

Associazione  
per lo Sviluppo  
degli Studi di  
Banca e Borsa



Università Cattolica  
del Sacro Cuore

M. LOSSANI - A. GENERALE - P. BONGINI

**“LO SCENARIO ECONOMICO”**

*“Sadibatrentasei”*

Interventi tenuti nell’ambito del Seminario su  
**“Il Paese e le banche: esigenze di sviluppo  
e sostegni da parte dell’industria bancaria”**  
Castello dell’Oscano - Perugia, 15 marzo 2012

QUADERNO N. 267

Associazione  
per lo Sviluppo  
degli Studi di  
Banca e Borsa



Università Cattolica  
del Sacro Cuore

M. LOSSANI - A. GENERALE - P. BONGINI

## “LO SCENARIO ECONOMICO”

### *“Sadibatrentasei”*

Interventi tenuti nell’ambito del Seminario su  
**“Il Paese e le banche: esigenze di sviluppo  
e sostegni da parte dell’industria bancaria”**  
Castello dell’Oscano - Perugia, 15 marzo 2012

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. 62.755.1  
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](mailto:bpci-assbb@bpci.it)  
sito web: [www.assbb.it](http://www.assbb.it)



**Prof. Marco LOSSANI**

Ordinario di Economia Politica nell'Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano

## **Un anno vissuto pericolosamente**

L'inizio del 2011 aveva lasciato intuire che l'anno appena trascorso sarebbe stato difficile, ma non così difficile. Il disastroso tsunami aveva provocato una severa battuta d'arresto nella produzione industriale del gigante asiatico, con importanti ripercussioni lungo tutte le reti di produzione globale direttamente e indirettamente connesse al sistema produttivo giapponese. Le rivolte scatenatesi nei paesi nord-africani quali Tunisia, Egitto e Libia avevano generato una crescente incertezza per quanto riguardava la quotazione del greggio sui mercati internazionali, sostenuta anche da dubbi sulla tenuta politica di alcuni Emirati del Golfo Persico. Ma soprattutto le difficoltà che si erano palesate (già nel corso del 2010) per diversi debitori sovranici europei si stavano via via intensificando. Alla crisi della Grecia – tamponata mediante la definizione di un piano di aiuti varato (sebbene tra mille difficoltà) nel giugno 2010 – aveva fatto seguito la crisi irlandese – risolta mediante un altro piano di salvataggi definito dalla troika UE-BCE-FMI. Con l'inizio dello scorso anno diventava sempre più evidente come anche il Portogallo versasse in condizioni sempre più difficili. All'inizio del mese di maggio la troika interveniva a sostegno dell'economia lusitana, erogando aiuti per 78 miliardi di Euro. I timori di un effetto contagio a danno delle altre due grandi economie PI(I)GS (Italia e Spagna) – a lungo paventato ma mai materializzati sino a quel momento – crescevano decisamente. Gli investitori mettevano rapidamente a nudo le criticità nella gestione del debito sovrano dei due grandi paesi mediterranei. In Spagna il problema principale era il deficit pubblico, superiore al 10% del PIL (mentre il valore del debi-

to pubblico si attestava attorno al 70% del PIL). Il caso italiano aveva invece una natura opposta. Il deficit era vicino al 4% del PIL, mentre il debito pubblico in quota di PIL tornava a superare il 120% in concomitanza con una crescita sempre più anemica.

A questi indicatori di finanza pubblica per nulla confortanti, si aggiungevano fattori di natura politica che – nel giudizio degli operatori – producevano ulteriori conseguenze importanti sulla dinamica del rischio sovrano. Lo spread *BTP-Bund* – che ancora ad aprile si manteneva su livelli (125 punti base) assolutamente compatibili con una condizione sostenibile della finanza pubblica italiana - iniziava un'ascesa quasi inarrestabile. Alla fine di giugno veniva oltrepassata la soglia dei 200 punti; a metà luglio era sorpassato il limite di 300, mentre agli inizi di agosto veniva sfondata la barriera dei 400 punti base. Analogo andamento veniva seguito dallo spread tra i titoli pubblici spagnoli e quelli tedeschi anche se – a partire dai primi giorni di agosto – il differenziale tra i rendimenti dei titoli italiani e quelli del paese iberico diventa positivo, segnalando la percezione di difficoltà ben maggiori sul fronte italiano.

L'intera area monetaria europea iniziava a vivere giorni di passione, al punto che diversi analisti iniziavano esplicitamente a parlare di *EMU break-up*. La BCE doveva intervenire più volte sostenendo il corso dei titoli sovrani più in difficoltà. Ciò nonostante, il giorno 9 novembre lo *spread* tra BTP e Bund raggiungeva i 574 punti. Dopo una settimana si insediava il nuovo esecutivo guidato da Mario Monti.

Nell'arco di pochi giorni viene varata una nuova manovra (Decreto Salva Italia) che a regime dovrebbe produrre entro il 2014 una correzione ai conti pubblici di 25 miliardi. Se si aggiunge tale cifra all'entità delle due manovre predisposte dal precedente Governo si arriva a definire un intervento che nel complesso vale il 5% circa del PIL ita-

liano. La composizione della manovra di novembre non è dissimile da quella proposta dal Governo Berlusconi in agosto. La correzione di 25 miliardi entro il 2014 è infatti ottenuta mediante minori spese (a regime) per poco più di un terzo e maggiori entrate stimate in poco meno di due terzi dell'intervento stesso. L'effetto immediato di tale annuncio non è così netto. Tuttavia, dopo diverse settimane di andamento altalenante, lo spread conosce una decisa inversione di tendenza. Nei primi giorni di marzo lo spread scende al di sotto dei 300 punti base.

Nel complesso il 2011 può essere archiviato come “un anno vissuto pericolosamente”.

La finanza pubblica italiana è stata a un passo da una condizione di illiquidità che (in alcuni momenti) ha rischiato di trasformarsi in vera e propria insolvenza.

L'economia italiana è entrata – a partire dal secondo semestre 2011 – in una fase recessiva (destinata a perdurare almeno sino al secondo semestre dell'anno in corso) che si accompagna a livelli di produzione e occupazione ancora inferiori a quelli raggiunti prima dello scoppio della crisi. Il Pil italiano, dopo aver registrato un calo pari allo 0,8% nel III trimestre del 2011, ha chiuso il IV trimestre con una variazione congiunturale negativa dello 0,4% che ha portato il tasso medio annuo di crescita al +0,4% (un dato inferiore all'ultima previsione del governo, +0,6%). La dinamica nella seconda metà del 2011 è stata così negativa da comportare un effetto trascinamento pesante. Se non si manifestasse alcun sviluppo del prodotto nel corso del 2012 – rispetto al livello toccato nel dicembre 2011 – il tasso medio annuo di crescita risulterebbe negativo (-0,5%). Peraltro il rischio che la recessione sia ancora più intensa e più lunga – uno scenario condiviso dalla Commissione Europea che prevede un calo del Pil italiano vicino all'1,5% – è sostenuto dalla possibilità (adombrata con preoccupazione persino dai vertici del FMI) che più paesi dell'Eurozona adottino contemporaneamente una

severa politica di consolidamento fiscale provocando una caduta di domanda interna alla regione (che potrebbe innescare un ulteriore deterioramento dei conti pubblici).

L'intera costruzione monetaria europea è stata posta seriamente in discussione, al punto da considerare concretamente la possibilità di una sua disintegrazione. Per contrastare le aspettative di un suo possibile disfacimento sono stati necessari interventi e provvedimenti inimmaginabili sino a pochi mesi fa. E' stata anticipata l'entrata in funzione dello *European Stability Mechanism*. Sono state varate delle regole – all'interno del cosiddetto *Fiscal compact*<sup>1</sup> – basate su indicatori di bilancio e di debito (pubblico) e su punizioni per chi non le rispetta. Sono state attivate operazioni in ambito monetario che sono andate oltre il *sostegno diretto* ai sovrani in difficoltà mediante l'attuazione del *Securities Market Program*. Non casualmente, una volta varato (nel dicembre 2011) il progetto di Fiscal Compact<sup>2</sup> e prima ancora che questo venisse ufficialmente approvato nel febbraio 2012 la BCE ha provveduto a realizzare due operazioni di rifinanziamento a lungo termine che hanno consentito di immettere più di 1.000 miliardi di liquidità, che le banche hanno utilizzato anche e soprattutto per acquistare titoli del debito pubblico<sup>3</sup>.

---

<sup>1</sup> L'idea alla base del patto di bilancio non è affatto nuova in quanto costituisce una versione rafforzata del precedente Patto di Stabilità e Crescita. Secondo il Fiscal Compact i bilanci delle amministrazioni pubbliche devono essere in pareggio o in avanzo; questo principio si considera rispettato se, di norma, il disavanzo strutturale annuo non supera lo 0,5% del PIL nominale. Questa regola verrà inserita anche negli ordinamenti nazionali degli Stati membri a livello costituzionale o equivalente.

<sup>2</sup> Peraltro la credibilità di questo “nuovo patto fiscale” è ben lungi dall'essere elevata. Le perplessità sulla sua credibilità sono alimentate dal fatto che diversi paesi che l'hanno sottoscritto (come Olanda e Spagna) hanno espresso perplessità sulla effettiva loro capacità/disponibilità a rispettare già quest'anno gli obiettivi di deficit pubblico definiti dallo stesso Fiscal Compact.

La crisi del debito sovrano europeo ha messo in evidenza diversi elementi di criticità. In particolare ha dimostrato una volta di più e in modo inequivocabile come crisi bancaria e crisi sovrana siano legate da un duplice rapporto causale: dalla prima alla seconda per via del costo dei salvataggi a carico del bilancio pubblico, come nel caso irlandese; dalla seconda alla prima per via degli effetti del declassamento dei titoli pubblici in portafoglio alle banche, come nel caso italiano.

Nel corso del pomeriggio cercheremo di andare a fondo nell'esame di alcune delle implicazioni della crisi del debito sovrano per il sistema bancario e produttivo del nostro paese. Il Dott. Andrea Generale (Servizio Normativa e Politica di Vigilanza della Banca d'Italia) analizzerà le conseguenze della crisi sulle politiche di raccolta e di impiego, oltre che gli effetti sulla redditività e sul patrimonio delle banche italiane. La Prof.ssa Paola Bongini dell'Università Milano Bicocca commenterà alcuni risultati emersi all'interno di uno studio – pubblicato sull'ultimo numero di Osservatorio Monetario – che ha analizzato l'evoluzione delle politiche di raccolta delle banche durante la recente crisi dei debiti sovrani, concentrandosi sull'analisi delle caratteristiche delle emissioni obbligazionarie sul mercato domestico al dettaglio nel triennio 2009-2011.

---

<sup>3</sup> La necessità di un Fiscal Compact era stata invocata non solo dal Governo tedesco ma anche dal neo-Governatore della BCE Mario Draghi. Draghi ha infatti più volte sottolineato che “perché l'unione monetaria continui è necessario che sia assoggettata a una disciplina che non venga modificata da un singolo governo...L'insieme di regole fiscali costituiscono i pilastri della fiducia tra i paesi membri e questa fiducia è essenziale per il funzionamento dell'unione monetaria al fine di poter continuare nello svolgimento degli interventi monetari a supporto dei sovrani in difficoltà”.





## **Dott. Andrea GENERALE**

Servizio Normativa e Politica di Vigilanza della Banca d'Italia

### **Le banche e la crisi del debito sovrano**

#### **1. Introduzione<sup>1</sup>**

Questo lavoro analizza la recente congiuntura creditizia, alla luce dei rischi fronteggiati dalle banche europee.

Nei più recenti Rapporti sulla stabilità finanziaria (BCE, 2011; Bank of England, 2011; Banca d'Italia, 2011) il principale fattore di rischio è stato individuato nell'estensione della crisi del debito sovrano a più paesi dell'area dell'euro e al suo impatto sul settore finanziario, in particolare sulle banche. Come si discuterà più in dettaglio nel paragrafo 2, le tensioni sul debito sovrano si erano trasmesse alle banche europee rendendo più difficile e costoso l'accesso alle fonti di provvista all'ingrosso. A loro volta, le difficoltà di provvista si riflettevano in condizioni di offerta di credito più restrittive; il permanere di queste tensioni rischiava di innescare un circolo vizioso tra contrazione del credito e crescita economica.

È utile richiamare brevemente l'impatto che diverse ipotesi sullo spread sui titoli pubblici hanno sulle previsioni del PIL. Questo esercizio è stato presentato nell'ultimo Bollettino economico della Banca d'Italia (gennaio 2012): in un primo scenario lo spread tra il rendimento dei BTP e del Bund tedesco a 10 anni è posto pari a circa 500 punti base per tutto il biennio 2012-13, mentre in un secondo

---

<sup>1</sup> Le opinioni espresse sono personali e non impegnano necessariamente l'Istituzione di appartenenza. Lavoro scritto sulla base dei dati disponibili al 15 marzo, unitamente a Ugo Albertazzi, Servizio Studi di Congiuntura e Politica Monetaria della Banca d'Italia, e a Marcello Bofondi, Servizio Studi di Struttura Economica e finanziaria della Banca d'Italia.

scenario si ipotizza una parziale normalizzazione delle condizioni finanziarie con uno spread rispetto al Bund di 300 punti base. Nel primo scenario il PIL si ridurrebbe dell'1,5 per cento nella media di quest'anno e si registrerebbe una crescita nulla nel 2013. Nel secondo scenario l'attività produttiva, pur continuando a contrarsi nel primo trimestre del 2012, si stabilizzerebbe nella parte finale dell'anno e tornerebbe a espandersi nel 2013. Tra le ragioni alla base di questa differenza vi è la forte flessione dei costi di finanziamento del settore pubblico e privato. In particolare, nel secondo scenario per le banche si ridurrebbero significativamente i costi della provvista e si attenuerebbero le tensioni sull'offerta di credito, con effetti benefici sulla capacità di finanziamento dell'economia e sulla crescita.

Pur in un quadro di incertezza ancora elevata, in questi giorni è in atto un miglioramento nelle condizioni dei mercati: le manovre strutturali di consolidamento fiscale e il completamento della riforma del sistema pensionistico decise dal Governo consentono di porre il debito su un sentiero di riduzione anche in condizioni avverse; sono state approvate misure per favorire la crescita; a livello europeo sta emergendo una nuova *governance*. Lo spread tra il rendimento dei titoli decennali italiani e quelli tedeschi, che aveva superato i 500 punti base nel novembre dello scorso anno, è tornato oggi (15 marzo 2012) a 288 punti base. Le misure adottate dall'Eurosistema e dalle banche centrali nazionali sul fronte della liquidità hanno significativamente ridotto le tensioni.

Il contributo delle pressioni sul fronte della liquidità all'irrigidimento delle condizioni di offerta di credito dovrebbe quindi attenuarsi in prospettiva, mentre – come anche indicato nelle diverse pubblicazioni sulla stabilità finanziaria – l'aumento della rischiosità prospettica dei debitori in una debole fase congiunturale (cfr. paragrafo 3) continua a rappresentare un importante fattore cui può associarsi una restrizione dell'offerta di credito.

Il lavoro è articolato come segue: il paragrafo 2 descrive le condizioni di provvista e di liquidità delle banche italiane; il paragrafo 3, la qualità del credito. Nel paragrafo 4 si discute l'andamento recente dei prestiti bancari e di alcuni indicatori di domanda e offerta di credito. Il paragrafo 5 analizza la patrimonializzazione e la redditività dei principali gruppi bancari italiani; il paragrafo 6 sintetizza le principali indicazioni dell'analisi.

## **2. Recente evoluzione della provvista e della liquidità delle banche**

La crisi del debito sovrano in Europa si era acuita a partire dall'estate, con tensioni particolarmente forti nella parte finale del 2011. Le tensioni si sono trasmesse alle banche.

I canali attraverso cui il rischio sovrano si trasmette alla provvista delle banche sono stati analizzati in dettaglio in uno studio del *Committee on the Global Financial System* (CGFS, 2011) della Banca dei regolamenti internazionali. In sintesi: 1) l'esposizione diretta delle banche, tramite titoli o crediti verso i governi di paesi percepiti come meno solidi, accresce la rischiosità dei bilanci delle banche, che incontrano maggiori difficoltà a ottenere finanziamenti, il cui costo tende inoltre ad aumentare; 2) una flessione del prezzo dei titoli di Stato riduce il valore delle garanzie (collateral) che le banche usano nelle operazioni di pronti contro termine; 3) alle revisioni al ribasso delle valutazioni sul debito sovrano da parte delle agenzie di rating seguono di frequente riduzioni dei rating delle banche, ostacolando la raccolta sui mercati all'ingrosso (interbancario e obbligazionario) e presso gli investitori istituzionali e aumentandone il costo; 4) condizioni di finanza pubblica non equilibrate riducono il valore della garanzia implicita (o esplicita) dello Stato sul sistema bancario.

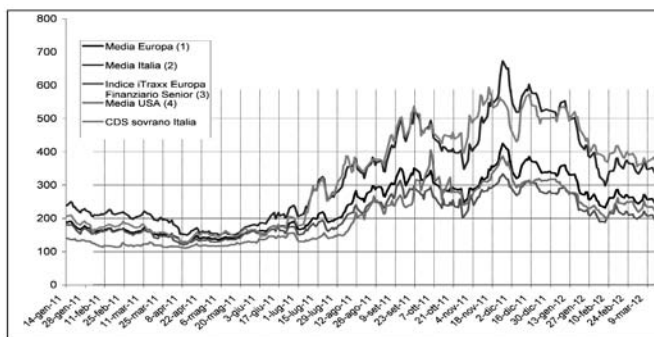
Nella seconda metà del 2011 l'impatto è stato particolarmente forte per le banche italiane. I premi sui CDS

– il costo in punti base per assicurarsi dal rischio di *default* di un emittente – delle banche italiane segnalavano un brusco aumento della percezione del rischio da parte degli investitori (figura 1). L'andamento del CDS delle banche seguiva quello dell'analogo indicatore per il debito sovrano dell'Italia.

Le tensioni sono rientrate nei primi mesi di quest'anno grazie all'azione sui conti pubblici, alle misure per la liquidità (in particolare con le due operazioni di rifinanziamento a tasso fisso dell'1 per cento con durata triennale effettuate dall'Eurosistema il 21 dicembre 2011 e il 29 febbraio di quest'anno, con l'ampliamento del collaterale stanziabile per il rifinanziamento, con il dimezzamento del coefficiente di riserva obbligatoria), all'avvio di una nuova governance europea.

Lo spread sui CDS delle prime tre banche italiane è così tornato a calare, portandosi a metà marzo attorno a 350 punti base, la metà del valore raggiunto al picco della crisi lo scorso autunno. Non si può ancora parlare di completa normalizzazione, dal momento che prima della crisi sovra-

**Figura 1**  
**Spread sui CDS delle banche e sul sovrano Italia**  
*(dati giornalieri, punti base; emissioni senior a 5 anni)*



Fonte: Bloomberg.

(1) Media aritmetica dei premi sui CDS di UniCredit, Intesa Sanpaolo, MPS, Barclays Bank, Banco Santander, BBVA, BNP Paribas, Commerzbank, Credit Agricole, Credit Suisse, Deutsche Bank, Delia, HSBC Bank, ING Bank, Lloyds TSB, Royal Bank of Scotland, Société Générale, UBS - (2) Media aritmetica dei premi sui CDS di UniCredit, Intesa Sanpaolo, MPS. (3) Serie 14, 15 e 16 on the run dell'indice ITraxx Europe Financials Senior con scadenza 5 anni. - (4) Media aritmetica dei premi sui CDS di Citigroup, Morgan Stanley, Goldman Sachs, Bank of America, JP Morgan Chase.

na lo spread delle banche si collocava al di sotto dei 200 punti base.

È utile analizzare più in dettaglio i canali di trasmissione dal rischio sovrano alla liquidità bancaria per capire le prospettive del *funding* delle banche.

L'aumento del rischio percepito dai potenziali creditori aveva di fatto portato all'inaridimento dei mercati internazionali della raccolta all'ingrosso. Dall'estate del 2011 i collocamenti di obbligazioni da parte di intermediari europei si erano quasi completamente azzerati con emissioni sporadiche di obbligazioni bancarie garantite. I mercati dei certificati di deposito e della carta commerciale avevano perso spessore, in particolare nel segmento in dollari. Nel corso dell'estate si erano sostanzialmente azzerate le sottoscrizioni di passività a breve termine emesse dalle banche italiane da parte dei fondi monetari statunitensi.

Anche in assenza di razionamento sui mercati all'ingrosso, il costo che le banche avrebbero dovuto sostenere sulle emissioni obbligazionarie al picco della fase critica sarebbe stato proibitivo.

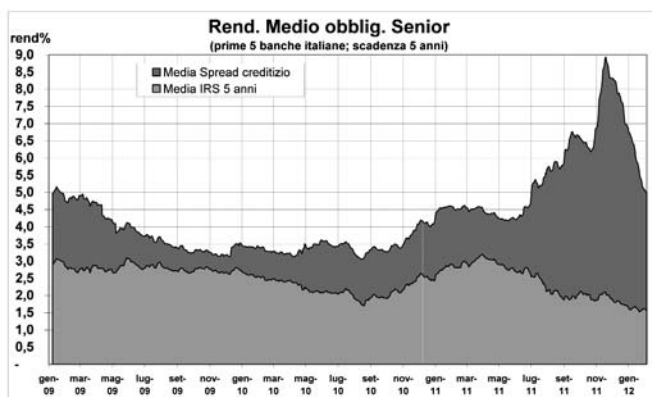
Sulla base dei prezzi dei titoli quotati sul mercato secondario (a cui contribuiscono prevalentemente operatori internazionali) è possibile stimare il costo che le maggiori banche italiane avrebbero dovuto sostenere se avessero deciso di ricorrere al mercato internazionale in quel periodo. Il rendimento a scadenza dei titoli con durata residua pari a 5 anni è cresciuto nella fase di maggiore instabilità a oltre il 9 per cento<sup>2</sup>. La crescita del rendimento è

---

<sup>2</sup> Il costo teorico della raccolta obbligazionaria non garantita è calcolato sommando al tasso swap il differenziale tra il rendimento a scadenza delle obbligazioni e il corrispondente tasso interbancario. Il tasso d'interesse fisso che ne risulta è quindi la combinazione tra una componente *risk free*, rappresentata dal tasso *swap*, (area blu nella figura 2) e una componente di rischio creditizio bancario (area rossa nella figura 2); quest'ultima rappresenta il costo - oltre il tasso *risk free* - che gli intermediari bancari italiani pagherebbero per la raccolta a 5 anni con investitori istituzionali.

dovuta all'aumento dello spread creditizio, che riflette a sua volta l'aumento del rischio; il tasso swap sulle scadenze corrispondenti, che approssima un tasso privo di rischio, risultava invece in calo (figura 2).

**Figura 2**



Fonte: Bloomberg

I segnali recenti inducono tuttavia a un cauto ottimismo: i fondi monetari statunitensi stanno tornando a investire nelle banche europee; il calo dei rendimenti sui titoli sovrani si è riflesso in una decisa riduzione del costo teorico della raccolta obbligazionaria non garantita; alcune grandi banche italiane hanno emesso obbligazioni all'ingrosso sul segmento *unsecured*.

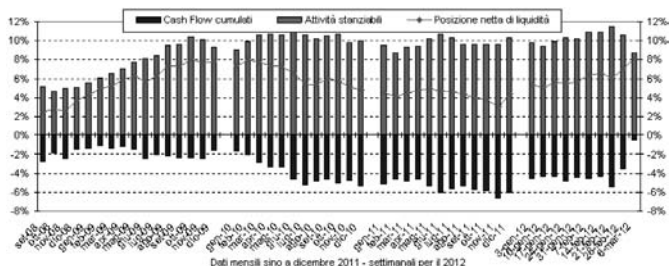
Nel Rapporto sulla Stabilità finanziaria pubblicato dalla Banca d'Italia nel novembre del 2011 si segnalava che per i maggiori intermediari italiani (i primi cinque gruppi bancari) le obbligazioni in scadenza sui mercati all'ingrosso nel 2012 rappresentavano circa il 24 per cento della consistenza in essere, un dato analogo a quello rilevato per un gruppo di grandi intermediari europei.

La disponibilità di liquidità a tre anni che si è generata con le due operazioni di rifinanziamento a tasso fisso effet-

tuata dall'Eurosistema ha significativamente ridotto il rischio di rifinanziamento e ha evitato un aggiustamento disordinato degli attivi bancari. Le misure per garantire adeguata liquidità al sistema includono anche schemi di garanzia pubblica nazionali; in Italia, il decreto legge 6 dicembre 2011, n. 201 prevede, infatti, che il Ministero dell'Economia e delle finanze possa concedere, fino al 30 giugno 2012, la garanzia dello Stato su passività delle banche italiane di nuova emissione; grazie a questo provvedimento e alla decisione della Banca d'Italia di ampliare il novero delle attività stanziabili nelle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema si è reso disponibile nuovo collaterale.

La posizione di liquidità a breve termine dei principali gruppi bancari è monitorata dalla Banca d'Italia su base settimanale, giornaliera nei momenti di particolare tensione. È calcolata come somma delle attività stanziabili presso l'Eurosistema e dei cash flow cumulati su un orizzonte di un mese; in via prudenziale, si assume che tutte le scadenze con controparti istituzionali non vengano rinnovate. La figura 3 indica come le recenti misure abbiano determinato un significativo miglioramento delle condizioni di liquidità a breve termine, che avevano fortemente risentito delle tensioni nella parte finale del 2011.

**Figura 3**  
**Posizione di liquidità a un mese dei primi 11 gruppi bancari italiani**  
*(in percentuale del totale attivo)*

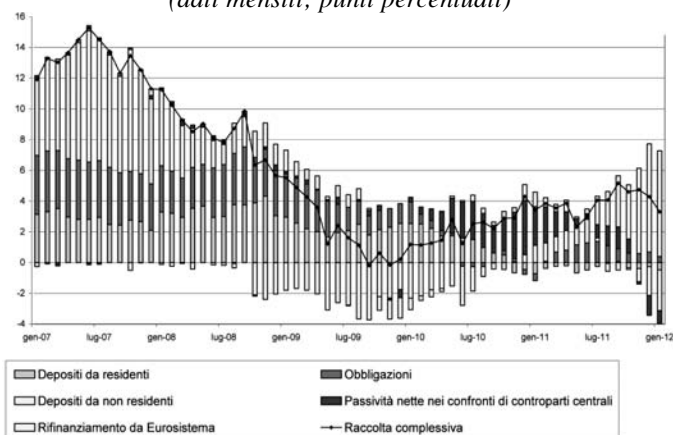




Analizzando i contributi delle diverse componenti all'andamento della raccolta bancaria complessiva, è evidente che il maggiore ricorso al rifinanziamento presso l'Eurosistema ha più che compensato la contrazione della raccolta da non residenti (figura 4). La flessione dei depositi da residenti è concentrata presso le imprese non finanziarie e riflette, presumibilmente, un calo dell'autofinanziamento.

**Figura 4**  
**Crescita della raccolta in Italia: contributi**  
**delle diverse componenti**

(dati mensili; punti percentuali)



Le operazioni dell'Eurosistema sono servite per fare fronte a tensioni eccezionali e in prospettiva le banche devono impostare politiche di raccolta tali da garantire condizioni equilibrate.

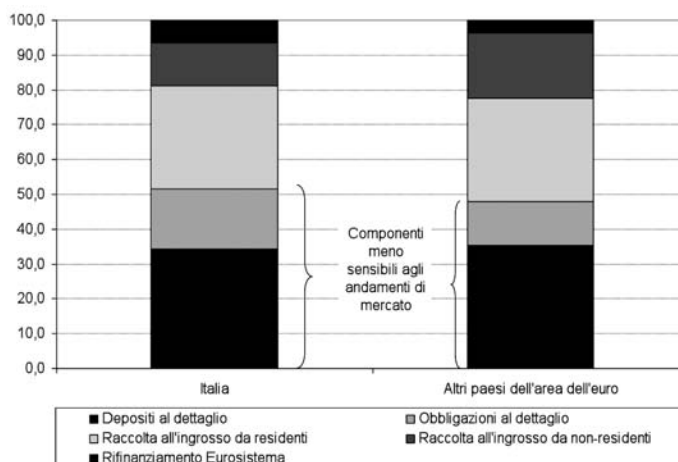
Un punto di forza delle banche italiane rispetto agli intermediari dell'area dell'euro – che le ha protette durante la crisi finanziaria dopo il dissesto di Lehman Brothers nel settembre del 2008 – risiede nel maggior peso di forme di raccolta stabile (soprattutto da clientela *retail*), i cui prezzi e volumi meno risentono delle tensioni sui mercati finanziari. Gli ultimi dati disponibili confermano questa

caratteristica della composizione della raccolta (figura 5). La competizione su queste forme di raccolta si è associata tuttavia a un graduale aumento del costo medio dei depositi (figura 6); tra questi, la remunerazione è cresciuta in misura maggiore per i depositi con durata prestabilita, presumibilmente per la necessità di allungare la durata media della provvista e per il trattamento più favorevole che verrà riservato a queste forme di deposito dalle nuove regole sulla liquidità previste da Basilea 3. Nel complesso, tuttavia, la disponibilità di finanziamenti a tre anni all'1 per cento in seguito alle due operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema attenua in modo significativo l'impatto sul costo medio della raccolta complessiva.

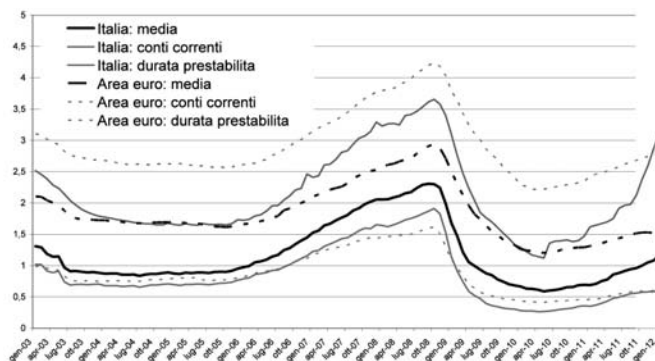
### 3. La rischiosità del credito

Attenuate le difficoltà di liquidità, l'altro fattore di rischio per le banche è rappresentato dal peggioramento della qua-

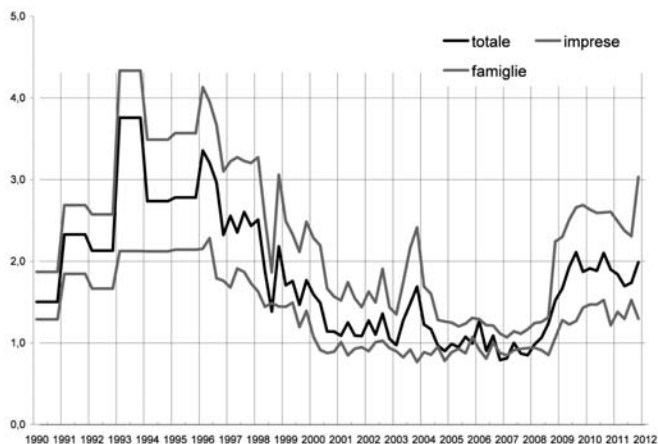
**Figura 5**  
**Composizione della raccolta delle banche**  
*(valori percentuali a dicembre 2011)*



**Figura 6**  
**Tassi di interesse sui depositi**  
*(consistenze in essere; valori percentuali)*



**Figura 7**  
**Rapporto tra nuove sofferenze e prestiti**  
*(valori percentuali)*

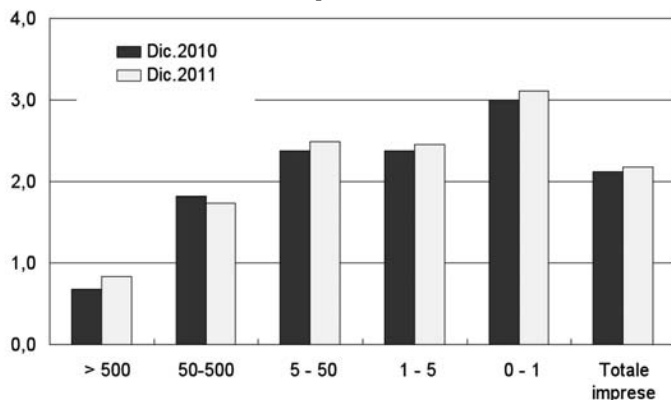


lità del credito, che riflette la decelerazione dell'attività economica. Nel Rapporto sulla Stabilità Finanziaria della Banca d'Italia dello scorso novembre si argomentava che le prospettive su questo fronte rimanevano incerte, con rischi al rialzo con riguardo alla qualità dei prestiti verso le imprese.

Nei primi tre trimestri del 2011 il rapporto tra il flusso di nuove sofferenze e i prestiti complessivi si era ridotto rispetto all'anno precedente, ma nel quarto trimestre dello scorso anno il rapporto è tornato a crescere in misura significativa (figura 7). Il peggioramento è concentrato nel settore delle imprese non finanziarie.

Anche alcuni indicatori prospettici indicano che la qualità del credito potrebbe peggiorare. Sulla base di informazioni relative a indicatori di vulnerabilità tratti dai bilanci aziendali e di tensione finanziaria desunti dai rapporti creditizi (ad esempio, sconfinamenti) è possibile stimare, con riferimento a un ampio campione di imprese non finanziarie censite nella Cerved, la probabilità di ingresso in sofferenza su un orizzonte di un anno. La figura 8 mostra come queste probabilità siano cresciute, pur se in misura lieve, tra il 2010 e il 2011.

**Figura 8**  
**Probabilità di ingresso in sofferenza entro un anno**  
(valori percentuali)



Anche il complesso dei prestiti deteriorati è cresciuto: il rapporto tra questi prestiti e il totale era pari al 10,8 per cento nel dicembre dello scorso anno (8,9 un anno prima). La quota più consistente è nei confronti delle imprese non finanziarie (figura 9). Tra i crediti deteriorati il peso delle sofferenze è cresciuto al 56 per cento; quello dei crediti ristrutturati all'8 per cento (figura 10).

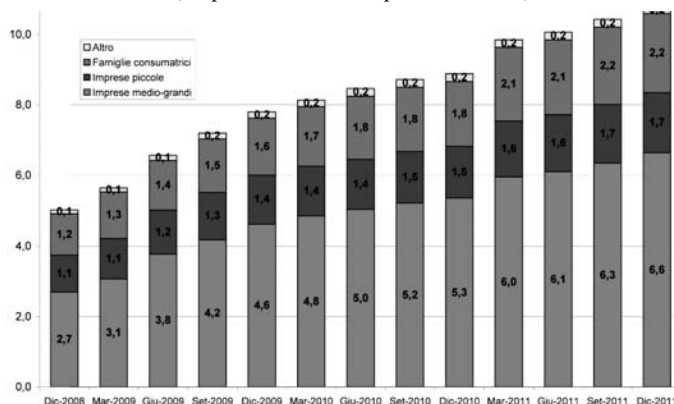
#### 4. I prestiti all'economia

Nel periodo 2009-2011 la crescita annua del credito al settore privato dell'economia è stata più elevata in Italia che nell'area dell'euro, risultando pari al 3,0 per cento nel nostro paese, al 2,1 nell'insieme dell'area.

Alla fine del 2011 si è registrata una forte flessione dei prestiti in Italia (figura 11); in gennaio è proseguita, seppur in misura meno marcata.

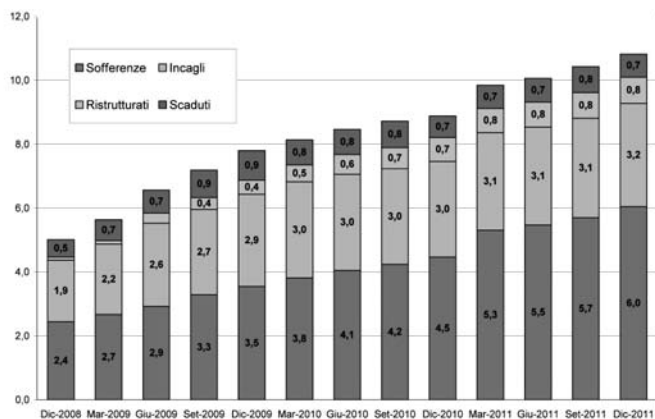
La flessione è concentrata principalmente presso le imprese non finanziarie e le banche di maggiori dimensio-

**Figura 9**  
**Crediti deteriorati per settore di attività economica** <sup>(1)</sup>  
*(in percentuale dei prestiti totali)*



<sup>(1)</sup> Sofferenze, incagli, crediti ristrutturati e scaduti da rimborsare.

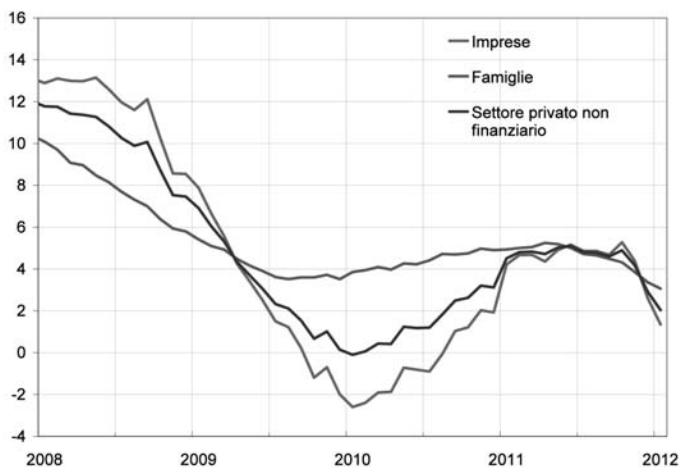
**Figura 10**  
**Crediti deteriorati per tipologia**  
*(in percentuale dei prestiti totali)*



ni e ha interessato sia i prestiti concessi alle imprese grandi sia alle aziende più piccole; non si notano significative differenze a livello territoriale.

**Figura 11**  
**Prestiti in Italia**

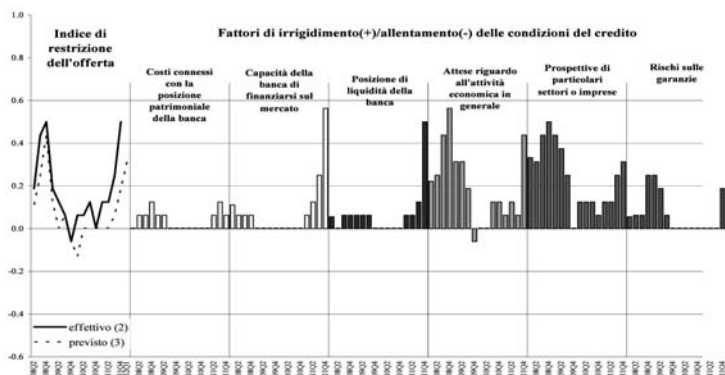
*(dati mensili; variazioni percentuali sui 12 mesi)*



Al rallentamento dei prestiti hanno contribuito sia fattori di domanda, che riflettono il debole andamento congiunturale che ha contenuto la domanda di investimenti delle imprese, sia fattori di offerta: i risultati dell'indagine trimestrale sul credito bancario nell'area dell'euro (BLS) relativa al IV trimestre del 2011 indicano un'ulteriore restrizione dei criteri di erogazione sui prestiti alle imprese da parte degli intermediari italiani (figura 12).

L'irrigidimento delle condizioni di offerta riflette le tensioni dal lato della provvista e i maggiori rischi percepiti riguardo alle prospettive economiche; esso avrebbe interessato sia i margini sia, a differenza che in passato, le quantità erogate. La restrizione sarebbe di entità paragonabile a quella osservata nel quarto trimestre del 2008, dopo il dissesto della Lehman Brothers. Anche la BLS relativa alle banche dell'area dell'euro mostra segnali di restrizio-

**Figura 12**  
**Condizioni dell'offerta di credito in Italia (1)**



(1) Valori positivi indicano una restrizione dell'offerta rispetto al trimestre precedente. Indici di diffusione costruiti sulla base del seguente schema di ponderazione: 1=notevole irrigidimento, 0,5=moderato irrigidimento, 0=sostanziale stabilità, -0,5=moderato allentamento, -1=notevole allentamento. Il campo di variazione dell'indice è compreso tra -1 e 1.

(2) Riferito al trimestre terminante al momento dell'indagine.

(3) Previsioni formulate nel trimestre precedente.

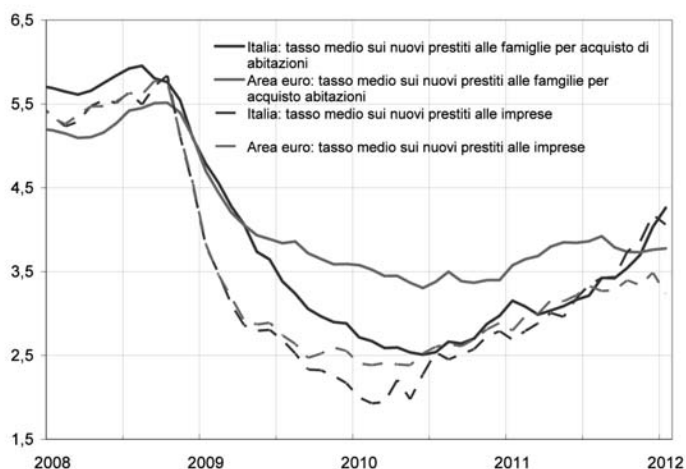
ne; l'irrigidimento sarebbe tuttavia inferiore a quello osservato per le banche italiane.

In dicembre e in gennaio l'indagine mensile ISTAT presso le imprese italiane ha segnalato un'elevata percentuale netta di imprese che riscontrano un peggioramento delle condizioni di accesso al credito, paragonabile al picco dopo la crisi Lehman.

È prematuro valutare gli effetti delle operazioni di rifinanziamento a 3 anni dell'Eurosistema sull'offerta di credito. Esse sicuramente hanno attenuato in misura significativa le difficoltà sul fronte della liquidità, citate dalle banche come una delle principali ragioni dell'irrigidimento delle condizioni di offerta. Il costo del credito, fortemente aumentato nella seconda metà del 2011, sia per le famiglie sia, in particolare, per le imprese (figura 13), si è stabilizzato in gennaio e, secondo indicazioni preliminari, in febbraio. In prospettiva, assumendo che la normalizzazione

**Figura 13**  
**Tassi di interesse sui nuovi prestiti in Italia e nell'area dell'euro**

*(dati mensili; valori percentuali)*





delle condizioni sui mercati finanziari si consolidi, nei prossimi mesi si potranno rafforzare gli effetti espansivi sulla dinamica creditizia, per l'effetto cumulato dell'asta di fine dicembre e di quella, ancor più ingente, di fine febbraio.

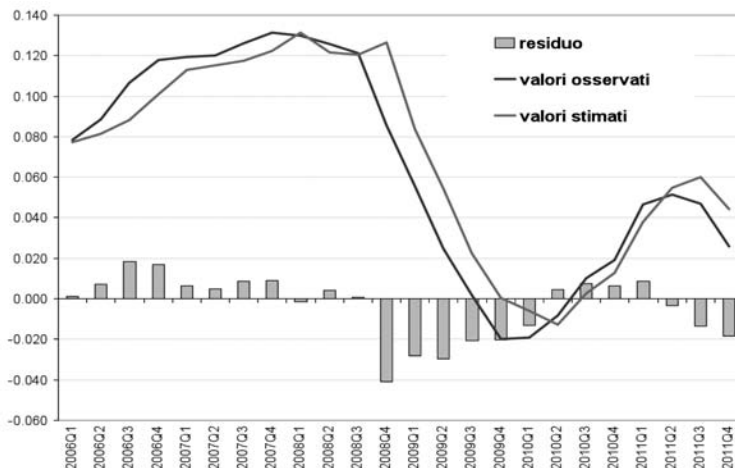
Come indicato dalle *survey* qualitative, alla base del rallentamento vi sarebbero sia fattori di domanda, sia un irrigidimento dell'offerta. È utile integrare le evidenze qualitative delle *survey* con analisi di tipo quantitativo.

Panetta e Signoretti (2010) passano in rassegna una serie di lavori empirici su domanda e offerta di credito utilizzati per valutare il contributo delle due componenti durante la crisi finanziaria internazionale innescata dal dissesto della Lehman Brothers nel 2008. In particolare, per le imprese il modello di Casolaro *et al.* (2006) mette in relazione la domanda di prestiti con il fabbisogno finanziario (a sua volta influenzato positivamente dagli investimenti e negativamente dall'autofinanziamento), con l'andamento dell'attività economica (il prodotto interno lordo) e con il costo-opportunità dei prestiti rispetto a finanziamenti alternativi (approssimato dal differenziale fra i tassi bancari attivi e i tassi del mercato monetario).

Per valutare la rilevanza dei fattori di offerta, un approccio è basato sull'analisi econometrica della domanda di credito. Come argomentato in Panetta e Signoretti (cit.): *“Se il modello adottato è correttamente specificato, uno scostamento tra la crescita effettiva degli impieghi e quella prevista dalla funzione di domanda può riflettere uno shock all'offerta, nella misura in cui quest'ultimo agisca mediante restrizioni di tipo quantitativo e non invece attraverso un aumento dei tassi applicati dalle banche”*.

La figura 14 indica che il rallentamento dei prestiti osservato negli ultimi due trimestri del 2011 è solo in parte riconducibile a fattori di domanda (calo del fabbisogno finanziario e aumento dello spread tra costo del credito e

**Figura 14**  
**Stima della domanda di credito: tasso di crescita**  
**annuale dei prestiti alle imprese**  
*(dati trimestrali; punti percentuali)*



tasso Euribor a 3 mesi): il significativo residuo negativo (la differenza tra l'andamento dei prestiti effettivamente osservato e quello stimato sulla base del modello di domanda di credito) suggerisce che al rallentamento avrebbe contribuito anche una restrizione dell'offerta; questa lettura è coerente con la relazione che emerge tra il residuo della stima dell'equazione di domanda e le indicazioni della BLS per l'Italia.

Come noto, le stime basate sulla domanda di credito hanno dei limiti (Panetta e Signoretti, cit.). In primo luogo, shock negativi alla disponibilità di credito che riducono il Pil potrebbero limitare la domanda di finanziamenti bancari; ex post, la dinamica del credito potrebbe apparire coerente con l'evoluzione della domanda stimata, oscurando l'effetto negativo della restrizione dell'offerta. Inoltre, queste stime non consentono di isolare fenomeni di *credit crunch* – una traslazione verso sinistra della curva di offer-

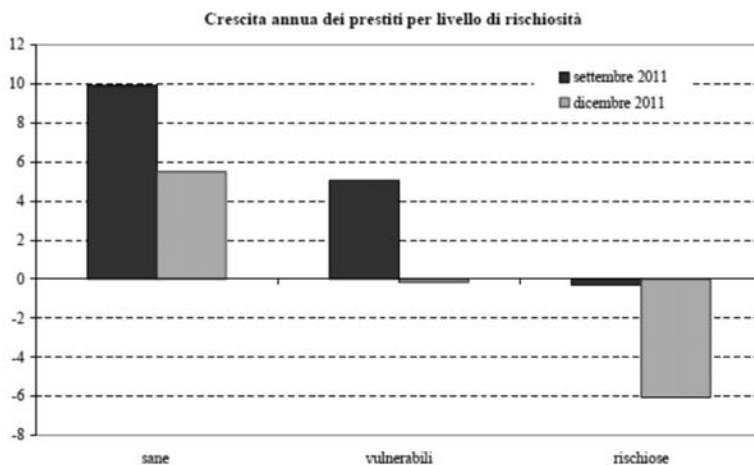
ta di credito bancario, a parità di tasso di interesse reale e di merito di credito dei potenziali debitori (Bernanke e Lown; 1991) – dal momento che non sono in grado di separare gli effetti di restrizione dovuti al peggioramento della rischiosità dei debitori da quelli dovuti a vincoli di bilancio (liquidità e/o patrimonio) degli intermediari.

Le analisi basate su stime econometriche della domanda di credito vanno perciò integrate dall'analisi di altri indicatori di offerta. Un aumento del grado di utilizzo delle linee di credito in conto corrente, una maggiore richiesta di garanzie, un aumento del differenziale tra il tasso medio e quello praticato sui finanziamenti alla migliore clientela possono indicare condizioni di offerta più restrittive: di recente il grado di utilizzo delle linee di credito è cresciuto, raggiungendo il 47 per cento in gennaio<sup>3</sup>; le banche avrebbero inoltre richiesto maggiori garanzie per la concessione di prestiti alle imprese, percependone una maggiore rischiosità; tra giugno 2011 e gennaio 2012 il differenziale tra il tasso medio e quello praticato sui finanziamenti alla migliore clientela è aumentato di 6 decimi, a 3 punti percentuali. Queste indicazioni, pur se da interpretare con la necessaria cautela, confermano il contributo dei fattori di offerta al recente andamento dei prestiti alle imprese. In una fase caratterizzata dal peggioramento ciclico, vi è anche evidenza – seppur basata su analisi per il momento preliminari – che gli intermediari avrebbero accresciuto la loro selettività nei confronti della clientela. Sulla base dei dati individuali disponibili negli archivi Cerved e Centrale dei rischi la figura 15 mostra che il recente calo dei tassi di crescita dei prestiti è stato più forte per le aziende caratterizzate da condizioni finanziarie meno equilibrate. Si è infatti accentuata la contrazione dei prestiti concessi alle imprese considerate “rischiose” sulla

---

<sup>3</sup> Occorre ricordare che l'andamento del rapporto di utilizzo risente delle commissioni applicate sulle linee di credito (di recente oggetto di cambiamenti normativi) e del trattamento prudenziale degli sconfinamenti.

## Figura 15



(1) Valori negativi indicano una restrizione.

base dello Z-score<sup>4</sup> assegnato dalla Cerved (da -0,3 nei dodici mesi a settembre a -6,1 per cento a dicembre). È invece aumentato del 5,5 per cento il credito erogato alle imprese “sane” (9,9 per cento a settembre).

## 5. Patrimonio e redditività

Il grado di patrimonializzazione delle banche italiane è aumentato: il patrimonio di migliore qualità (core tier 1 ratio) dei cinque maggiori gruppi ha raggiunto in media il 9,5 per cento degli attivi ponderati; era il 5,7 per cento a fine 2007, prima della crisi. Inoltre, il sistema bancario italiano non ha visto significativi interventi pubblici di sostegno alla patrimonializzazione e il leverage – il rapporto tra

<sup>4</sup> Lo Z-score è un indicatore sintetico elaborato da Cerved sulla base di indicatori di bilancio (ad esempio: leva finanziaria, redditività, peso degli oneri finanziari) che sintetizza le condizioni dell'impresa, con un punteggio compreso fra 1 e 9. Nell'analisi sono state considerate “rischiose” le imprese con uno Z-score superiore a 6; “vulnerabili” quelle con uno Z-score pari a 5 o 6; “sane” le aziende con uno Z-score inferiore a 5. I dati dello Z-score sono calcolati sulla base dei bilanci del 2010.

le attività totali di bilancio e il capitale Tier 1 – delle prime cinque banche italiane è contenuto nel confronto con i principali intermediari europei: 20 contro 33.

Questa evoluzione rende i nostri intermediari più resistenti a possibili shock negativi. Anche le recenti misure concordate a livello europeo vanno nella direzione di un rafforzamento patrimoniale: dopo la decisione del Consiglio europeo di ottobre, l’Autorità bancaria europea (EBA) ha approvato una raccomandazione che prevede che le maggiori banche della UE costituiscano un buffer di capitale che consenta loro di raggiungere, entro la metà del 2012, un coefficiente di patrimonializzazione (espresso in termini di capitale di migliore qualità in rapporto alle attività ponderate per rischio) del 9 per cento, tenendo conto del valore di mercato dei titoli pubblici in portafoglio alla fine di settembre del 2011. È previsto che l’aumento della patrimonializzazione debba avvenire innanzitutto facendo ricorso a capitali privati, mentre va evitato che esso si traduca in una riduzione del credito all’economia. In caso di necessità, i governi potranno intervenire per ricapitalizzare le banche ricorrendo, laddove non disponessero di risorse sufficienti, a prestiti dello European Financial Stability Facility (EFSF).

La finalità dell’esercizio EBA è quella di ridurre il rischio di controparte e riattivare il circuito della liquidità. Senza entrare nella discussione dei pro e dei contro di questa richiesta, dal momento che la sessione di oggi è dedicata a temi congiunturali, giova ricordare che in una prospettiva di medio periodo, l’aumento della patrimonializzazione delle banche può contribuire a contenere il costo della raccolta sui mercati all’ingrosso<sup>5</sup> e, riducendo la

---

<sup>5</sup> Ad esempio, ECB Financial Stability Review (2010), pag. 100: While the level of yields may be affected by many factors, including perceived sovereign risk, the results suggest that in some countries higher-capitalised banks face lower yields than their lower-capitalised peers. The relationship between yields and Tier 1 capital ratios is found to be strong when the credit risk on sovereign and bank debt – as measured by credit spreads – is perceived to be high by market participants.

rischiosità della banca, lo stesso costo del capitale<sup>6</sup>. Inoltre, recenti lavori, tra cui Albertazzi e Marchetti (2010), mostrano che durante la crisi finanziaria scoppiata dopo Lehman la contrazione dell'offerta di credito è risultata più pronunciata per le banche con minore capitalizzazione.

Il rafforzamento patrimoniale richiede una maggiore capacità di alimentare il capitale mediante l'autofinanziamento. In una fase congiunturale non favorevole la redditività operativa delle banche italiane è rimasta bassa. Dal mese di luglio si è accentuata la revisione al ribasso delle attese degli analisti finanziari sulla redditività dei maggiori gruppi bancari per il prossimo triennio. I miglioramenti osservati sui mercati dopo le misure descritte nel paragrafo 2 attenuano, almeno in parte, i rischi al ribasso per la redditività delle banche: l'allentamento delle pressioni sulla provvista, grazie alle misure di supporto alla liquidità bancaria dell'Eurosistema, limita gli effetti negativi sui margini di interesse. D'altro lato, un fattore di incertezza continua a essere rappresentato dalle prospettive macroeconomiche e dal loro impatto sui volumi intermediati e sulla qualità degli attivi bancari. Si rendono necessari ulteriori guadagni sul fronte dell'efficienza operativa.

## **6. Conclusioni**

Le analisi presentate in questo lavoro indicano che le banche italiane sono state colpite dalla crisi del debito sovrano con particolare intensità nella parte finale del 2011. I miglioramenti recenti nella valutazione dei mercati inducono a un cauto ottimismo; le operazioni di liquidità dell'Eurosistema hanno scongiurato una forte contrazione dell'attività creditizia. Sulle prospettive del finanziamento all'economia continua a pesare la possibilità di un aumen-

---

<sup>6</sup> Ad esempio, Jenkins (2011): Minimizing equity makes the balance sheet weak and investor confidence weaker. This raises the cost of bank debt and, most probably, the cost of bank equity.

to del rischio di credito, rischio che dovrebbe essere fronteggiato meglio che in passato grazie al significativo rafforzamento patrimoniale che ha visto protagonisti i maggiori intermediari italiani.

Il rafforzamento delle banche va proseguito, anche mediante guadagni di efficienza che possono accrescere il contributo dell'autofinanziamento alla patrimonializzazione del settore.

## **Bibliografia**

- Ugo Albertazzi e Domenico J. Marchetti (2010), *Credit supply, flight to quality and evergreening: an analysis of bank-firm relationships after Lehman*, Temi di discussione della Banca d'Italia, n. 756, aprile.
- Banca d'Italia (2012), *Bollettino economico*, gennaio.
- Banca d'Italia (2010, 2011), *Rapporto sulla Stabilità Finanziaria*.
- Bank of England (2011), *Financial Stability Report*, dicembre.
- Ben B. Bernanke. e Cara S. Lown (1991), *The Credit Crunch*, Brookings Papers on Economic Activity, 1991:2, pp. 205-39.
- Luca Casolaro, Ginette Eramo e Leonardo Gambacorta (2006), *Un modello econometrico per il credito bancario alle imprese in Italia*, Moneta e Credito, giugno.
- Committee on the Global Financial System (2011), *The impact of sovereign credit risk on bank funding conditions*, CGFS Papers, n. 43, luglio.
- European Central Bank (2011), *Financial Stability Review*, dicembre.
- Robert Jenkins (2011), *Why banks must think carefully before they shrink their assets*, The Times, 14 dicembre.
- Fabio Panetta e Federico Maria Signoretti (2010), *Domanda e offerta di credito in Italia durante la crisi finanziaria*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, n. 63, aprile.





**Prof.ssa Paola BONGINI**

Associato di Economia degli Intermediari finanziari  
nell'Università di Milano - Bicocca

## **Crisi del debito sovrano e raccolta delle banche italiane**

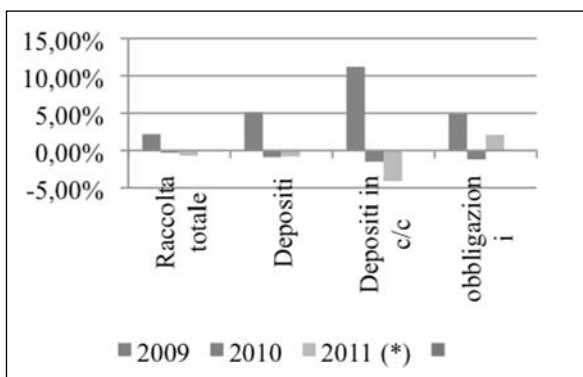
### **1. Premessa**

La crisi del debito sovrano che ha investito i paesi dell'Unione Monetaria ha avuto forti ripercussioni sulla capacità di raccolta delle banche europee; in particolare, gli intermediari hanno registrato aumenti nei costi di raccolta (soprattutto nel segmento a breve termine) e crescenti difficoltà a reperire fondi a lungo termine sui mercati internazionali.

Naturalmente l'impatto della crisi è stato differenziato a seconda della rilevanza del crisi del debito dell'emittente sovrano nazionale: mentre le banche localizzate in paesi marginalmente interessati da incrementi del rischio sovrano hanno potuto salvaguardare il *core* della propria raccolta da clientela ordinaria, mantenendo nel contempo una capacità di accesso alla raccolta *wholesale*, le istituzioni appartenenti ai paesi al centro della crisi hanno visto erodersi anche la base di raccolta più tradizionale e stabile, in larga parte in contropartita di clientela *retail*, e sono state costrette a ricorrere ad emissioni di titoli garantiti in varie forme e al finanziamento del sistema delle banche centrali.

In Italia, il rallentamento della capacità di raccolta complessiva era un fenomeno già in atto sin dal 2009, e riguardava in particolar modo i maggiori gruppi bancari. Il fenomeno si è ovviamente acuito nel biennio 2010-2011 in relazione al quadro di maggiore instabilità generato dall'incremento del rischio sovrano Italia (si veda Fig. 1).

**Fig. 1: Tassi di crescita della raccolta**



FONTE: Banca d'Italia, Bollettini economici (Tav. 6)

(\*) Dati provvisori a novembre 2011. I dati escludono operazioni su cartolarizzazioni, passività interbancarie e debiti verso l'Eurosistema

Di conseguenza, le banche italiane hanno fatto sempre più ricorso ad operazioni garantite (covered bonds) mentre gli incrementi di costo della raccolta hanno riguardato prevalentemente le componenti a vista e al dettaglio; la raccolta obbligazionaria ha invece mostrato marginali aumenti, con riferimento alle emissioni a tasso fisso.

Dato questo contesto di riferimento e la forte dipendenza delle banche italiane dalla raccolta obbligazionaria *retail*, si ritiene opportuno concentrarsi sulle caratteristiche delle emissioni obbligazionarie sul mercato domestico nel triennio 2009- 2011 per verificare:

- se il contesto di elevata turbolenza che ha caratterizzato i mercati dei titoli abbia indotto le banche a modificare le proprie politiche di offerta (in termini di strutture contrattuali e costo);
- se la crisi dei mutui subprime, prima, e quella del debito sovrano, poi, abbia indotto i risparmiatori verso un mutamento nella percezione del rischio emittente e/o rischio di liquidità associato alle obbligazioni bancarie

## 2. Le caratteristiche degli strumenti finanziari: un'analisi a livello micro

Per rispondere ai suddetti quesiti, si sono analizzate le informazioni contenute nella documentazione d'offerta (prospetti e condizioni definitive) riferita a 2.171 collocamenti<sup>1</sup> di un campione di banche che comprende i primi 5 gruppi quotati e i primi tre gruppi bancari non quotati per totale attivo (vedi Tab. 1).

**Tab. 1: Banche del campione**

Unicredit
Banca Intesa
MPS
Banco Popolare
UBI
Banca Popolare di Vicenza
Veneto Banca
Banca delle Marche

Quali evidenze empiriche scaturiscono dall'analisi delle politiche di emissione del campione di banche considerato? In sintesi, è possibile evidenziare <sup>2</sup>:

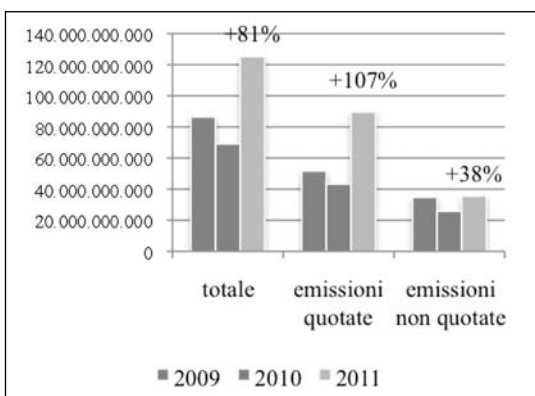
- a) un incremento dei volumi di emissione: + 81% tra il 2010 e il 2011 (fig 2);
- b) una maggiore tendenza, rispetto al passato, verso una semplificazione delle strutture contrattuali (fig 3): cresce soprattutto la componente a tasso fisso;

<sup>1</sup> Si prendono in considerazione: data di emissione e data di scadenza dello strumento, ammontare offerto e quello collocato, valuta di denominazione, struttura della cedola, prezzo di emissione, lo status di emissione quotata o meno, livello della remunerazione offerta, rendimento effettivo lordo a scadenza, rendimento effettivo lordo del corrispondente benchmark (titolo di stato).

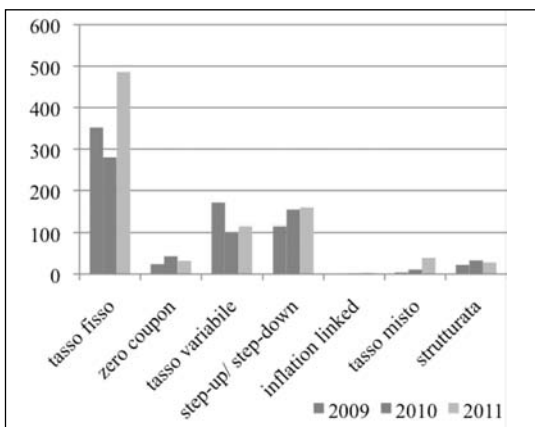
<sup>2</sup> Per un'analisi più approfondita, si rimanda a Bongini, P. e Patarnello A., Capitolo 4, Osservatorio Monetario n.1/2012

- c) un incremento della frequenza delle emissioni (fig. 4): tra il 2010 e il 2011 il numero di emissioni aumenta di circa il 40% per la totalità delle banche del campione. Le banche non quotate forniscono il contributo più rilevante a tale aumento, anche ricorrendo alla quotazione dei propri titoli in mercati organizzati
- d) tassi di assorbimento delle nuove emissioni (espressi dal bid-to-cover ratio) costantemente decrescenti (cfr. fig. 5), soprattutto con riferimento alle emissioni quotate.

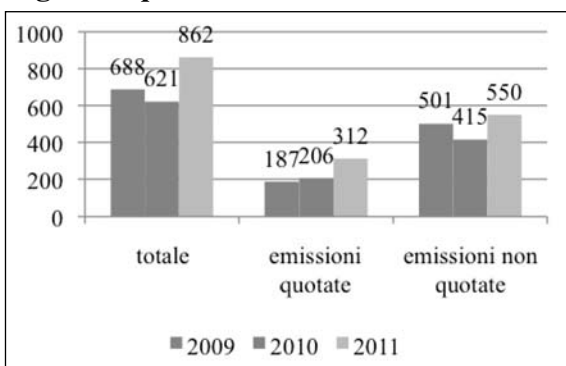
**Fig. 2 Volumi di emissioni**



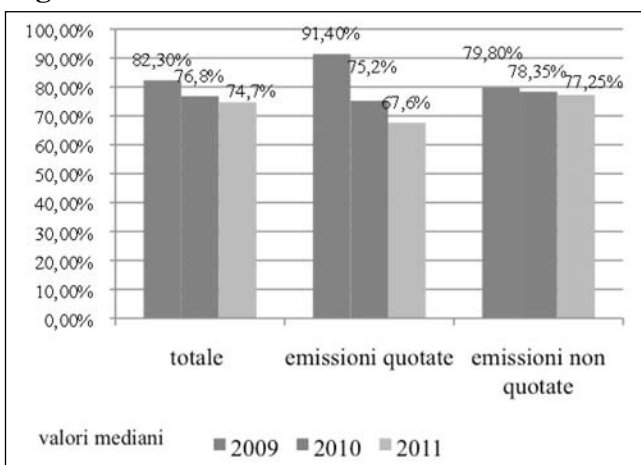
**Fig. 3 Strutture contrattuali**



**Fig. 4 frequenza delle emissioni**



**Fig. 5 Bid-to-cover ratio**

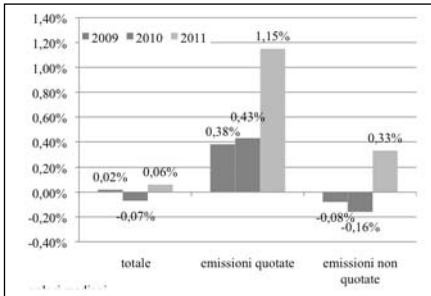


Come anticipato, i costi di raccolta aumentano, sebbene in modo differente a seconda che l'emissione sia quotata o meno: lo spread delle emissioni a tasso fisso rispetto al tasso swap di pari durata è in media positivo e crescente (fig. 6); al tempo stesso aumenta anche lo spread tra il rendimento dichiarato nel prospetto informativo e quello offerto dal titolo di stato utilizzato come benchmark (fig. 7).

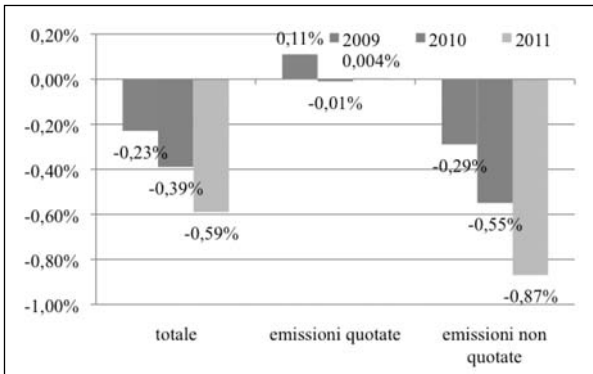
Il problema è che tale spread era e permane negativo. Questo significa, dal punto di vista dell'investitore, che la convenienza economica a sottoscrivere obbligazioni ban-

carie (rispetto ad un titolo di stato benchmark) si riduce.

**Fig. 6 Spread tasso fisso- swap di pari durata**



**Fig. 7 Spread rispetto a titolo di Stato benchmark**



Il quadro offerto fotografa la dialettica tra domanda e offerta di titoli bancari nell'ultimo triennio, dialettica che secondo noi può essere ben sintetizzata dall'andamento della variabile *bid-to-cover ratio* nella fase di crisi considerata.

Da un lato, segnala l'accresciuta necessità di raccogliere risorse da parte dell'offerta ma anche la sua riluttanza ad utilizzare la leva di prezzo per conseguire gli obiettivi di raccolta; dall'altro fa emergere un minore interesse da parte della domanda per i titoli bancari (anche in ragione della suddetta minore volontà ad usare la leva di prezzo), in presenza di schemi contrattuali più semplici e quindi più

leggibili in termini di convenienza economica rispetto al benchmark di riferimento. Infine, potrebbe segnalare una diversa o forse più corretta percezione, da parte degli investitori, del grado di rischio associato alle emissioni, che studi precedenti non avevano riscontrato.

### 3. Le determinanti del bid-to-cover ratio

L'analisi econometrica consente di chiarire quanto i comportamenti del mercato siano motivati da una non corretta formulazione delle condizioni economiche dei prestiti o piuttosto da una diminuita fiducia nei confronti degli emittenti bancari.

Le determinanti del grado di assorbimento possono essere analizzate secondo un modello *panel data* a effetti fissi (per emittente). Il modello mette in relazione il *bid-to-cover ratio* con una serie di variabili esplicative illustrate nel quadro sinottico seguente (Tab. 2) che ne offre una descrizione e indica il segno atteso della relazione.

**Tab. 2 Le determinanti del Bid-to-cover ratio**

VARIABILE	SEGNO ATTESO	SIGNIFICATO	RISULTATO
Rendimento effettivo lordo a scadenza	+	Ci si aspetta un aumento del bid-to-cover ratio (BTC) all'aumentare del rendimento offerto	
Spread su parametro finanziario	+	Anche in questo caso la relazione attesa è positiva: ci si attende un incremento del BTC all'aumentare dei differenziali di remunerazione.	
Spread su titolo di Stato benchmark	-	La relazione attesa è indicata negativa poiché i rendimenti effettivi a scadenza delle emissioni sono sistematicamente inferiori ai rendimenti effettivi lordi del benchmark; in questi casi quindi a riduzioni dello spread partendo da valori negativi dello stesso si accompagnerebbe un aumento della BTC	
Rating della banca	-	Ci si attende una relazione inversa tra BTC e livello di rischio	✓
Volumi offerti	-	Il segno della relazione è atteso negativo al crescere dell'impegno di collocamento	
Struttura contrattuale	?	Il segno della relazione non è definibile a priori, poiché strutture semplici potrebbero incentivare il grado di assorbimento; per contro una maggiore semplicità rende maggiormente visibili possibili svantaggi in termini di remunerazione	✓
Periodo di crisi	-	Ci si attende una diminuzione della percentuale collocata durante la fase di maggiore incertezza	✓
Quotazione del titolo	+	Ci si attendono maggiori livelli di assorbimento per le emissioni quotate caratterizzate da un minore rischio di liquidità	
Quotazione del gruppo di appartenenza dell'emittente	-	La relazione con il BTC è attesa negativa poiché la quotazione fornisce alla banca una visibilità che può avere effetti non desiderati in fasi di turbolenza dei mercati; allo stesso tempo la variabile potrebbe segnalare indirettamente uno svantaggio rispetto a banche di minori dimensioni (non quotate) contraddistinte da elevata capacità di placement nei rispettivi mercati di riferimento	✓



I risultati del test di stima confermano le evidenze dell'analisi descrittiva.

Lo scenario di crisi influenza in modo generalizzato i comportamenti degli investitori: la variabile "periodo di crisi" ha segno negativo atteso ed è significativa.

Nella prospettiva degli emittenti, la scelta di privilegiare strutture contrattuali più semplici non si è tradotta in un miglioramento della loro capacità di placement: la trasparenza delle condizioni di offerta mette in evidenza gli eventuali svantaggi economici dell'emissione, riducendone l'*appeal* presso i risparmiatori.

Le analisi realizzate nel precedente periodo di crisi mostravano una scarsa sensibilità degli investitori ai profili di redditività e liquidità dei titoli bancari: questi risultati sono altresì confermati nella nostra analisi: le variabili in questione, pur con segno atteso, non sono statisticamente significative.

Se il rischio di liquidità resta un elemento non correttamente apprezzato dal mercato retail, la nuova fase di crisi sembra al contrario aver reso gli investitori più attenti all'importanza del rischio emittente nelle decisioni di investimento, come segnala il coefficiente negativo e significativo della variabile "rating".

Infine, le banche quotate sembrano aver subito maggiormente gli effetti della crisi, anche per la maggiore visibilità che una quotazione fornisce loro. La quotazione e gli effetti della crisi sulle quotazioni azionarie sembrano aver amplificato la percezione di rischio emittente presso i risparmiatori.

## 4. Conclusioni

L'esame condotto sulle politiche di emissione delle banche italiane conferma che nel periodo 2009-2011 i titoli offerti sono risultati poco attraenti per gli investitori al dettaglio. La minore attrattività è certamente determinata dalla percezione di una minore affidabilità delle banche, in un contesto di crisi che ha elevato il rischio sistematico e ha reso più complesso discriminare gli operatori del settore sotto il profilo del rischio idiosincratco.

Gli studi, che di recente hanno esaminato le caratteristiche delle emissioni obbligazionarie bancarie, hanno fatto emergere alcuni elementi degni di nota che andrebbero riconsiderati alla luce degli effetti della crisi del debito sovrano. In particolare, con riguardo alla situazione italiana, è stata evidenziata una tendenza, da parte degli emittenti a sfruttare intensivamente il mercato *retail* domestico, che di fatto ha sino ad oggi costituito un mercato *captive* e perciò caratterizzato da costi contenuti; allo stesso tempo i comportamenti degli emittenti sono stati agevolati dall'atteggiamento degli investitori, che hanno mostrato una ridotta capacità di valutare il profilo rendimento-rischio delle emissioni sottoscritte (Grasso *et al.*, 2010). Evidenza di questa situazione è stato fino a periodi recenti, il persistere di spreads negativi sulle emissioni bancarie domestiche rispetto al titolo di Stato benchmark per l'operare di vantaggi informativi a favore delle banche italiane in fase di distribuzione (Belcredi *et al.*, 2011).

Nell'ultima fase di crisi, le analisi della Banca Centrale Europea segnalano anche a livello europeo la tendenza delle banche a ricorrere, in modo più deciso, ai mercati obbligazionari *retail* come reazione a difesa del *funding* a medio lungo termine; tali politiche, tuttavia, si realizzano, a differenza del caso italiano, accettando livelli di costi coerenti e allineati al rispettivo rischio sovrano (ECB, 2011).

In questo contesto, le banche italiane sono chiamate presumibilmente a prestare maggiore attenzione ad alcuni elementi di criticità che nei prossimi mesi potrebbero significativamente condizionare l'attività di raccolta sui mercati obbligazionari.

E' molto probabile, in primo luogo, che il ricorso al mercato obbligazionario debba realizzarsi a condizioni di costo meno favorevoli rispetto al passato poiché appare ormai difficile giustificare una minore remunerazione rispetto al benchmark di riferimento.

D'altro canto, in una situazione in cui l'emittente sovrano italiano è sottoposto a forti pressioni speculative, e talvolta a movimenti di mercato irrazionali, occorre valutare l'opportunità e la possibilità di utilizzare per le emissioni bancarie benchmark di riferimento alternativi idonei ad esprimere più correttamente le relazioni di rischio-rendimento.

Sotto una diversa, ma non meno rilevante prospettiva, deve essere considerato che le norme di terzo livello della Direttiva Mifid imporranno un maggior grado di trasparenza agli emittenti: i vincoli ora imposti dalla normativa in tema di emissioni cd. "illiquide" avranno il presumibile effetto di portare alla quotazione in un mercato, regolamentato o non, le emissioni bancarie, con evidenti effetti su strutture contrattuali e costi.

## **Bibliografia**

European Central Bank (2011), Euro Area markets for long term debt financing instruments: recent developments, state of integration, and implications for monetary policy transmission, Monthly Bulletin, November

Belcredi, M., Croci, E., Del Giudice, A. (2011), Il silenzio degli agnelli. Risparmiatori e obbligazioni bancarie in Italia, Mercato Concorrenza Regole, n.1

Grasso, R., Linciano, N., Pierantoni, L. e Siciliano, G. (2010), Le obbligazioni emesse dalle banche italiane, Consob, Studi e Ricerche n. 67

**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.  
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 Akros S.p.A.  
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 Credito Cooperativo di Cambiano  
Banca Fideuram S.p.A.  
Banca del Fucino S.p.A.  
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 S.p.A.  
Banca Popolare di Ancona S.p.A.  
Banca Popolare di Bari  
Banca Popolare di Bergamo S.p.A.  
Banca Popolare di Cividale Scpa  
Banca Popolare Commercio e Industria S.p.A.  
Banca Popolare dell'Emilia Romagna  
Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio  
Banca Popolare di Marostica  
Banca Popolare del Mezzogiorno S.p.A.  
Banca Popolare di Milano  
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 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 Sistema 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  
BCC di Spello e Bettona  
Carifermo 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 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 S.p.A.  
Cassa di Risparmio di Rimini S.p.A.  
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.  
Cedacri S.p.A.  
Centrobanca S.p.A.  
Credito Artigiano S.p.A.  
Credito Bergamasco S.p.A.  
Credito Emiliano S.p.A.  
Credito Industriale Sammarinese 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.  
Extra Banca S.p.A.  
Federazione Lombarda Banche di Credito Cooperativo  
Federkasse  
Finanziaria Internazionale Holding S.p.A.  
Ing Direct  
Intesa SanPaolo S.p.A.  
Istituto Bancario Lavoro S.p.A.  
Istituto Centrale Banche Popolari Italiane  
Mediocredito Trentino Alto Adige S.p.A.  
Pravex Bank PJSCCB  
SEC Servizi Scpa  
SIA S.p.A.  
State Street Bank S.p.A.  
UBI Banca Scpa  
UBI Banca Private Investment S.p.A.  
UBI Pramerica SGR S.p.A.  
Unicredit S.p.A.  
Unione Fiduciaria S.p.A.  
Unipol Banca 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.  
Consilia-Business Management  
Crif Decision Solution S.p.A.  
Finsibi S.p.A.  
Fondazione Cassa di Risparmio di Biella S.p.A.  
Pitagora S.p.A.





## ELENCO DEGLI ULTIMI QUADERNI PUBBLICATI

PER L'ELENCO COMPLETO DELLE PUBBLICAZIONI ASSBB CONSULTARE IL SITO  
[www.assbb.it](http://www.assbb.it)

I testi precedenti sono disponibili a richiesta

- N. 250 "BANCA, IMPRESA E MERCATI: LA SFIDA DELLO SVILUPPO" **Commenti**  
C. Faissola - M. Perini - G. Vegas - aprile 2009
- N. 251 "QUALE BANCA DOPO LA CRISI?" **Commenti** M. Lossani - A. Baglioni - E.  
Beccalli - P. Bongini - E. Panetta - A. Sironi - marzo 2009
- N. 252 "NUOVE REGOLE PER UN'ATTIVITÀ BANCARIA ETICA."  
"COMPORAMENTI DEL BUON BANCHIERE" **Commenti** 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. Viciago - E. La Mecca - V. Missab - L. Moscatello - 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"  
I. Pagnoncelli - aprile 2011
- N. 261 "LE PROSPETTIVE DELLA REDDITIVITÀ"  
A. banfi - G. Piccini - C. Salvatori - aprile 2011
- N. 262 "SCENARI DI CONTESTO ECONOMICO"  
L. Lossaci - R. Sabbatini - A. Campenile - aprile 2011
- N. 263 "IL FUNDING DELLE BANCHE ITALIANE: PROBLEMI E PROSPETTIVE"  
G. Vaciaga - M. Bianconi - G. De Felice - maggio 2011
- N. 264 "GLI SCENARI DELLA REGOLAMENTAZIONE E DEI CONTROLLI: COSTI  
ED OPPORTUNITÀ PER L'INDUSTRIA BANCARIA E FINANZIARIA"  
R. Ranci - V. Conti - G. Sabatini - A.M. Tarantola - giugno 2011

- N. 265** “**ALLA RICERCA DELL'EQUILIBRIO DI MEDIO/LUNGO PERIODO NELLE GESTIONI BANCARIE**”  
Prof. Tancredi Bianchi - marzo 2012
- N. 266** “**TRE PROTAGONISTI DEL NOVECENTO: MENICHELLA, MATTIOLI, DELL'AMORE**”  
G. Conti - A. Cova - S. La Francesca - aprile 2012

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](mailto:bpci-assbb@bpci.it) - sito web: [www.assbb.it](http://www.assbb.it)

Stampato da Grafica Briantea Srl - Usmate (MI)

Aprile 2012