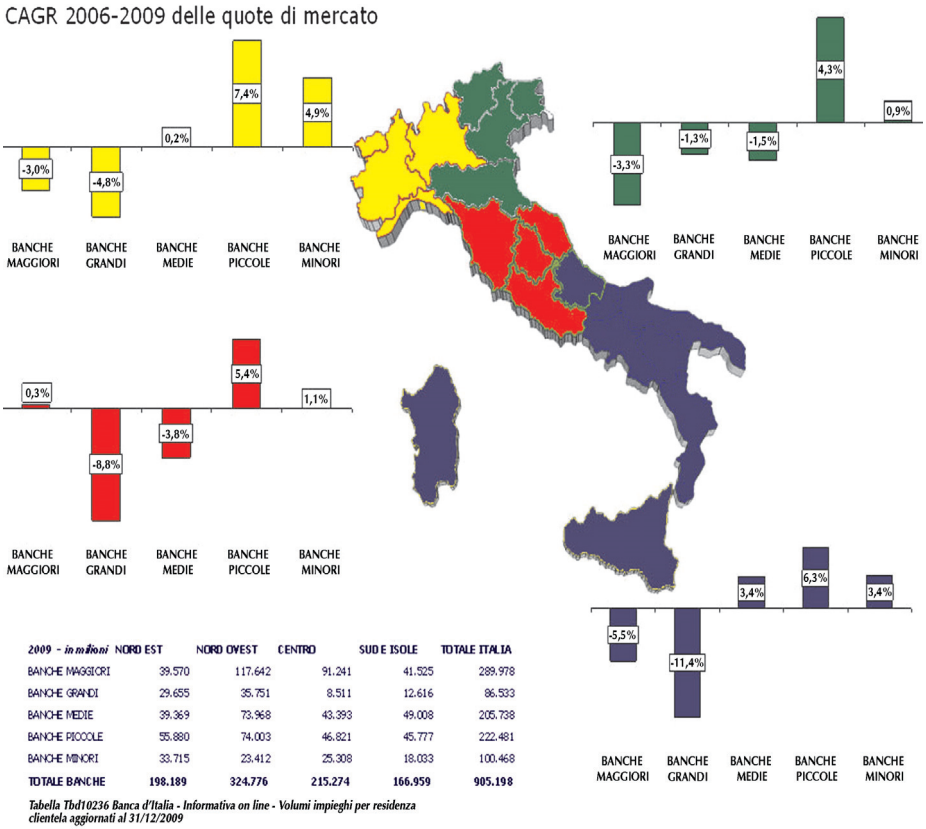
2009 - in milioni	NORD EST	NORD OVEST	CENTRO	SUD E ISOLE	TOTALE ITALIA
BANCHE MAGGIORI	65.859	214.589	116.092	60.926	457.467
BANCHE GRANDI	55.573	81.513	36.791	13.877	187.754
BANCHE MEDIE	90.186	148.478	96.523	80.416	415.603
BANCHE PICCOLE	92.239	116.669	71.638	65.911	346.457
BANCHE MINORI	61.210	36.800	37.549	18.403	153.962
TOTALE BANCHE	**365.068**	**598.049**	**358.593**	**239.533**	**1.561.243**

Tabella Tbd10236 Banca d'Italia - Informativa on line - Volumi impieghi per residenza clientela aggiornati al 31/12/2009

Fonte: Elaborazioni Banca Marche su informazioni contenute nella tabella Tdb10236 Banca d'Italia – Informativa on line – Volumi impieghi per residenza clientela aggiornati al 31/12/2009.

Limitatamente ai depositi, si conferma il progresso delle quote di mercato delle banche piccole e minori e la riduzione per le banche grandi e maggiori; le banche medie, diversamente dai progressi dal lato degli impieghi diffusi su tutte le macro aree geografiche, presentano crescite delle quote negative nel Nord Est e nel Centro.

Fig. 9 - Dinamica dei depositi per aree territoriali (CAGR 2006-2009)



2009 - in milioni	NORD EST	NORD OVEST	CENTRO	SUD E ISOLE	TOTALE ITALIA
BANCHE MAGGIORI	39.570	117.642	91.241	41.525	289.978
BANCHE GRANDI	29.655	35.751	8.511	12.616	86.533
BANCHE MEDIE	39.369	73.968	43.393	49.008	205.738
BANCHE PICCOLE	55.880	74.003	46.821	45.777	222.481
BANCHE MINORI	33.715	23.412	25.308	18.033	100.468
TOTALE BANCHE	**198.189**	**324.776**	**215.274**	**166.959**	**905.198**

Tabella Tbd10236 Banca d'Italia - Informativa on line - Volumi impieghi per residenza clientela aggiornati al 31/12/2009

Fonte: Elaborazioni Banca Marche su informazioni contenute nella tabella Tdb10267 Banca d'Italia – Informativa on line – Volumi depositi per residenza clientela aggiornati al 31/12/2009.

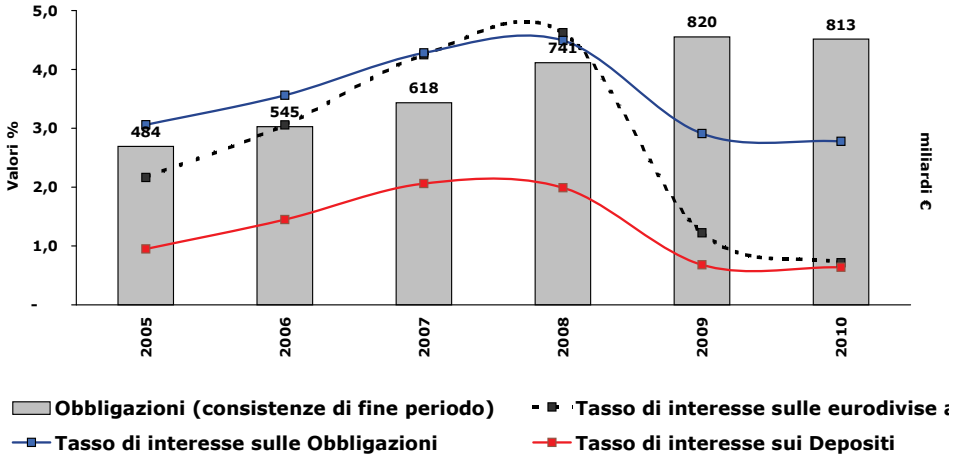
4. Le prospettive del *funding* sul mercato interno

Il *funding* sul mercato interno presenta evidenti peculiarità territoriali, ha tratto impulso e beneficio dall'attività di emissione di obbligazioni destinate alla clientela *retail* ma non è, di per sé, adeguato alla copertura integrale del credito erogato. Anche la dimensione dell'impresa bancaria sembra condizionare le politiche di approvvigionamento; una struttura più semplifica-

ta del *funding*, più incentrata sui depositi, appare corrispondere a modelli di business più *lending based*. Ciò avviene tanto più quando la banca è fortemente localizzata sul territorio e al ridursi della sua scala di operatività. Le difficoltà della crisi hanno enfatizzato queste linee evolutive del *funding* sul mercato interno e condotto ad una riduzione della capacità di sostenere l'attività di credito con la sola attività di raccolta da clientela residente e al dettaglio.

La struttura del *funding* sul mercato interno è inoltre caratterizzata da un aumento di costo, per molti aspetti anch'esso connotato da elementi strutturali (figura 10).

Fig. 10 - Andamento del tasso di interesse di depositi, obbligazioni e eurodivise a 3m



Fonte: Elaborazioni Banca Marche su informazioni contenute nel Supplemento al Bollettino Statistico "Moneta e Banche".

La riduzione dei tassi di interesse di mercato e il loro permanere su bassi livelli ha quasi annullato la marginalità sulla raccolta mediante depositi e ha reso particolarmente oneroso il *pricing* delle obbligazioni. Sul costo di tali strumenti, emessi ormai a spread positivo sui parametri di mercato, agisce anche un effetto quantità correlato alla crescita dei volumi relativi.

Le prospettive del *funding sul mercato* interno appaiono condizionate da fattori destinati ad assumere nel tempo un peso crescente. In particolare lo sviluppo di politiche di raccolta equilibrate e di successo dovranno considerare e fattorizzare:

- le nuove regole di governo del rischio di liquidità;
- la rilevanza del risparmio finanziario.

4.1 Le nuove regole di governo del rischio di liquidità

In prospettiva le politiche di approvvigionamento delle banche sul mercato interno dovranno sempre più conformarsi ai nuovi vincoli regolamentari.

Sebbene la trasformazione delle scadenze sia il principale rischio di liquidità con cui una banca deve confrontarsi [13], in questa sede si cercherà di trovare una relazione tra la misurazione a breve del rischio di liquidità introdotta da Basilea 3 – il Liquidity Coverage Ratio (LCR) – e il *Funding Gap* precedentemente analizzato.

Il LCR definisce la liquidità di breve periodo come il rapporto tra le risorse in contante disponibili, o che lo saranno nel prossimo futuro, e il fabbisogno di contante che nel prossimo futuro sarà necessario per far fronte alle scadenze di passività e per acquistare attività.

Prescelto un orizzonte temporale (30 giorni nella formulazione di Basilea 3), la condizione di liquidità è rispettata se il rapporto è pari ad 1 nel continuo: le disponibilità di contante, o ciò che nei trenta giorni sarà disponibile sotto tale forma, sono in grado di fronteggiare il contante che sarà utilizzato per rimborsare passività e/o acquisire attività.

A tale misurazione del rischio di liquidità concorre quindi la struttura del fabbisogno di contante nell'orizzonte temporale prescelto, determinata a sua volta dalla struttura del *funding* della singola banca.

13 In tal senso Basilea 3 prevede uno specifico ratio sulla liquidità, il Net Stable Funding Ratio.

In particolare i deflussi monetari netti [14] calcolati in ipotesi di uscite di carattere straordinario sono riconducibili per le banche commerciali a tre principali circostanze:

- significativi prelievi sui depositi di raccolta da parte della clientela, che vanno computati nei seguenti termini:
  - raccolta stabile e assicurata (dal Fondo Interbancario di tutela dei Depositi) della clientela e delle *small medium entities* (fino a 50 milioni di euro di fatturato) applicando un *run off* del 5%;
  - raccolta non stabile o non assicurata della clientela *retail* e delle *small medium entities* applicando un *run off* del 10%;
  - raccolta stabile assicurata della clientela corporate (oltre 50 milioni di euro di fatturato) applicando un *run off* del 5%;
  - raccolta stabile non assicurata della clientela corporate applicando un *run off* 25%;
  - raccolta non stabile della clientela corporate applicando un *run off* del 75%;
- azzeramento delle passività a vista o in scadenza emesse a favore del mercato interbancario e del mercato dei capitali;
- sensibile aumento degli utilizzi delle linee di credito e di liquidità committed (da +5% a +100%).

In questa dimensione di analisi le componenti di raccolta diretta al dettaglio sono privilegiate perché più stabili e meno impattate dalle percentuali di *run off* previste dalla normativa. Allo stesso tempo, a parità di controparte, vengono privilegiate le forme di raccolta più lunghe, con *maturity* eccedente l'orizzonte temporale di misurazione del LCR.

Se quindi la progressiva entrata in vigore delle nuove regole sulla liquidità spingerà le banche ad orientare il *funding interno* a vantaggio di forme tecniche e controparti che accrescano la componente stabile e garantita della raccolta, allo stesso tempo tale tentativo sarà in ogni caso condizionato dalla consistenza e qualità del *Funding Gap*.

14 In questa sede non vengono declinati gli elementi che concorrono a generare flussi positivi di liquidità nell'orizzonte dei 30 giorni lavorativi.

Infatti il *Funding Gap*, contrariamente a quanto possa apparire, non è solo una misura in senso stretto della liquidità, costituendo anche una quantificazione della leva che una banca potrebbe utilizzare per espandere la propria attività.

Tanto maggiore è la sua dimensione e tanto più risulta concentrato a breve termine, tanto più la banca può incorrere in situazioni di illiquidità dell'attivo. Sostanzialmente il *Funding Gap* dimensiona il coacervo di strumenti di debito, a breve e a medio lungo termine (mercato interbancario, mercato dei capitali, denaro caldo, ecc.), che vengono utilizzati per aumentare il grado di *leverage*. Tali strumenti contribuiscono a generare in via prevalente il fabbisogno di contante a 30 giorni che viene posto al denominatore del LCR, di fatto costituendo la connessione più evidente tra l'indicatore a breve termine di Basilea 3 e gli squilibri tra impieghi e raccolta di una banca.

Stabilire una relazione tra LCR e *Funding Gap* è basilare: si generano nuovi vincoli alla gestione del passivo, che, irrisolti, comportano inevitabilmente una riduzione del grado di leva finanziaria e, quindi, l'impossibilità di espandere l'attività di impiego e/o la necessità di aumentare il *funding interno* più stabile e meno soggetto alla applicazione di *run off* elevati.

La relazione tra LCR e *Funding Gap* è infatti inversa: per avere un *Funding Gap* nullo (raccolta diretta esattamente pari agli impieghi) il LCR deve essere superiore a 1 e ogni miglioramento del primo (raccolta diretta superiore agli impieghi) implica aumenti del secondo, circostanze che presuppongono:

- una crescita del peso della raccolta diretta al dettaglio, privilegiata nell'applicazione dei *run off*;
- un aumento della componente costituita da obbligazioni al dettaglio e l'allungamento della sua durata media;

entrambi fattori che tendono a fare aumentare il costo del *funding interno*.

4.2 La rilevanza del risparmio finanziario

Il risparmio finanziario della clientela delle banche torna ad essere centrale alla funzionalità delle politiche di gestione del passivo e, particolarmente, al *funding interno*. Infatti l'aggregato su cui le banche possono contare per equilibrare nel tempo la disponibilità di raccolta da clientela rispetto alle esigenze di impiego non è limitato alle passività emesse, estendendosi anche a quanto famiglie e imprese sono disponibili a depositare sotto forma di raccolta indiretta.

Si è già avuto modo di verificare come l'intermediazione del sistema bancario, sotto questo aspetto, si sia ridotta in assoluto e come, al suo interno, abbia prevalso l'esigenza di accrescere la componente costituita dalla raccolta diretta sul mercato interno.

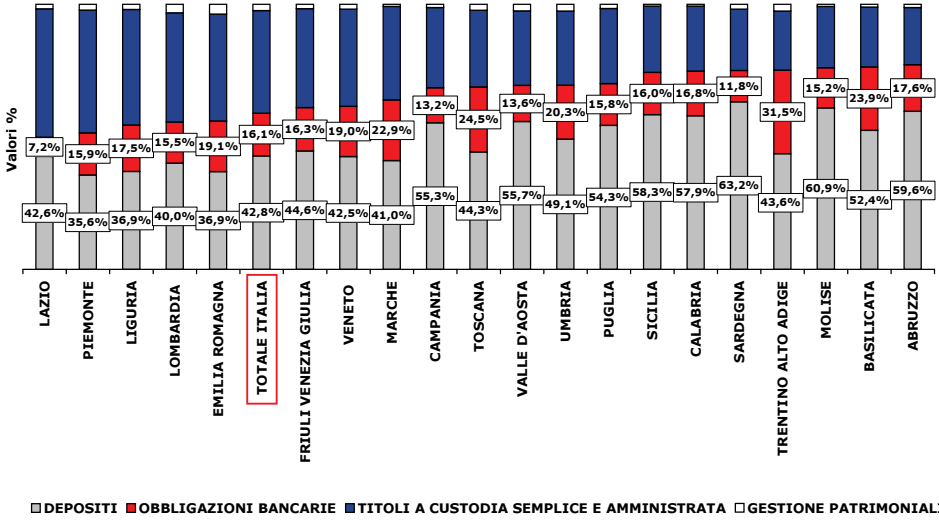
Perché quindi riappropriarsi di spazi di "operatività" recuperando raccolta di tipo indiretto?

Un motivo va ricercato nella spinta originata dalla disciplina MIFID e in particolare:

- nelle disposizioni in materia di titoli illiquidi che possono generare effetti sull'emissione di obbligazioni bancarie con riferimento alla loro eccessiva presenza nei portafogli dei clienti (concentrazione);
- nel regime normativo che contraddistingue la natura di alcuni strumenti di raccolta delle banche, al confine tra la loro classificazione tra gli "strumenti finanziari" o tra i depositi vincolati, peraltro restando soggetti fiscalmente ad aliquote del 27%.

Sul primo aspetto particolare attenzione è posta alla concentrazione, nel portafoglio del cliente, su "strumenti finanziari" riferiti alle obbligazioni di natura bancaria. In Italia, mediamente, le obbligazioni bancarie sul risparmio complessivo di famiglie ed imprese è pari al 16,1%, con dati molto variabili da regione a regione (da un minimo del 7% al massimo di oltre il 30%, figura 11).

Fig. 11 - Composizione del risparmio finanziario bancario a livello regionale - 2009



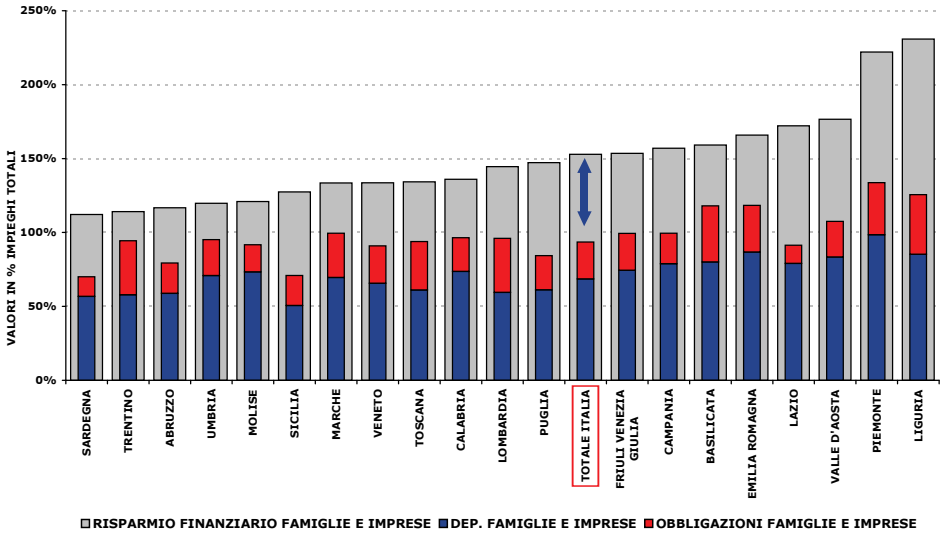
Fonte: Elaborazioni Banca Marche su informazioni contenute nella pubblicazione "Economie Regionali" delle singole regioni italiane – Banca d'Italia – Giugno 2010.

Data una domanda di depositi che sotto più profili potrebbe essere considerata "spontanea" e non indotta dal comportamento delle banche, è difficile predefinire soglie di conformità alla presenza di obbligazioni bancarie nell'ambito del risparmio finanziario di famiglie ed imprese. È comunque strategicamente rilevante che i "sistemi bancari regionali", come le singole banche, accrescano la penetrazione sul risparmio finanziario della clientela per avere più gradi di libertà nel governare i profili più cogenti della disciplina MIFID: disporre di maggiore risparmio finanziario permette di diversificare maggiormente i portafogli della clientela, di offrire servizi di allocazione del risparmio più qualificati e di garantire conformità sostanziale alle disposizioni regolamentari.

Allo stesso tempo una politica di sviluppo del risparmio finanziario globale, non dunque limitata alle sole componenti di raccolta diretta, consente di ampliare il bacino potenziale di risorse disponibili per l'espansione dell'in-

tervento creditizio. Restando nella dimensione dei "sistemi bancari regionali", un basso rapporto tra risparmio complessivamente intermediato dalle banche e impieghi erogati all'interno del "sistema regione" può infatti limitare a lungo termine il potenziale di sviluppo del credito (figura 12).

Fig. 12 - Incidenza % del risparmio finanziario sugli impieghi a livello regionale - 2009



Fonte: Elaborazioni Banca Marche su informazioni contenute nella pubblicazione "Economie Regionali" delle singole regioni italiane – Banca d'Italia – Giugno 2010.

Nuovamente il posizionamento dei "sistemi bancari regionali" suggerisce valutazioni sul posizionamento dei singoli intermediari bancari più o meno favorevole, ancora una volta da incrociare con la dimensione d'impresa e con la capacità di orientare le politiche di raccolta su mercati più ampi e omogenei di quanto mediamente non siano i mercati del credito, ancora fortemente connotati su base locale.

Quindi la sfida per le banche sul *funding interno* è globale perché non limitata alla sola raccolta diretta, complicata dal fatto di richiedere, alle dimensioni minori d'impresa, di ampliare il raggio di operatività a mercati più ampi e geograficamente lontani, coniugando vincoli di liquidità operativa e strutturale con la capacità di fornire servizi di qualità alla propria clientela sotto forma di consulenza finanziaria secondo i parametri della disciplina MIFID.

Con riferimento al regime normativo riservato ad alcuni strumenti di raccolta delle banche, merita di essere esaminato il caso dei certificati di deposito [15].

I certificati di deposito pur nella diversità di trattamento tra normativa primaria e secondaria, sono da annoverare tra gli "strumenti finanziari", e come tali soggetti alla disciplina CONSOB. Infatti la normativa primaria (TUF e TUB) classifica i certificati di deposito tra gli strumenti del mercato monetario e, conseguentemente, tra gli "strumenti finanziari", sebbene la normativa secondaria [16] evidenzi che i certificati di deposito individuali non negoziati nel mercato monetario non siano "strumenti finanziari".

Quindi la normativa primaria (e l'interpretazione della stessa fornita dalla Consob) considera "strumenti finanziari" tutte le tipologie di certificati di deposito, senza introdurre alcuna distinzione all'interno di tale categoria (unitaria).

L'esclusione dal novero degli "strumenti finanziari" di particolari tipologie certificati di deposito consistenti in titoli individuali che non vengono negoziati nel mercato monetario effettuata da Banca d'Italia, crea un contrasto tra normativa primaria e secondaria, contrasto che non può che risolversi a vantaggio della prima.

---

15 Per i buoni fruttiferi possono essere svolte considerazioni analoghe, rappresentando a tutti gli effetti depositi bancari vincolati.

16 Nello specifico le disposizioni della Banca d'Italia in materia di "Trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari" del 29 luglio 2009, e le risposte alle FAQ sul provvedimento, pubblicate da Banca d'Italia il 27 luglio 2010.

A ben vedere è tuttavia comprensibile la ratio che ha mosso Banca d'Italia nella sua presa di posizione: certificati di deposito consistenti in titoli individuali che non vengono negoziati in un mercato caratterizzato da continuità negli scambi ed impersonalità nelle contrattazioni (tanto quelli al portatore quanto quelli nominativi), appaiono di fatto maggiormente assimilabili a depositi bancari vincolati piuttosto che a un investimento di natura finanziaria.

Ciò è tanto vero per i certificati di deposito nominativi (ovviamente sempre titoli individuali) che gli stessi risultano coperti dal Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi proprio in considerazione del fatto che si tratta di "operazioni di raccolta, assimilabili ai depositi con obbligo di restituzione" [17].

Considerato inoltre che ai certificati di deposito è applicata la stessa aliquota fiscale (27%) prevista per i depositi e conti correnti anziché quella del 12,5% prevista per gli strumenti finanziari, appare rimarcata la suddetta vicinanza "di fatto" alla natura di depositi bancari dei certificati di deposito.

Emettendo dunque certificati di deposito individuali non negoziati nel mercato monetario, le banche si trovano costrette ad annoverare tra gli "strumenti finanziari prodotti" che, in concreto, sono assimilabili ai depositi vincolati (così regolati, peraltro, anche dal punto di vista fiscale), proprio in una fase congiunturale e in prossimità di cambiamenti regolamentari in cui sarebbe opportuno rendere più flessibile l'attività di *funding interno* con innovazioni di prodotto agevolate da un quadro fiscale più favorevole.

5. Lineamenti per una strategia possibile del *funding interno*

La situazione di crisi, accompagnata da tassi di interesse particolarmente bassi, ripropone il *funding interno* al centro della gestione bancaria. La sostenibilità di sbilanci di impiego sulla raccolta viene negata sia dalla difficoltà di accesso ai mercati di finanziamento all'ingrosso sia dai prezzi che vi vengono praticati; in prospettiva tale sostenibilità viene ulteriormente

17 Relazione del segretario generale del Fondo Interbancario di tutela dei Depositi del 3 aprile 2006.

ridotta dall'interagire di nuove regole, in particolare da quelle a presidio del rischio di liquidità e della qualità dei servizi di investimento offerti al risparmiatore.

Una strategia possibile per sostenere politiche di approvvigionamento sul mercato interno non potrà prescindere da una crescita organica di tutta la raccolta, avendo particolare attenzione a recuperare terreno sul fronte della indiretta; ciò potrà avvenire integrando l'offerta di prodotti bancari con quella dei servizi di investimento mediante l'esercizio di una appropriata consulenza alla clientela.

Lo sviluppo dei volumi di raccolta complessiva conferisce infatti gradi di libertà alla gestione del passivo e alla capacità di calibrare nel medio termine l'intervento creditizio.

Le caratteristiche territoriali dei sistemi bancari regionali inducono a ripensare l'attività di *funding interno* su mercati più ampi anche per le banche di dimensione minore. Logiche di distribuzione alternative alle forme più tradizionali, con il ricorso a canali *on line*, o una più spinta specializzazione delle filiali in ottica di raccolta dovranno accompagnarsi ad una offerta di prodotto che valorizzi forme di raccolta diretta stabile, poco concentrata su controparti volatili e con durate tendenzialmente maggiori.

I costi del *funding interno* sono aumentati; una parte dell'aumento di costo potrà essere riassorbita nel futuro da un aumento dei tassi di interesse, una parte, legata al costo del debito non garantito sotto forma di obbligazioni *retail*, resterà come incremento durevole. La pressione esercitata sui margini dell'attività caratteristica richiederanno crescenti risorse e capacità per compensare gli effetti negativi con adeguate politiche di gestione del rischio di tasso di interesse e di liquidità.

È auspicabile che, a fronte del crescente impegno richiesto alle banche per governare il *funding interno*, si definisca un quadro di operatività più favorevole sotto il profilo fiscale per incentivare strumenti di raccolta più adeguati al nuovo scenario regolamentare ed operativo, consentendo migliori combinazioni tra durate e rendimenti nell'ambito della raccolta effettuata con depositi vincolati.

Dott. Gregorio De Felice
Chief Economist di Intesa Sanpaolo S.p.A.

Il *funding* sul mercato internazionale

1. I temi principali

La crisi finanziaria, le numerose fasi di turbolenza che si sono susseguite e le più recenti tensioni sul mercato del debito sovrano hanno avuto un forte impatto sulle modalità di accesso delle banche alle fonti di approvvigionamento all'ingrosso. Ne hanno risentito soprattutto le condizioni di collocamento sui mercati internazionali, influenzate da una maggiore avversione al rischio da parte degli investitori istituzionali e da differenti condizioni di contesto esterno.

Dopo che, all'inizio della crisi, l'attenzione era tutta orientata al rischio di un razionamento del credito all'economia, la riduzione del grado di indebitamento complessivo del sistema privato e il parallelo incremento del debito pubblico hanno finito per modificare il pendolo delle criticità nella gestione bancaria. Il fenomeno del *releveraging* dei conti pubblici è risultato circoscritto ai paesi avanzati, ma ha avuto dimensioni così consistenti da determinare un incremento del rapporto tra debito pubblico e prodotto interno lordo dal 78% del 2007 al 113,5%, stimato per il 2013 dal Fondo Monetario Internazionale. Il sistema bancario ha subito la conseguente immissione di carta di debito sui mercati internazionali trovandosi in condizioni di maggior concorrenza sia con i principali governi sia con numerosi emittenti privati.

Il clima di maggiore avversione al rischio e gli interventi pubblici di sostegno alle banche in difficoltà hanno, inoltre, determinato una minor disponibilità da parte degli stessi intermediari a finanziare emissioni di altri istituti di credito. Ne è derivata una sorta di protezionismo finanziario che ha rappresentato un'inattesa battuta di arresto rispetto ai processi di integrazione tra i mercati dei capitali.

Senza alcuna pretesa di completezza, il presente contributo intende fornire alcune osservazioni su una tematica particolarmente complessa nell'attuale fase di mercato. Una serie di evidenze mostra l'esistenza di significative criticità nel *funding* sui mercati internazionali. È questa una circostanza che può sembrare paradossale in presenza delle abbondanti condizioni di liquidità immesse nel sistema da parte delle principali banche centrali. Il punto è però che all'incremento dell'offerta di liquidità è seguito un cospicuo aumento della domanda di fondi da parte di tutti i maggiori soggetti economici, pubblici e privati.

Le criticità riscontrate riguardano sia le quantità disponibili, per l'affollamento di emittenti registrato sui mercati internazionali, sia il costo, influenzato negativamente da diversi fattori, tra cui il deterioramento del merito di credito degli emittenti pubblici e le incertezze nelle regole di *governance* europea. È ritornato di attualità il concetto di *crowding-out* che sembrava ormai desueto alla luce della minor presenza dello stato nell'economia, osservato a partire dagli anni Novanta.

In un quadro certamente più complesso, il caso delle banche italiane presenta alcune peculiarità. Il nostro sistema bancario ha avuto il vantaggio, nel confronto internazionale, di fronteggiare le difficoltà di *funding* sul mercato internazionale attraverso un ampio ricorso alla raccolta domestica, che si è dimostrata ancora una volta un grande punto di forza dei nostri istituti di credito. In uno scenario di rialzo dei tassi di interesse, la compensazione del *funding* internazionale tramite la raccolta *retail* potrebbe tuttavia risultare meno immediata. La soluzione va quindi ricercata in un processo di ottimizzazione e ampia diversificazione della raccolta anche attraverso strumenti di smobilizzazione dell'attivo, come i *covered bond* e le cartolarizzazioni. I primi registrano già una dinamica particolarmente vivace e ottengono un forte interesse da parte degli investitori. Per le seconde, ci si attende una ripresa in linea con la minor avversione al rischio prevista per i prossimi mesi e il ritorno a condizioni di normalità sui mercati del debito.

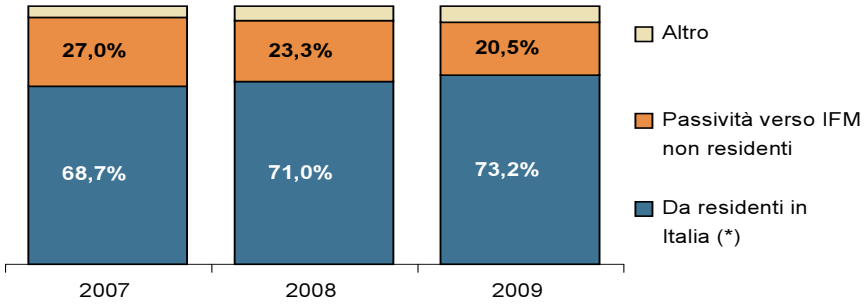
2. Evoluzione del *funding* internazionale delle banche italiane

Le banche italiane hanno subito in soli due anni un ridimensionamento di oltre 6 punti percentuali delle passività verso intermediari esteri (dal 27% al 20,5% della raccolta al netto delle passività verso Istituzioni Finanziarie Monetarie - IFM residenti). La crisi finanziaria ha spinto gli investitori ad acquistare più che in passato titoli di operatori dello stesso paese di origine. Il clima di diffidenza di cui, per alcuni lunghi mesi, si è avuta ampia testimonianza sul mercato interbancario ha finito quindi per creare distorsioni nei processi di allocazione degli investimenti.

Le banche italiane hanno potuto compensare una simile tendenza con un maggior ricorso all'apporto della raccolta al dettaglio, passata in soli due anni dal 68,7% di fine 2007 al 73,2% del 2009 in termini di totale della raccolta da clientela ordinaria residente e da non residenti (escluse le IFM residenti). È diminuito soprattutto il contributo dei depositi interbancari (dal 18,7% al 16,4%).

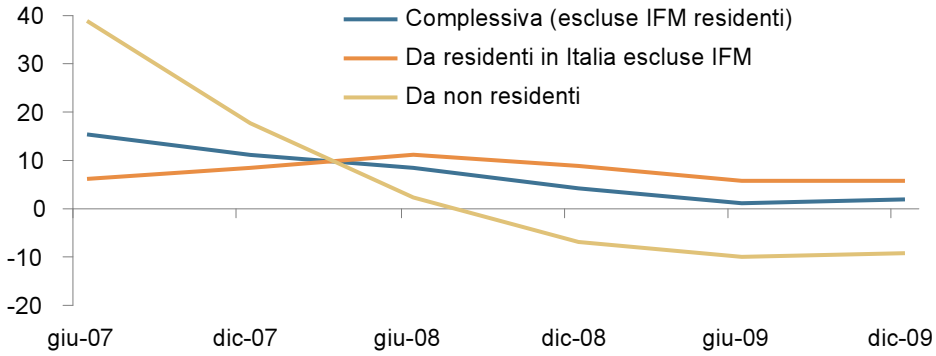
Si è trattato peraltro di un fenomeno diffuso a tutta l'Europa, come dimostra la crescita del peso della raccolta al dettaglio salita anche nel complesso dell'area euro dal 58% del 2007 a quasi il 61% del 2009.

Fig. 1 - Composizione della raccolta delle banche italiane tra residenti e non residenti
(% su raccolta totale escluse passività vs. IFM residenti)



(*) Esclusi depositi di società finanziarie.
Fonte: Intesa Sanpaolo su dati Banca d'Italia.

Fig. 2 - Dinamica della raccolta delle banche italiane da residenti e non residenti (var. % a/a)

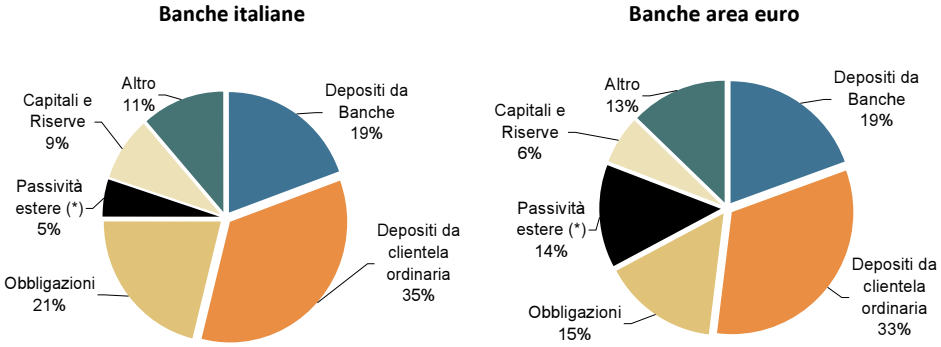


Fonte: Banca d'Italia.

Per le banche italiane, in termini quantitativi il calo della raccolta da IFM non residenti ammonta a circa 100 miliardi di euro in appena due anni, di cui 45 nel 2008 e quasi 60 nel 2009. In termini percentuali, dopo la forte espansione pre-crisi che aveva visto tassi di crescita superiori al 30%, il tasso di variazione della raccolta sull'estero è stato pari al -9% a/a a fine 2009.

Il ricorso alle obbligazioni è rilevante per le banche italiane e in notevole crescita nell'arco dell'ultimo decennio, essendo cresciuto dal 16,5% del totale delle passività passivo di fine 1999 a oltre il 20% nel biennio 2009-10. L'importanza delle obbligazioni come forma di raccolta è superiore per le banche italiane alla media delle banche dell'area euro (15% a fine 2010), dove è rimasta pressoché costante nel decennio (media del 16%).

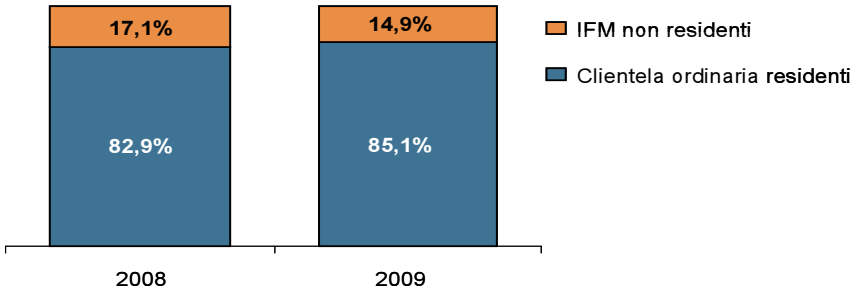
Fig. 3 - Composizione del passivo nel 2010 (controparti residenti nell'area euro)



(*) Residenti al di fuori dell'area euro. *Fonte:* Intesa Sanpaolo su dati BCE.

In particolare, durante la crisi, il collocamento di obbligazioni sul mercato *retail* domestico ha rappresentato una leva fondamentale per le banche italiane per sopperire alle difficoltà sul mercato istituzionale internazionale. Di conseguenza, posto uguale a 100, lo stock di obbligazioni delle banche italiane (escluse quelle in portafoglio di altre banche italiane), i titoli collocati presso IFM non residenti si sono ridotti dal 17% del 2008 al 15% del 2009.

Fig. 4 - Composizione % dello stock di obbligazioni (*) delle banche italiane tra residenti e non residenti

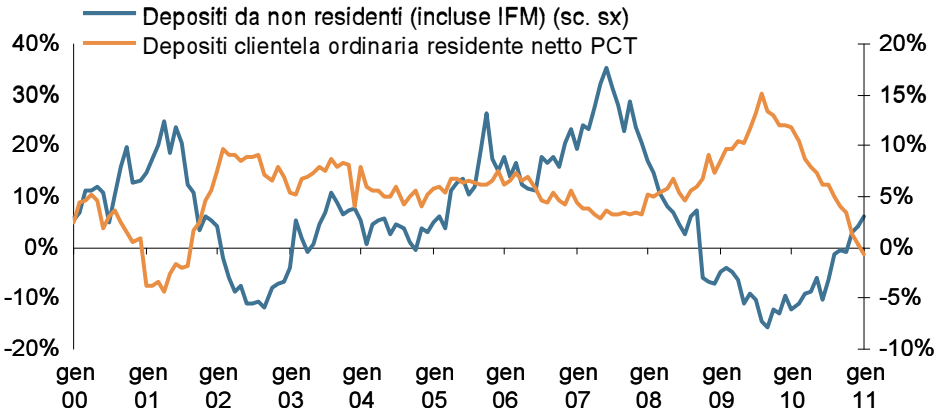


(*) Escluse le obbligazioni in portafoglio di IFM italiane.
Fonte: Intesa Sanpaolo su dati Banca d'Italia.

Anche per quanto riguarda il trend di medio periodo del *funding* realizzato tramite depositi dall'estero, la crisi finanziaria ha rappresentato un punto di rottura.

Si è, infatti, interrotto un ciclo di espansione dei depositi dall'estero che, avviatosi nel 2003, si è intensificato negli anni dal 2005 al 2007. Da metà 2007, i depositi da non residenti (inclusi quelli da IFM) hanno cominciato a rallentare e nel corso del 2008 hanno iniziato a ridursi. Specularmente, si è avviata un'accelerazione dei depositi da clientela domestica.

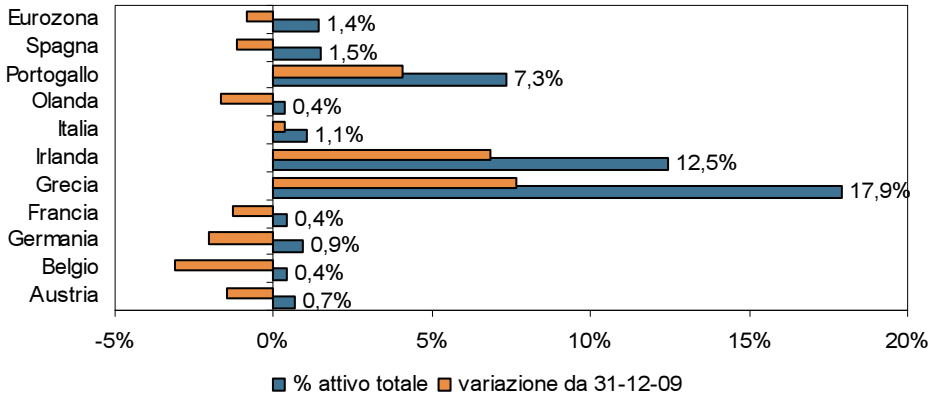
Fig. 5 - Dinamica dei depositi delle banche italiane, da residenti in Italia e non residenti (var. % a/a)



Fonte: Intesa Sanpaolo su dati Banca d'Italia.

Nonostante il contesto meno favorevole del *funding* internazionale, il ricorso al finanziamento presso la BCE è sempre stato limitato per le banche italiane, pari soltanto all'1,1% dell'attivo del sistema bancario a dicembre 2010. Diversamente, il ricorso alle operazioni di mercato aperto come fonte di stabile finanziamento è risultato elevato per alcuni sistemi bancari europei, con punte per Grecia, Irlanda e Portogallo.

Fig. 6 - Passività vs. l'Eurosistema (% attivo totale)



Dati relativi a febbraio 2011. I dati relativi all'Irlanda non includono il prestito eccezionale dalla Banca Centrale Irlandese.

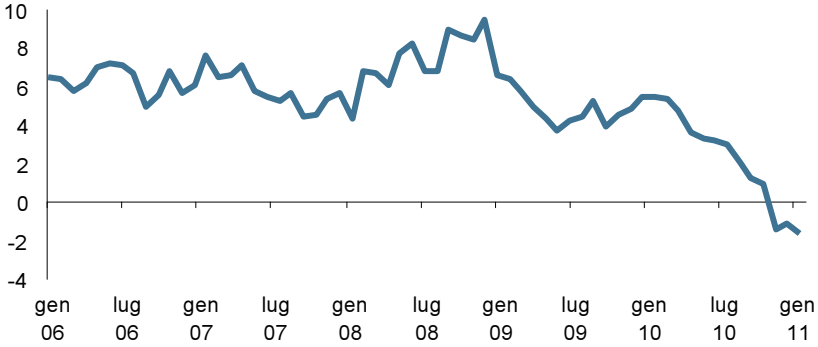
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, da varie fonti (BCE e Banche Centrali Nazionali).

3. Raccolta in fase di indebolimento dal 2010

Come accennato in premessa, a partire dall'avvio della crisi finanziaria nel 2007 le banche italiane hanno saputo fronteggiare le difficoltà del *funding* internazionale attraverso il ricorso all'ampio bacino della raccolta domestica *retail*. Nel corso del 2010, tuttavia, la raccolta da clientela ha subito un significativo indebolimento, causato dal progressivo rallentamento della dinamica dei conti correnti e delle obbligazioni, diventata negativa a fine 2010 - inizio 2011. Questo indebolimento rappresenta un aspetto di attenzione per il sistema italiano in un contesto che, nell'ambito più ampio del settore bancario europeo, appare generalmente difficile per la raccolta.

Più in dettaglio, i depositi delle banche italiane sono risultati in calo dell'1,7% a/a a gennaio 2011, secondo la serie del tasso di variazione corretto da Banca d'Italia, escludendo i depositi connessi con cartolarizzazioni e altre cessioni di crediti e le operazioni con controparti centrali.

Fig. 7 - Depositi bancari da residenti in Italia. Var. % a/a corrette (*) per controparti centrali

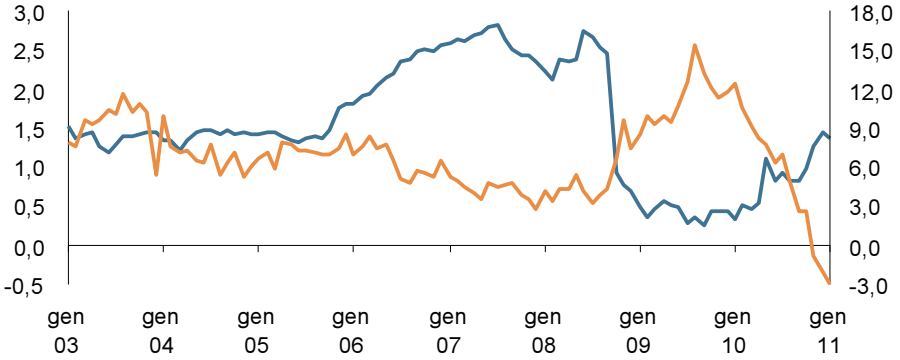


(*) Escluse le controparti centrali e i depositi connessi con le cartolarizzazioni. I tassi di variazione sono corretti per tenere conto di fluttuazioni del cambio, aggiustamenti di valore e riclassificazioni statistiche.

Fonte: Banca d'Italia.

Un simile andamento potrebbe essere motivato dalla ripresa della diversificazione degli investimenti da parte dei risparmiatori in un contesto di tassi di interesse in progressivo aumento. Dopo una lunga fase di tassi ai minimi che ha favorito le giacenze in conto corrente, l'aumento del costo opportunità di detenere liquidità in conto potrebbe giustificare lo spostamento dei risparmiatori verso gli investimenti in titoli di Stato. Negli ultimi anni si è osservata, infatti, una correlazione negativa tra l'andamento dei conti correnti e quello del differenziale tra tasso medio sui BOT in emissione e tasso sui conti correnti di deposito (che misura il costo opportunità di detenere attività liquide). Nei mesi più recenti tale differenziale si è progressivamente ampliato fino a 1,4 punti percentuali circa a dicembre 2010 - gennaio 2011. In precedenza, da inizio 2009 ad aprile 2010 il costo opportunità è stato in media poco superiore a 0,4 punti. All'allargarsi del differenziale nel corso del 2010 si è osservato un sensibile rallentamento dei conti correnti di deposito, fino alla contrazione del 3% a gennaio 2011. Tale evidenza appare coerente con la ripresa dei titoli in deposito delle famiglie.

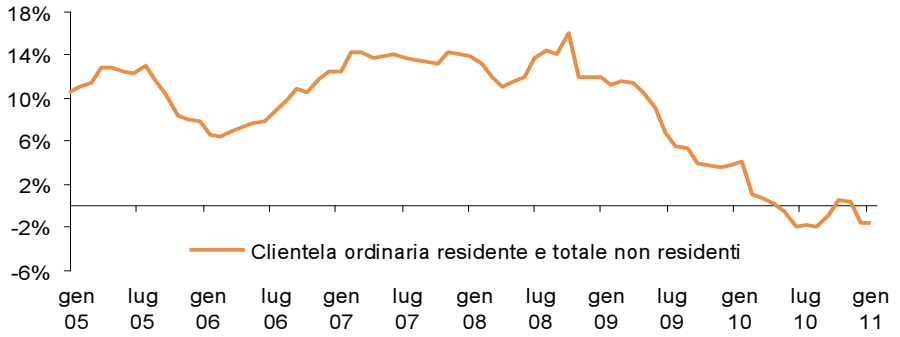
Fig. 8 - Andamento dei conti correnti (var. % a/a) in relazione al costo opportunità



Fonte: Intesa Sanpaolo su dati Banca d'Italia.

L'indebolimento dei conti correnti si è accompagnato a quello delle obbligazioni che, dopo uno sviluppo a due cifre sino a primavera 2009 (per l'aggregato che esclude le obbligazioni in portafoglio di IFM italiane), hanno registrato un rapido rallentamento, arrivando a una stagnazione, in media, nel 2010. Ad inizio 2011 è proseguita la debolezza, con un calo dell'1,5% a/a a gennaio.

Fig. 9 - Obbligazioni delle banche italiane (var. % a/a) (*)

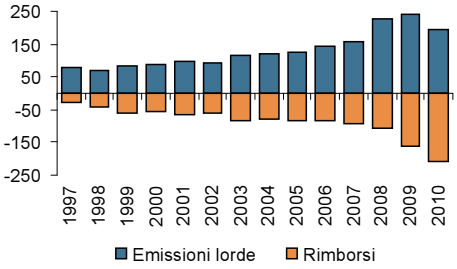


(*) Escluse obbligazioni in portafoglio di IFM residenti.
Fonte: Intesa Sanpaolo su dati Banca d'Italia.

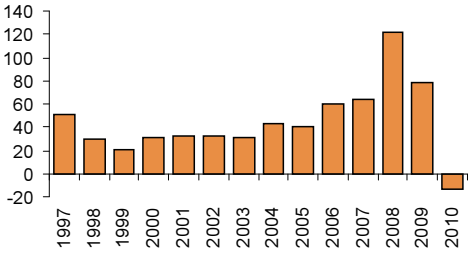
Anche i dati sui flussi di obbligazioni testimoniano un quadro di debolezza. Il 2010, infatti, per la prima volta nella storia recente, ha visto emissioni nette negative da parte delle banche italiane. A fronte di rimborsi annui per 209 miliardi, le emissioni lorde di obbligazioni bancarie sono state pari a 196 miliardi, in calo del 18% sul volume collocato l'anno precedente. Le emissioni nette sono state quindi negative per oltre 13 miliardi. Va però osservato che le emissioni nette erano state ampiamente positive nel biennio precedente, con un massimo di oltre 120 miliardi nel 2008. Inoltre, le emissioni lorde del 2010 sono state comunque tra le più elevate degli ultimi anni.

Fig. 10

Emissioni lorde annue e rimborsi di obbligazioni di banche italiane (miliardi di euro)



Emissioni nette di obbligazioni di banche italiane (miliardi di euro)



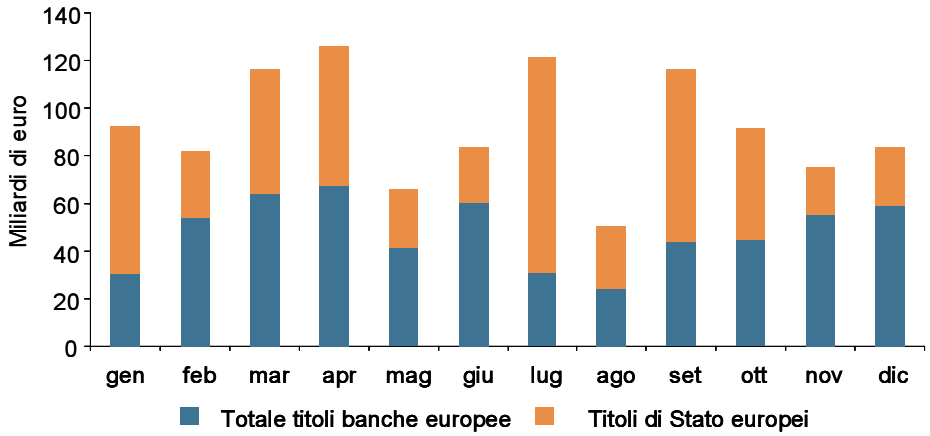
Fonte: Intesa Sanpaolo su dati Banca d'Italia.

4. Impatto del rischio sovrano sul *funding* delle banche

Gli andamenti sinora descritti si inquadrano in un contesto di mercato generalmente difficile per le emissioni di obbligazioni bancarie. A livello di sistema bancario europeo e in particolare di alcuni singoli mercati persiste un'elevata influenza del contesto del debito sovrano sulle condizioni di mercato del *funding* delle banche. La maggiore percezione del rischio sul debito sovrano si trasferisce alle condizioni di costo di raccolta bancaria.

Nel 2011, inoltre, è in scadenza un notevole ammontare di titoli di emittenti europei. Si raggiunge la cifra record di 1.100 miliardi tra sovrani e bancari, con quest'ultimi pari a più della metà del totale (575 miliardi). Guardando al profilo infra-annuale delle scadenze, il maggior affollamento sul mercato si osserva nei mesi di marzo-aprile, luglio e settembre, con il rischio di un possibile *crowding-out* delle banche da parte degli emittenti sovrani e di un effetto incrementale sul costo del *funding*: l'affollamento di emittenti potrebbe, infatti, accrescere ulteriormente il costo del rinnovo dei titoli bancari in scadenza, già sospinto su livelli elevati dalla crisi del debito sovrano.

Fig. 11 - Scadenze mensili di titoli di emittenti sovrani e bancari europei nel 2011

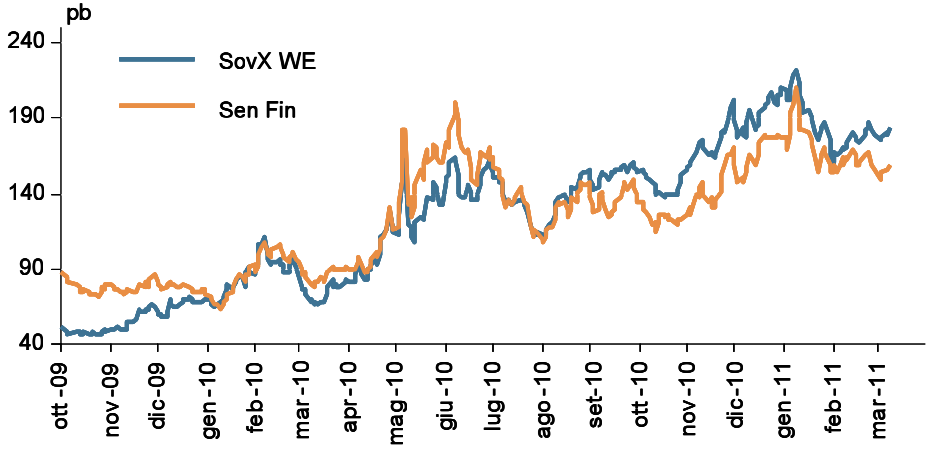


Fonte: Crédit Agricole - CIB e Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg.

Il panorama del mercato del *funding* internazionale è profondamente cambiato dopo la crisi greca, soprattutto per gli emittenti sud-europei. I timori di consolidamento del debito di emittenti sovrani periferici si sono riflessi sul costo della protezione e l'accesso al *funding* estero si è fatto più difficile per le banche. Un'importante eccezione a questa tendenza è rappresentata dai cosiddetti "*national champion*" che mantengono una migliore capaci-

tà di raccolta presso gli investitori istituzionali benché a costi più elevati che in passato, a parità di *rating*. Il costo della protezione dal rischio del settore bancario è, infatti, strettamente correlato al costo della protezione verso il rischio sovrano, come dimostra l'andamento degli indici dei CDS dei maggiori paesi europei e delle principali istituzioni finanziarie.

Fig. 12 - Indici dei CDS dei maggiori paesi europei e delle principali istituzioni finanziarie iTraxx Sovereign WE e Senior Financials



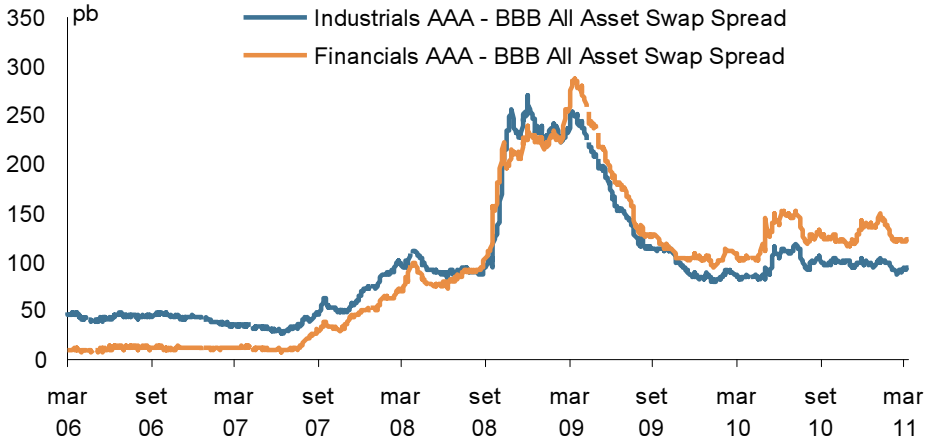
Fonte: Bloomberg.

La crisi europea del debito ha allargato anche il premio al rischio sull'Italia. Di conseguenza, il rischio paese ha penalizzato significativamente le banche italiane, sebbene esse si siano dimostrate più solide di molte concorrenti europee a fronte della crisi finanziaria e non abbiano avuto particolari necessità di supporto da parte delle finanze pubbliche.

A causa del più elevato rischio paese dell'Italia, le banche italiane di più elevato standing, nella provvista sui mercati all'ingrosso, nei primi mesi del 2011 pagavano circa 70pb più di quelle tedesche e delle francesi sul debito senior, a parità di *rating*. Questo differenziale era inferiore a 10pb prima della crisi finanziaria, addirittura negativo in alcuni periodi durante la crisi.

Inoltre, le banche continuano a pagare più degli emittenti industriali. Con la crisi finanziaria, il differenziale tra lo spread sul debito dagli emittenti industriali si è dapprima annullato rispetto a quello pagato dagli emittenti finanziari e poi è diventato addirittura negativo. Lo svantaggio dei titoli finanziari si è ulteriormente ampliato negli ultimi mesi.

Fig. 13 - Indice degli Spread degli emittenti finanziari a confronto con quello delle imprese industriali



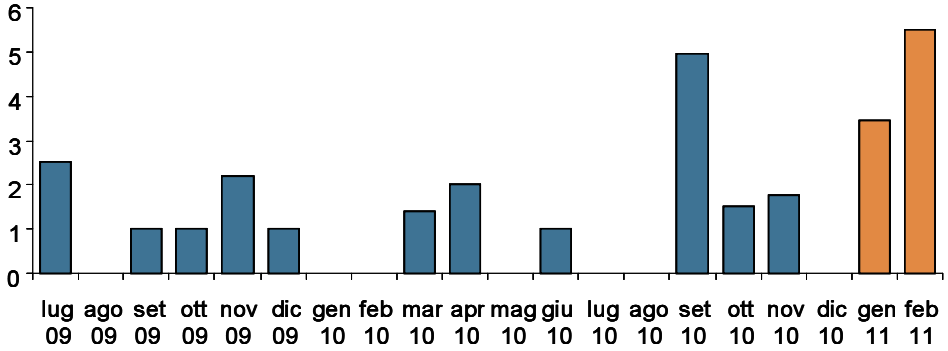
Fonte: JP Morgan.

5. Le alternative di *funding*: *covered bond* e cartolarizzazioni

A fronte dell'aumento del rischio legato alle crisi del debito sovrano si è affermato l'interesse per gli strumenti *secured*. Si è assistito, in particolare, all'espansione del mercato dei *covered bond* che a fine 2009 ammontava a livello globale a 2.400 miliardi in termini di consistenze. Il crescente ricorso al *funding* tramite *covered bond* ha incontrato il favore degli investitori, in un contesto di avversione al rischio: nelle prime 10 settimane del 2011, sono stati emessi 80 miliardi di *jumbo covered bond* a livello globale. Sulla scia del momento favorevole per questi strumenti, dalla seconda metà del

2010 anche le emissioni da parte di banche italiane hanno ricevuto notevole impulso, dopo un avvio incerto dell'attività nel 2009. I primi due mesi del 2011 sono stati particolarmente favorevoli tanto che le emissioni di banche italiane sono risultate pari a quasi 9 miliardi di titoli, rispetto ai 12,6 miliardi dell'intero 2010.

Fig. 14 - Emissioni mensili di *covered bond* da parte di emittenti italiani (miliardi di euro)

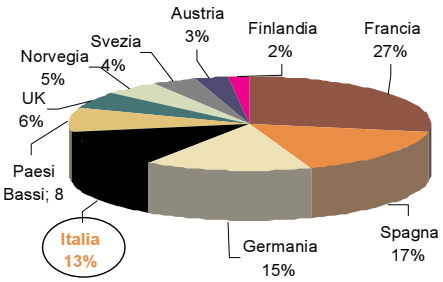


Fonte: Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg.

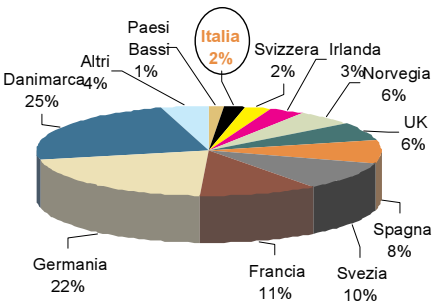
Considerando le emissioni globali di *jumbo covered bond* effettuate nei primi mesi del 2011, i titoli di banche italiane rappresentano il 13% del totale, un peso superiore a quello calcolato in termini di totale mercato su dati del 2009 (1% delle consistenze 2009 e 2% delle emissioni 2009). Ciò testimonia la fase di sviluppo attraversata dal mercato italiano, che risulta ancora relativamente piccolo nel confronto internazionale. A fine 2009, la consistenza del mercato italiano era pari ad appena 23 miliardi, marginale rispetto ai 290 miliardi di quello francese, i 350 dello spagnolo, per non parlare dei 720 miliardi circa del mercato tedesco. Sempre nel 2009, i 10,5 miliardi di emissioni annue italiane si confrontavano con i 44 miliardi della Spagna, i 59 della Francia, i 110 della Germania.

Fig. 15

Emissioni globali di *jumbo covered bond* da inizio 2011 per Paese (% sul totale)



Emissioni di *covered bond* nel 2009 per Paese (% sul totale)



Fonte: S&P's su dati Landesbank Baden-Wurttemberg.
Fonte: European Covered Bond Council.

Ancor più significativa è l'osservazione del peso dei *covered bond* sul bilancio delle banche, che conferma come il *funding* tramite questi strumenti sia ancora poco sviluppato in Italia relativamente al resto d'Europa. Da un'analisi effettuata da Fitch Ratings su 120 emittenti di 18 Paesi [18], emerge che gli emittenti italiani fanno un uso molto contenuto dei *covered bond*, inferiore al 5% del loro bilancio in aggregato. Per gli emittenti spagnoli e francesi, tale quota è pari al 15% circa. Tutti i sette emittenti italiani considerati nell'analisi di Fitch ne fanno un utilizzo inferiore al 10% del totale delle loro passività e del patrimonio netto. Il ricorso ai *covered bond* è mediamente più elevato in Europa, dove un terzo degli emittenti li usa per il 10-20% del loro bilancio.

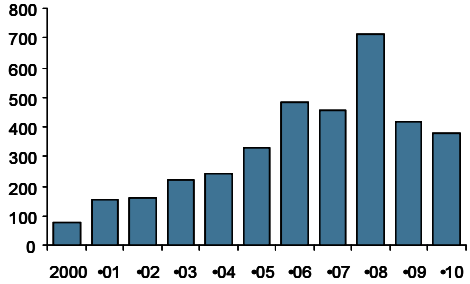
L'affermazione del *funding* tramite *covered bond* va letta anche alla luce delle difficoltà che continua ad attraversare il mercato delle cartolarizzazioni, la cui intonazione è rimasta debole anche nel 2010, con volumi in calo

18 Fitch Ratings, "Banks' use of covered bond funding on the rise", 10 March 2011.

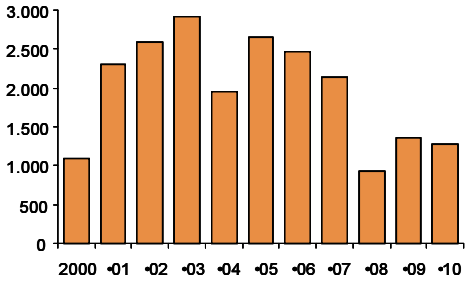
rispetto al 2009. In Europa, le emissioni di cartolarizzazioni sono state pari a 380 miliardi di euro nel 2010, inferiori dell'8,2% al 2009. Qualche segno di miglioramento si è avuto in Europa in termini qualitativi, con l'aumento delle operazioni collocate sul mercato e la riduzione delle auto-cartolarizzazioni. Anche negli Stati Uniti il volume di emissioni è risultato inferiore all'anno precedente (-6%, pari a quasi 1280 miliardi di euro) e ancora ben lontano dai volumi pre-crisi.

Fig. 16

Emissioni di cartolarizzazioni in Europa
(volumi annui in miliardi di euro)



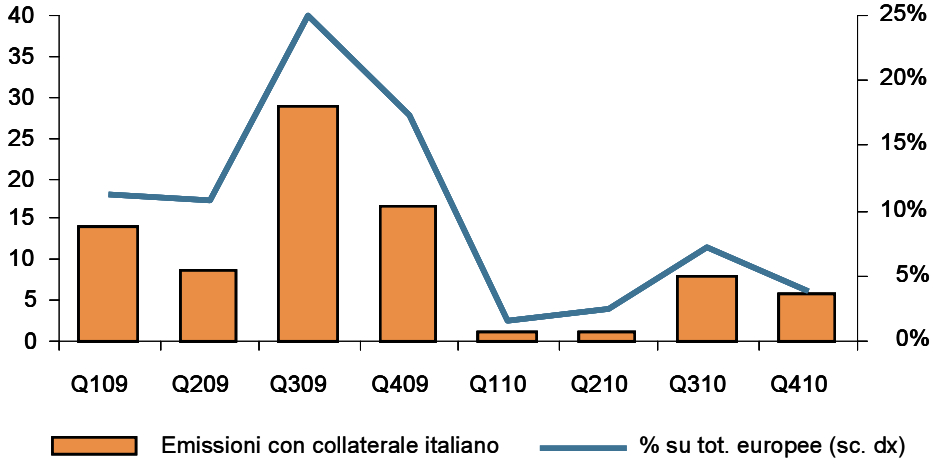
Emissioni di cartolarizzazioni negli USA
(volumi annui in miliardi di euro)



Fonte: AFME/ESF.

Sul mercato italiano, i volumi di nuove cartolarizzazioni sono stati molto modesti, pari a soli 16 miliardi, rispetto ai 68 del 2009, equivalenti soltanto al 4,3% delle emissioni europee (11,6% nel 2009). Questo volume appare inferiore al potenziale se si considera la consistenza significativa del nostro mercato in termini di consistenze. La ridotta operatività del 2010 si confronta, infatti, con un ammontare in circolazione che supera i 200 miliardi (214 a fine 2010), pari a oltre il 10% del mercato europeo.

Fig. 17 - Nuove cartolarizzazioni con collaterale italiano (volumi trimestrali in miliardi di euro)



Fonte: AFME/ESF, elaborazioni Intesa Sanpaolo Studi e Ricerche.

6. Conclusioni

Le condizioni di approvvigionamento dei fondi continueranno a ricevere grande attenzione da parte delle banche nei prossimi anni. I principali elementi che influenzeranno le modalità di accesso al mercato da parte degli intermediari riguarderanno i seguenti aspetti:

- le elevate scadenze di titoli bancari e sovrani nel 2011 e negli anni successivi, con il rischio di fenomeni di spiazzamento degli emittenti bancari da parte di quelli sovrani. Il sovraffollamento non dovrebbe tuttavia rappresentare un problema per i cosiddetti "national champion", che mantengono una superiore capacità di accesso al mercato istituzionale internazionale;
- l'evoluzione della crisi del debito sovrano in Europa continuerà a condizionare l'andamento degli *spread* rispetto ai Bund tedeschi, esercitando condizioni di accesso al credito meno favorevoli per le banche italiane nei confronti di banche di paesi europei *core*, a parità di *rating*;

- di conseguenza, permarranno condizioni di raccolta relativamente meno vantaggiose per le banche italiane sui mercati internazionali;
- l'avversione al rischio e la maggiore selettività da parte degli investitori;
- l'incertezza normativa, in particolare sui titoli di capitale e sui meccanismi di *bail-in*;
- la revisione dei criteri di *rating* da parte delle agenzie, con il ripensamento sul ruolo del supporto esterno – alla luce della possibile introduzione di meccanismi di risoluzione delle crisi bancarie – e la riduzione dei *rating* degli strumenti subordinati laddove si riduce il supporto sistemico.

Queste criticità si innestano in un quadro dalle prospettive incerte. Ad influenzare l'attività di *funding* delle banche nel prossimo futuro saranno in particolare:

- il proseguimento della normalizzazione dei tassi monetari e della gestione della liquidità - e la svolta già avviata nei tassi di politica monetaria da parte di diversi paesi (fatta eccezione per gli Stati Uniti);
- la selezione degli emittenti da parte degli investitori, che darà origine ad un contesto segmentato - con il permanere di una preferenza per i "national champion" e corrispondenti difficoltà di accesso al mercato istituzionale per emittenti di minor dimensione;
- l'uso crescente dei *covered bond*, favoriti dalla doppia garanzia e dagli incentivi regolamentari per i detentori;
- l'attesa ripresa dell'attività di cartolarizzazione.

La diversificazione del *funding* mediante l'accesso alla pluralità di strumenti e mercati disponibili sarà comunque una strada obbligata per gli intermediari, più difficile per gli emittenti di piccole dimensioni, più agevole per i "national champion".

ADERENTI ALLA ASSOCIAZIONE
PER LO SVILUPPO DEGLI STUDI DI BANCA E DI BORSA

Alba Leasing S.p.A.
Allianz Bank Financial Advisors, S.p.A.
Anima SGR S.p.A.
Asset Banca S.p.A.
Associazione Nazionale per le Banche Popolari
Banca Agricola Commerciale della Repubblica di San Marino
Banca Agricola Popolare di Ragusa
Banca Aletti & C. S.p.A.
Banca di Bologna
Banca della Campania S.p.A.
Banca Carige S.p.A.
Banca Carime S.p.A.
Banca Cassa di Risparmio di Asti S.p.A.
Banca CR Firenze S.p.A.
Banca Fideuram S.p.A.
Banca del Fucino
Banca di Imola S.p.A.
Banca per il Leasing - Italease S.p.A.
Banca di Legnano S.p.A.
Banca delle Marche S.p.A.
Banca Mediolanum S.p.A.
Banca del Monte di Parma S.p.A.
Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A.
Banca Nazionale del Lavoro S.p.A.
Banca della Nuova Terra S.p.A.
Banca di Piacenza
Banca del Piemonte S.p.A.
Banca Popolare dell'Alto Adige
Banca Popolare di Ancona S.p.A.
Banca Popolare di Bari
Banca Popolare di Bergamo S.p.A.
Banca Popolare di Cividale
Banca Popolare Commercio e Industria S.p.A.
Banca Popolare dell'Emilia Romagna
Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio
Banca Popolare di Lodi S.p.A.
Banca Popolare di Marostica
Banca Popolare del Mezzogiorno S.p.A.
Banca Popolare di Milano
Banca Popolare di Novara S.p.A.
Banca Popolare di Puglia e Basilicata
Banca Popolare Pugliese
Banca Popolare di Ravenna S.p.A.
Banca Popolare di Sondrio
Banca Popolare di Spoleto S.p.A.
Banca Popolare Valconca
Banca Popolare di Verona - S. Geminiano e S. Prospero S.p.A.
Banca Popolare di Vicenza
Banca Regionale Europea S.p.A.
Banca di San Marino
Banca di Sassari S.p.A.
Banca Sella S.p.A.
Banca del Sud S.p.A.
Banco di Brescia S.p.A.
Banco di Desio e della Brianza
Banco Popolare Scpa
Banco di San Giorgio S.p.A.
Banco di Sardegna S.p.A.
Barclays Bank Plc
Carichieti S.p.A.
Carifermo S.p.A.
Cariromagna S.p.A.
Cassa Lombarda S.p.A.
Cassa di Risparmio di Ascoli Piceno S.p.A.
Cassa di Risparmio in Bologna S.p.A.

Cassa di Risparmio di Cento S.p.A.
Cassa di Risparmio di Fabriano e Cupramontana S.p.A.
Cassa di Risparmio di Ferrara S.p.A.
Cassa di Risparmio di Foligno S.p.A.
Cassa di Risparmio Friuli Venezia Giulia S.p.A.
Cassa di Risparmio di Parma e Piacenza S.p.A.
Cassa di Risparmio di Pistoia e Pescia S.p.A.
Cassa di Risparmio di Ravenna S.p.A.
Cassa di Risparmio della Repubblica di S. Marino
Cassa di Risparmio di San Miniato S.p.A.
Cassa di Risparmio di Savona S.p.A.
Cassa di Risparmio della Spezia S.p.A.
Cassa di Risparmio del Veneto S.p.A.
Cassa di Risparmio di Venezia S.p.A.
Cassa di Risparmio di Volterra S.p.A.
Cedacri S.p.A.
Centrobanca S.p.A.
Cerved Group S.p.A
Credito Artigiano S.p.A.
Credito Bergamasco S.p.A.
Credito Emiliano S.p.A.
Credito del Lazio S.p.A.
Credito di Romagna S.p.A.
Credito Siciliano S.p.A.
Credito Valtellinese
CSE - Consorzio Servizi Bancari
Deutsche Bank S.p.A.
Eticredito Banca Etica Adriatica
Euro Commercial Bank S.p.A.
Federazione Lombarda Banche di Credito Cooperativo
Federcasse
Intesa SanPaolo S.p.A.
Istituto Centrale Banche Popolari Italiane
Mediocredito Trentino Alto Adige S.p.A.
Pravex Bank PJSCCB
SEC Servizi Scpa
SIA-SSB S.p.A.
UBI Banca Scpa
UBI Banca Private Investment S.p.A.
UBI Pramerica SGR S.p.A.
UGF Banca S.p.A.
Unicredit Banca S.p.A.
Unicredit Credit Management Bank S.p.A.
Unicredit Banca di Roma S.p.A.
Unicredito Italiano S.p.A.
Unione Fiduciaria S.p.A.
Veneto Banca Scpa

Amici dell'Associazione

Arca SGR S.p.A.
Associazione Studi e Ricerche per il Mezzogiorno
Centro Factoring S.p.A.
Finsibi S.p.A.
Fondazione Cassa di Risparmio di Biella S.p.A.

ELENCO DEGLI ULTIMI QUADERNI PUBBLICATI

PER L'ELENCO COMPLETO
DELLE PUBBLICAZIONI ASSBB CONSULTARE IL SITO
www.assbb.it

I testi precedenti sono disponibili a richiesta.

N. 250 **"BANCA, IMPRESA E MERCATI: LA SFIDA DELLO SVILUPPO"**
C. Faissola - M. Perini - G. Vegas - aprile 2009

N. 251 **"QUALE BANCA DOPO LA CRISI"**
M. Lossani - A. Baglioni - E. Beccalli - P. Bongini - E. Panetta - A. Sironi - marzo 2009

N. 252 **"NUOVE REGOLE PER UN'ATTIVITÀ BANCARIA ETICA."**
"COMPORTAMENTI DEL BUON BANCHIERE"
T. Bianchi - marzo 2010

N. 253 **"LE BANCHE NELL'ATTUALE MERCATO E L'OPINIONE DEI CLIENTI"**
N. Pagnoncelli - aprile 2010

N. 254 **"LA GESTIONE DEL CREDITO NELL'ATTUALE FASE ECONOMICA"**
F. Bellotti - D. Gronchi - F. Kerbaker - marzo 2010

N. 255 **"LA CONGIUNTURA, LA DINAMICA DEL CREDITO E LA STRUTTURA FINANZIARIA DELLE IMPRESE"**
M. Lossani - F. De Novellis - F. Panetta - G. De Felice - giugno 2010

N. 256 **"REGOLE E MERCATO"**
V. Conti - I. Visco - C. Faissola - giugno 2010

N. 257 **"LA GESTIONE DEL CREDITO NELL'ATTUALE FASE ECONOMICA"**
G. Vaciago - E. La Monica - V. Massiah - L. Moscatelli - C. Salvatori - luglio 2010

N. 258 **"LEZIONI SULLA FORMAZIONE DEL SISTEMA BANCARIO ITALIANO"**
G. Conti - A. Cova - S. La Francesca - dicembre 2010

N. 259 **"ANSIA PER I DEBITI SOVRANI: UNA QUESTIONE MORALE PER LE BANCHE"**
T. Bianchi - marzo 2011

N. 260 **"ASPETTI REPUTAZIONALI DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI"**
N. Pagnoncelli - marzo 2011

N. 261 **"LE PROSPETTIVE DELLA REDDITIVITÀ"**
A. Banfi - G. Piccini - C. Salvatori - marzo 2011

N. 262 **"SCENARI DI CONTESTO ECONOMICO"**
M. Lossani - R. Sabbatini - A. Campanile - marzo 2011

Maggio 2011