

## Quando il credito di un paese si ferma... al semaforo

di Roberto Baviera e Davide Lebovitz

24/04/2014 16:20

Come un qualsiasi debitore sa bene, ciò che a volte è rilevante, non è il costo del debito *tout-court* ma l'aver o meno un accesso al credito. La domanda tabù che sembra essere circolata sul mercato è: un paese come l'Italia può riuscire sempre a collocare il suo debito?

Ricordiamo ai non addetti ai lavori che lo stato italiano ha, in media, circa 200 miliardi di Euro di debito in scadenza ogni anno. Questo debito, come d'altra parte quello di tutti i paesi, viene finanziato con nuovo debito. Un costante accesso al mercato risulta cruciale per poter collocare circa 20 miliardi ogni mese di nuovo debito "semplicemente" in sostituzione del vecchio.

Chiaramente questa domanda può essere riformulata per un qualsiasi paese, ma nel caso di Italia e nell'area Euro della Spagna, viste le dimensioni del loro debito, risulta particolarmente rilevante per comprendere il comportamento del *policy maker* europeo ed in particolare le *unconventional measures* attuate dalla Banca Centrale Europea.

### Una possibile risposta alla domanda

Nassim Taleb nel suo *Dynamic Hedging* [1] cita una regola non scritta dei mercati: "The market always tends to flow to simplicity". Al fine di rispondere a questa domanda ci piacerebbe disporre di un indicatore semplice e diretto — nell'ottica di Taleb — dello stato di turbolenza del mercato per un emittente, cioè di un vero e proprio semaforo:

Rosso: accesso al mercato bloccato;

Giallo: accesso limitato e a rischio blocco;

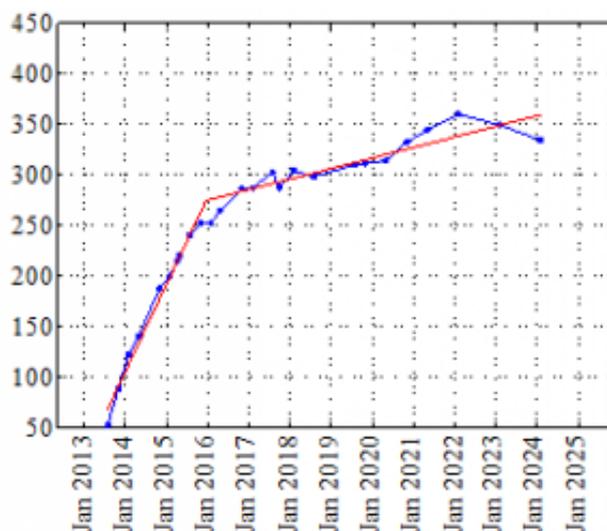
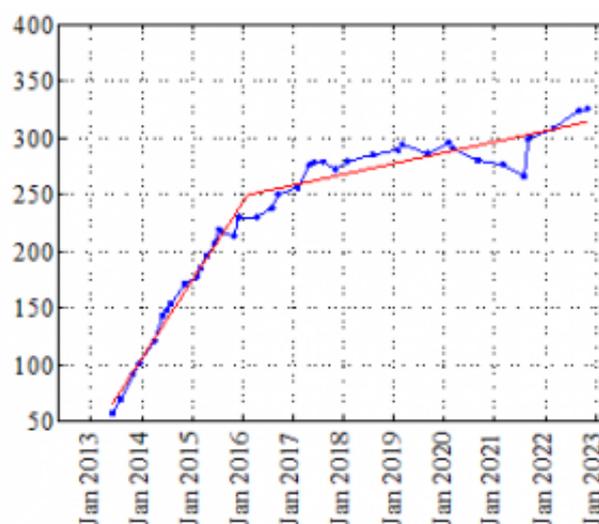
Verde: accesso consentito (nei limiti dati dalla congiuntura...).

Non essendone disponibile uno soddisfacente per questo scopo né abbiamo costruito uno *ex-novo*: sfortunatamente anche nel considerare un semplice semaforo, quando lo si vuole costruire si cade necessariamente (almeno un poco) nel tecnico.

L'elemento base è la curva di rendimenti relativi (*spread*) rispetto ad una curva di tassi d'interesse *risk-free* ovvero priva di rischio di credito.

Tecnicamente si considera la Curva dell'*Asset-Swap-Spread* verso OIS (chiamata nel seguito per semplicità: *curve*) dei titoli governativi di Italia e Spagna. Questa è "moralmente" equivalente al noto spread contro i titoli governativi tedeschi,

titoli da cui si ottiene un'altra curva considerata *risk-free* dal mercato. La curva in questione è più semplice da costruire per la regolarità delle date negli swap OIS; inoltre non presenta il problema dovuto al cambio del titolo *benchmark*. Lo strumento è anche più generale, dal momento che può essere ottenuto per qualsiasi emittente e non è limitato al mercato delle obbligazioni governative. In Figura 1 viene mostrato ad esempio come appare la *curve* in una normale giornata di mercato per l'Italia e la Spagna.

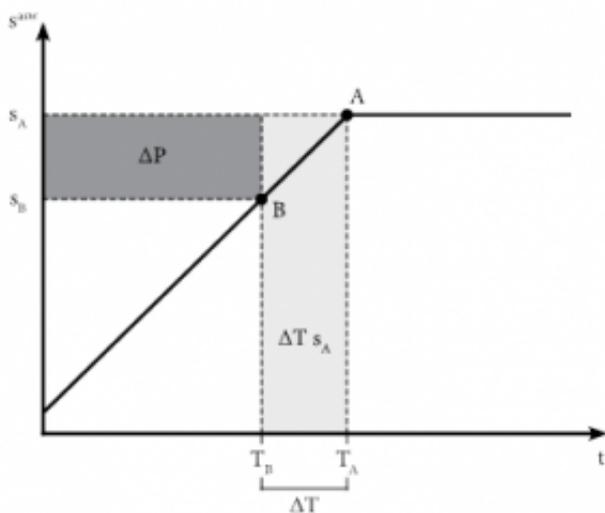


**Figura 1:** curve per il giorno 15 Marzo 2013 per l'Italia (a sinistra) e per la Spagna (a destra)

In Figura 1, si osserva che la *curve* è ben descritta da un gomito, ovvero da una retta spezzata in un punto, chiamato *Time-to-Structural-Change* (di seguito *time*), tipicamente

collocato entro i 10 anni, i.e. nella zona di maggior liquidità della curva dei governativi. Dopo questo punto la **curve** risulta essere quasi costante o con una debole pendenza su orizzonti medio lunghi. Inoltre per un emittente governativo, è difficile che il mercato ritenga probabile un default sul brevissimo termine e quindi ci si attende che la **curve** tenda a valori molto bassi sul breve.

La presenza di un gomito netto è rilevante in un mercato di titoli liquidi come può essere quello dei governativi e rende possibile rappresentare la **curve** con altri due indicatori oltre allo **spread** a 10y, classica quantità oramai nota anche l'uomo della strada: il **time** e la pendenza sul primo tratto prima del gomito (**slope**). Con questi tre indicatori abbiamo una descrizione semplificata ma completa della **curve**, che abbiamo riportato in Figura 2.



**Figura 2: descrizione semplificata della curve e le due tipologie di profitto per un carry-trader**

Mentre risulta oramai chiaro a chiunque il significato dello **spread**, ovvero il costo richiesto dal mercato in più rispetto ad un titolo **risk-free** per remunerare il rischio assunto nel detenere obbligazioni a 10 anni di quel dato emittente, bisogna spendere qualche parola in più sugli altri due indicatori. A questo fine risulta utile considerare il comportamento di un **carry-trader** in titoli governativi, tipico investitore in obbligazioni di paesi periferici dell'area Euro. Tale investitore, si immunizza dal rischio tasso d'interesse acquistando il titolo periferico e contemporaneamente sottoscrivendo un **asset swap** di pari scadenza (ovvero entra in quello che nel gergo è chiamato un **asset swap package** o semplicemente un **package**). Inoltre, il **carry-trader** costruisce la propria strategia d'investimento ragionando in uno scenario di curva di asset swap spread che non si modifica nel tempo. Chiaramente tra tutti i package relativi al paese d'interesse tenderà ad acquistare quello che massimizza la propria strategia d'investimento in un dato intervallo di tempo

$\Delta T$

(**carry**). In Figura 2 viene mostrato il caso in cui l'investitore entra in un package con scadenza nel punto di **structural change** (punto A in figura). Se l'investitore detiene il package per un

tempo

$$\Delta T = T_A - T_B$$

(e quindi il package, trascorsi

$\Delta T$

, ha scadenza residua

$T_B$

) ha un duplice guadagno: da una parte si garantisce l'extra rendimento determinato dallo spread in asset

$$\Delta T \cdot s_A$$

, dall'altro vende il package ad un prezzo maggiore. Infatti, nello scenario descritto, un nuovo package sul mercato garantisce uno spread

$s_B$

inferiore a

$s_A$

, e quindi dalla liquidazione del package in suo possesso il **carry-trader** incassa un prezzo maggiore di quello iniziale per un ammontare

$\Delta P$

circa pari a

$$T_B \cdot (s_A - s_B)$$

, cioè la scadenza residua del titolo moltiplicata per il guadagno in termini di spread. Risulta quindi evidente dalla figura che un **carry-trader** raggiunge il suo obiettivo di massimizzare la strategia d'investimento acquistando titoli con scadenza sul gomito.

Il **time** diventa quindi da una parte l'orizzonte temporale che è di particolare interesse per un tipico investitore, dall'altra l'orizzonte fino al quale è più semplice per un emittente collocare le proprie obbligazioni grazie alla presenza di una domanda sempre vivace. Infine, risulta utile mediare sul mese il **time**: ricordiamo che il nostro fine è quello di ottenere un indicatore dell'accesso al mercato non il singolo giorno ma su una finestra di interesse per il **policy maker**, i.e. il mese.

Prima di analizzare nel dettaglio la situazione forse è utile ricordare i principali **market interventions** da parte dei **policy makers** europei, che sono brevemente riassunti in Tabella 1.

**Tabella 1: principali market interventions attuati dai policy makers europei**

**SIGLA**

**DESCRIZIONE**

**DATA**

## AMMONTARE

## PROMOTORE

GLF

Prestito alla Grecia Maggio '10 €110 miliardi

UE e FMI

SMP

Acquisto sul secondario titoli Stato Maggio '10, agosto '11 €210 miliardi

BCE

LTRO

Long Term Repo Dicembre '11 e feb. '12 €1052 miliardi

BCE

ESM

Assistenza agli Stati membri Giugno '12 (come EFSF) €40 miliardi

UE

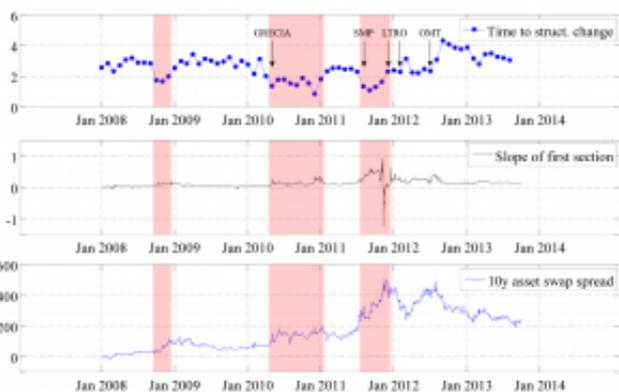
OMT

Acquisto di titoli di Stato a breve di Paesi in difficoltà economica  
Annunciato in luglio '12 Senza limiti, inutilizzato

BCE

L'ultima indicazione rilevante ci viene dalla **slope**. Quando diventa più pendente ci segnala che gli investitori richiedono un **carry** più elevato per remunerare il proprio rischio. Una **slope** invertita è indice di un blocco nell'accesso al credito: la percezione del mercato è di un emittente che sta per entrare in una ristrutturazione o un **default** sul debito.

Qui di seguito vengono riportati i valori dei tre indicatori nel tempo per l'Italia (Figura 3).



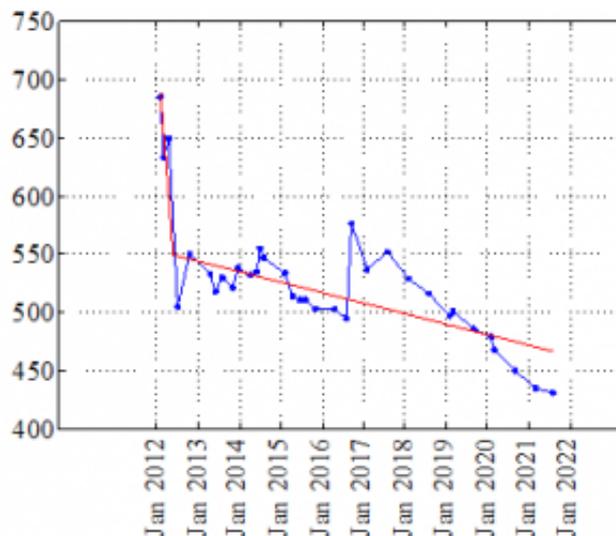
**Figura 3: i tre indicatori considerati per l'Italia, sono state evidenziate le fasce di maggior percezione di difficoltà di collocamento del debito: fallimento Lehman, crisi greca e crisi italiana. Queste fasce sono caratterizzate non solo dall'allargamento dello **spread** ma anche dalla riduzione del **time** sotto il valore critico discusso nel testo**

In Figura 3 si denotano tre zone principali, in cui il **time** scende

addirittura sotto la soglia dei due anni: ricordiamo che l'anno, ovvero l'arco di tempo coperto da una finanziaria è l'intervallo di credibilità minimo per un paese. Notiamo, confrontando i grafici, che la **slope** e lo **spread** a 10y aumentano, con diversa intensità, nelle fasce evidenziate. Queste tre zone designano tre particolari avvenimenti che hanno condizionato l'accesso al credito dello Stato italiano. In un primo tempo il fallimento di Lehman, nel mese di Settembre 2008, ha posto dei dubbi sulla stabilità finanziaria mondiale. Successivamente la crisi greca ha mostrato l'insostenibilità del debito nel maggio 2010; in tale data assistiamo il simultaneo allargamento dello **spread** e del **time** sotto i 2 anni. Questa fase di incertezza si protrae fino alla fine dell'anno, con il **time** che supera i 2 anni solo a febbraio 2011. Il **time** scende sotto la soglia dei 2 anni nel mese di agosto 2011, di nuovo in concomitanza con l'allargamento dello **spread**: i **policy maker** europei decidono prontamente di estendere il programma SMP anche a Italia e Spagna. Osserviamo anche che a seguito dell'inversione della **slope** a novembre 2011, è stata attivata LTRO: la **unconventional measure** più rilevante almeno (ma come vedremo, non solo) in termini di volumi coinvolti.

Risultati analoghi a quelli descritti valgono per la Spagna.

Interessante osservare la **curve** il giorno in cui è avvenuta l'inversione della **slope** per l'Italia: gli investitori non comprano nuove obbligazioni anzi cercano di liberarsi di quelle in portafoglio percependo come immediata la possibilità del default. Immediatamente dopo l'inversione della **slope** viene attivata LTRO. Al contrario di quanto emerge da un'analisi condotta solo sullo **spread**, alla luce di questo studio risulta pienamente comprensibile il timing della misura e se né evidenza l'efficacia nello sbloccare l'accesso al mercato per Italia e Spagna.



**Figura 4: curve delle obbligazioni italiane il 9 Novembre 2011, il giorno in cui è avvenuta l'inversione di pendenza**

Il nostro semaforo è presto costituito. Nel caso in cui **time** diminuisce rapidamente tanto da scendere addirittura sotto 2 anni in concomitanza con l'allargamento dello **spread**, abbiamo un segnale di primo malessere (Giallo), quando il mercato è invertito con elevata pendenza in valore assoluto il mercato è bloccato per l'emittente (Rosso).



**Figura 5: zone di difficoltà di accesso al credito evidenziate dal semaforo proposto**

In Figura 5 viene mostrato il funzionamento del semaforo proposto e viene messo in relazione agli interventi dei *policy makers* adottati. A parte la prima zona gialla dell'Italia che corrisponde al fallimento di Lehman, si nota che l'ingresso in una zona gialla comporta sempre l'intervento dei *policy makers*. In particolare l'ingresso nella zona rossa rende necessario l'attuazione di LTRO: la grave situazione di crisi giustifica pienamente la rilevanza della misura adottata.

Il semaforo descritto rientra sicuramente nei desiderata di Taleb — e forse del mercato — per semplicità ed immediatezza; inoltre, dal momento che questo strumento sembra individuare le condizioni di criticità del mercato che hanno determinano l'intervento dei *policy makers* europei, forse merita (almeno) una rapida occhiata.

[1] N. Taleb, *Dynamic Hedging: Managing Vanilla & Exotic Options*, Wiley (1997).

## Il punto sulle politiche monetarie non convenzionali

di Emilio Barucci, Stefano Corsaro e Carlo Milani

24/04/2014 11:45

### EXECUTIVE SUMMARY

Sull'onda della crisi economico-finanziaria, la BCE e le banche centrali dei maggiori paesi sviluppati hanno implementato politiche monetarie non convenzionali di varia natura: dall'acquisto di titoli all'iniezione di liquidità nel sistema finanziario. La valutazione in merito alla loro efficacia è controversa: da un lato queste misure sembrano avere avuto un effetto sull'andamento di alcune grandezze finanziarie, dall'altro esse non sono state in grado di invertire l'andamento dei principali indicatori economici (almeno in Europa). Tali politiche presentano inoltre delle criticità e delle controindicazioni che non possono essere sottovalutate. Nelle pagine che seguono facciamo il punto sugli effetti delle misure adottate dalle BCE, con un particolare focus sull'Italia, e valutiamo la possibilità che la BCE attui ulteriori iniziative non convenzionali.

### SMP E LTRO: COSA E' STATO FATTO SINO AD ORA

Le politiche monetarie non convenzionali messe in atto (o annunciate) sino ad adesso dalla BCE sono il *Securities Markets Programme* (SMP), le *Longer-Term Refinancing Operations* (LTRO) e le *Outright Monetary Transactions* (OMT). Portate avanti con convinzione in particolar modo dall'attuale presidente Mario Draghi, tali politiche hanno avuto effetti non trascurabili sulle economie europee.

Il SMP prevedeva l'acquisto sui mercati secondari dei titoli di Stato accettati dalla BCE come collaterale nelle operazioni di rifinanziamento: il programma è stato attivato nel maggio 2010 per Grecia, Irlanda e Portogallo ed è stato esteso, nell'agosto 2011, a Spagna ed Italia. Gli ultimi acquisti compiuti sotto

l'ombrello del SMP risalgono al settembre 2012; in totale sono stati impiegati 218 miliardi di euro, di cui 103 per l'acquisto di titoli di Stato italiani.

L'impatto del programma sugli spread dei titoli di Stato è stato immediato e significativo: durante il primo giorno di operatività, lo spread tra titoli di Stato greci e tedeschi calò di oltre 400 punti; all'atto della riattivazione nel 2011, gli spread spagnoli e italiani calarono di oltre 100 punti. Anche l'effetto di lungo periodo sui rendimenti è significativo ed è stimato in una diminuzione compresa tra 0,1 e 7 punti base per le obbligazioni a dieci anni per ogni 100 milioni di euro di titoli acquistati (rispettivamente, per Italia e Irlanda) (Ghysels et al., 2014). Simili risultati sono stati riscontrati per le obbligazioni italiane a cinque anni (diminuzione tra 1 e 2 punti base per ogni miliardo di titoli acquistati), per gli altri paesi i valori sono compresi tra i 3 e i 21 punti base. Si stima che circa i tre quarti di tali effetti abbiano natura permanente (Eser et al., 2013). Secondo alcune analisi gli effetti del SMP potrebbero addirittura attestarsi attorno ai 200 punti base sui titoli italiani a 2 e 10 anni (Casiraghi et al., 2013). Gli acquisti della BCE sembrano avere anche ridotto in misura significativa la volatilità delle obbligazioni governative (Ghysels et al., 2014).

Tramite le LTRO, le banche dell'eurozona hanno ottenuto circa 1.000 miliardi di euro dalla BCE ad un tasso dell'1%; un quarto dei fondi è andato alle banche italiane. Le due aste a tre anni, risalenti al dicembre 2011 e al febbraio 2012, hanno immesso nel sistema un ammontare di liquidità aggiuntiva pari a circa 523 miliardi. La possibilità di *early repayment* della liquidità ottenuta nelle aste a tre anni è stata ampiamente utilizzata soprattutto dalle banche non italiane; solo nei primi tre mesi del 2014 sono stati restituiti fondi per oltre 60 miliardi. A fine 2013, le banche italiane detenevano ancora 232 miliardi di fondi LTRO, con un tasso di restituzione del 15%, contro una media del 39% nell'area euro. Le banche italiane stanno comunque accelerando la restituzione dei fondi (BCE, 2014a; BCE, 2014b; Banca d'Italia, 2013).

Uno degli obiettivi principali del programma era quello di porre rimedio all'impasse che si era venuta a creare nel mercato interbancario a causa della crisi di fiducia reciproca riguardo alla solidità patrimoniale e di liquidità delle controparti. E' stato stimato che le iniezioni di liquidità delle LTRO abbiano diminuito in modo permanente i tassi di interesse sul mercato interbancario di circa 70-100 punti base. Non c'è invece evidenza riguardo ad un loro effetto significativo sui rendimenti delle obbligazioni governative (Casiraghi et al., 2013).

Buona parte dei fondi che le banche italiane hanno ottenuto nell'ambito delle LTRO è stata utilizzata per comprare titoli di debito pubblico nostrani: tra il dicembre 2011 e il settembre 2013 gli acquisti netti sono stati pari a 150 miliardi di euro, portando il totale di obbligazioni pubbliche detenute a quota 386 miliardi. La quota di attività detenute dagli istituti di credito rappresentata dai titoli di Stato è passata dal 6 al 10%. Oltre l'80% di tali acquisti ha riguardato obbligazioni di durata pari o inferiore a 5 anni; conseguentemente, la durata residua media dei titoli pubblici è calata da 5,8 a 4,3 anni.

Le banche italiane mostrano un calo della raccolta pari al 3% nel periodo settembre 2012 - settembre 2013, soprattutto a causa della restituzione dei fondi della BCE e della diminuzione della

raccolta all'ingrosso, che continua a mostrare andamenti altalenanti, principalmente ricollegabili ai tassi sulle obbligazioni governative; la contemporanea diminuzione dei prestiti ha portato ad una diminuzione del *funding gap* che è risultato essere al 12,2% nel settembre 2013, in diminuzione di 7 punti rispetto al 2011, su livelli oramai non lontani dalla situazione pre-crisi. In vista dei futuri stress test, le banche italiane si presentano in buone condizioni, sebbene il ruolo dei fondi delle LTRO risulti essere ancora rilevante (Banca d'Italia, 2013; Barucci, Corsaro e Milani, 2014).

## I LIMITI DELLE POLITICHE MONETARIE NON CONVENZIONALI

Oltre agli effetti positivi su rendimenti e volatilità, le politiche monetarie non convenzionali della BCE hanno apportato benefici alle economie nazionali dell'eurozona. Per valutare appieno queste operazioni occorre considerare anche alcune criticità del SMP e delle LTRO (nonché dell'ancora inutilizzato OMT) e i problemi ancora aperti.

La crisi economico-finanziaria ha duramente colpito gli investimenti nell'area euro, crollati di oltre il 15% dal picco del primo trimestre del 2008 al terzo trimestre del 2013. Tra marzo e settembre del 2013 si è assistito ad un lieve recupero (0,6%) che dovrebbe rafforzarsi nel prossimo triennio. L'inversione di rotta risulta essere debole a causa di una molteplicità di fattori, tra cui l'elevata incertezza, che incide negativamente sul livello di fiducia, le difficili condizioni di accesso al credito bancario e una domanda persistentemente debole (BCE, 2014a; BCE, 2014b).

I fondi ottenuti nell'alveo delle LTRO sono stati utilizzati dagli istituti italiani principalmente per acquistare titoli di stato nazionali. Non vi è comunque evidenza che l'acquisto di obbligazioni pubbliche sia legato alla diminuzione dei prestiti all'economia: la correlazione tra le due variabili a livello di singolo intermediario è infatti nulla (Banca d'Italia, 2013). La dinamica del credito nell'eurozona rimane debole: mentre i prestiti alle famiglie sono in leggero aumento, quelli a società non finanziarie presentano una diminuzione del 3,1% su base annua. Il dato appare allarmante una volta che si consideri che nell'economia statunitense e britannica è stata riscontrata una correlazione positiva tra la crescita del PIL e i flussi di credito a privati e società non finanziarie (BCE, 2014a; BCE, 2014b).

In Italia, a fine 2013, la diminuzione del credito nei confronti delle imprese non finanziarie risulta essere pari a circa il 6% su base annua, il dato è superiore rispetto al calo dei prestiti concessi alle famiglie (-1%). Le imprese e le famiglie del nostro paese devono inoltre sopportare tassi di interesse più elevati rispetto alla media dell'eurozona; nel corso del 2013, il differenziale tra Italia ed eurozona per le nuove erogazioni di credito è ulteriormente aumentato, attestandosi rispettivamente all'1% e allo 0,6%. (Banca d'Italia, 2013).

L'acquisto di obbligazioni pubbliche e i fondi forniti all'economia tramite le LTRO hanno più che raddoppiato il bilancio della BCE tra il 2007 e il 2013 (nello stesso lasso di tempo, il bilancio della FED è raddoppiato e quello della Banca d'Inghilterra è quadruplicato); tra il 2007 e il 2012, il rapporto tra titoli detenuti dalla BCE e PIL dell'eurozona è aumentato significativamente: da meno del 15% a più del 30%. La ripresa delle quotazioni ha portato benefici ai bilanci degli istituti centrali, ma l'aumento dei

tassi di interesse potrebbe portare a perdite in futuro (Santor e Suchanek, 2013).

## NUOVE MISURE NON CONVENZIONALI ALL'ORIZZONTE?

Nonostante la minore turbolenza dei mercati finanziari, le criticità dell'attuale congiuntura economica non permettono di escludere la possibilità che la BCE possa ricorrere a misure non convenzionali in futuro: anche a causa della mancanza di politiche fiscali e strutturali, la politica monetaria è chiamata ancora a svolgere un ruolo da supplente. Due sono in particolare i fattori che potrebbero spingere la BCE a promuovere politiche monetarie non convenzionali: il rischio di deflazione e la sopravvalutazione dell'euro.

Lo scenario della deflazione potrebbe non essere lontano. La media dell'inflazione, pari al 2,5% nel 2012, si è infatti dimezzata nel 2013; da novembre a marzo essa è ulteriormente diminuita, passando dallo 0,9% allo 0,5%. Sebbene le prospettive di medio periodo rimangano ancorate al 2%, le previsioni indicano che solo nel 2016 la crescita dei prezzi raggiungerà valori "inferiori ma vicini" all'obiettivo di lungo termine del 2%.

Le prospettive di ripresa economica sono oltretutto ostacolate dalla moneta unica, troppo forte rispetto ai principali concorrenti internazionali. Negli ultimi 12 mesi, l'euro si è apprezzato del 5,3% rispetto ai 20 principali partner commerciali dell'eurozona: gli aumenti maggiori hanno riguardato il tasso di cambio nominale tra euro e renminbi, dollaro statunitense e yen (quest'ultimo deprezzatosi in termini relativi di oltre il 19%) (BCE, 2014a; BCE, 2014b).

Queste considerazioni, unite ai punti critici illustrati nel precedente paragrafo, potrebbero aprire la strada a nuove misure non convenzionali. Il ventaglio delle opzioni a disposizione della BCE comprende:

a) Tassi di interesse negativi. I tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale sono state recentemente confermate allo 0,25%, 0,75% e 0,00%. La strada dei tassi di interesse negativi, seguendo l'esempio danese in cui i tassi di interesse sui depositi sono negativi dalla metà del 2012, per molti analisti non porterebbe a benefici rilevanti, non riuscendo ad incidere sulle politiche creditizie in modo efficace (Banca di Danimarca, 2012 e 2013).

b) Iniezione di liquidità. Un'ulteriore tornata di LTRO potrebbe non essere la medicina giusta visto che gli istituti bancari stanno restituendo i precedenti prestiti.

c) *Funding for lending*. La BCE potrebbe valutare di seguire l'esperienza inglese del *funding for lending*, ove i prestiti della banca centrale vengono concessi agli intermediari creditizi a tassi più favorevoli se accompagnati da un aumento degli impieghi nei confronti di famiglie e imprese (Churm et al., 2012).

d) *Quantitative easing*. La BCE potrebbe sperimentare il programma di *quantitative easing* (QE) praticato assiduamente dalla FED negli ultimi anni con l'acquisto di titoli. Aperture verso questa ipotesi sono giunte da alcuni componenti del *board* della BCE, così come dei segni di disgelo sono giunti recentemente dalla Bundesbank, che si è detta favorevole alla mancata sterilizzazione dei 175 miliardi di euro di titoli di Stato di paesi dell'area euro acquistati dalla BCE nell'ambito del SMP. La

discussione circa l'attuazione di un programma di QE da parte della BCE riguarda i criteri di ripartizione degli acquisti tra i diversi stati membri dell'area euro, onde evitare che alcuni paesi possano trarre un vantaggio superiore a quello di altri. Una delle ipotesi più accreditate è quella dell'acquisto di titoli sovrani in proporzione alle quote di capitale della BCE detenute dai vari paesi dell'area.

5) Cartolarizzazioni. Un'altra ipotesi caldeggiata è l'estensione dei tipi di cartolarizzazioni che la BCE potrebbe accettare come collaterale. Tale decisione faciliterebbe ulteriormente l'afflusso di liquidità dalla banca centrale alle banche, nella speranza che la stessa venga poi trasmessa all'economia reale. Il mercato europeo delle cartolarizzazioni sembra però di dimensioni troppo limitate affinché una tale decisione abbia effetti concreti.

Torneremo a breve con un'analisi delle diverse misure che sono sul tavolo della BCE.

#### BIBLIOGRAFIA

- Banca Centrale Europea. *Bollettino mensile*, gennaio. 2014.
- Banca Centrale Europea. *Bollettino mensile*, aprile. 2014b.
- Banca Centrale Europea. *Details on securities holdings acquired under the Securities Markets Programme*. Press release. 2013.
- Banca d'Italia. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*. Numero 6. 2013.
- Banca di Danimarca, *Interest rate reduction*, 2012.
- Banca di Danimarca, *Interest rate increase*, 2013.
- Barucci Emilio, Stefano Corsaro e Carlo Milani. *Asset quality review e stress test. Cosa ci aspetta?* FinRiskAlert.it. 2014.
- Casiraghi Marco, Eugenio Gaiotti, Lisa Rodano, Alessandro Specchi. *The impact of unconventional monetary policy on the Italian economy during the sovereign debt crisis*. Questioni di economia e finanza (occasional papers) no. 203. Banca d'Italia. 2013.
- Churm Rohan, Amar Radia, Jeremy Leake, Sylaja Srinivasan, Richard Whisker. *The funding for lending scheme*. Banca d'Inghilterra. 2012.
- Eser Fabian, Bernd Schwaab. *Assessing asset purchases within the ECB's Securities Markets Programme*. ECB Working Paper Series no. 1587. 2013.
- Ghysels Eric, Julien Idier, Simone Manganelli, Olivier Vergote. *A high frequency assessment of the ECB securities market programme*. ECB Working Paper Series no. 1642. 2014.
- Santor Eric, Lena Suchanek. *Unconventional monetary policies: evolving practices, their effects and potential costs*. Bank of Canada review. 2013.

---

## Unione bancaria: approvato il meccanismo unico di risoluzione delle crisi

16/04/2014 14:58

La plenaria del Parlamento europeo a Strasburgo ha approvato ieri, dopo lunghe trattative, il meccanismo unico di gestione delle crisi creditizie che costituisce il secondo pilastro dell'unione bancaria.

Comunicato Stampa

Per conoscere le modalità di funzionamento del meccanismo unico di risoluzione clicca qui.

---

## Requisiti patrimoniali delle banche: la BCBS ha posto regole per il controllo e la misurazione dei fidi bancari

16/04/2014 10:27

La BCBS ha, oggi, individuato regole per il controllo e la misurazione dei fidi bancari. In particolare viene previsto un limite generale applicato a tutti i fidi concessi dalle banche, qualsiasi sia la controparte, fissato al 25% del Tiar 1. Limiti più stringenti si applicano ai fidi concessi tra banche considerate di rilevanza sistemica (G-SIBs). Questo limite è stato fissato al 15% del Tiar 1.

Le nuove regole si applicheranno a partire dal 1 gennaio 2019

Documenti correlati

Comunicato Stampa

Final Standard

---

Direttore: Emilio Barucci.  
Redattori: Roberto Baviera, Michele Bonollo,  
Concetta Brescia Morra, Stefano Corsaro,  
Daniele Marazzina, Giulia Mele, Carlo Milani,  
Roberto Ottolini, Giulia Simonetti, Enrico Ubaldi.  
© 2014 FinRiskAlert - Tutti i diritti riservati.

---

Le opinioni riportate negli articoli e nei documenti del sito [www.finriskalert.it](http://www.finriskalert.it) sono espresse a titolo personale dagli autori e non coinvolgono in alcun modo l'ente di appartenenza. Gli articoli e documenti pubblicati nel sito e nella newsletter FinRiskAlert hanno l'esclusiva finalità di diffondere i risultati di studi e ricerche a carattere scientifico. Essi non rappresentano in alcun modo informazioni o consulenza per investimenti, attività riservata, ai sensi delle leggi vigenti, a soggetti autorizzati.

---