



**UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA**  
**DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE E AZIENDALI**  
**"MARCO FANNO"**

**CORSO DI LAUREA MAGISTRALE IN ECONOMIA**  
**INTERNAZIONALE**  
*LM-56 Classe delle lauree magistrali in SCIENZE DELL'ECONOMIA*

Tesi di laurea

**L'ESPOSIZIONE AL RISCHIO SOVRANO NEI BILANCI**  
**DELLE BANCHE ITALIANE: POSSIBILI IMPATTI DI**  
**UNA RIFORMA**

***THE SOVREIGN RISK EXPOSURE IN ITALIAN BANKS'***  
***BALANCE SHEETS: POSSIBLE IMPACTS OF A REFORM***

Relatore:  
CH.MO Prof. LANZAVECCHIA ALBERTO

Laureando:  
MAZZOLI RICCARDO

Anno Accademico 2016-2017



Il candidato dichiara che il presente lavoro è originale e non è già stato sottoposto, in tutto o in parte, per il conseguimento di un titolo accademico in altre Università italiane o straniere. Il candidato dichiara altresì che tutti i materiali utilizzati durante la preparazione dell'elaborato sono stati indicati nel testo e nella sezione "Riferimenti bibliografici" e che le eventuali citazioni testuali sono individuabili attraverso l'esplicito richiamo alla pubblicazione originale.

Firma dello studente

A handwritten signature in black ink, appearing to read "Riccardo Morali". The signature is written in a cursive style with some loops and flourishes.



## SOMMARIO:

INTRODUZIONE.....	17
1. IL RISCHIO SOVRANO.....	19
1.1. Il rating sovrano .....	20
1.1.1. Il processo di rating e il giudizio.....	22
1.1.2. Perché le agenzie di rating emettono un giudizio sui debiti sovrani? .....	25
1.1.3. Il ruolo delle agenzie di rating nella recente crisi finanziaria.....	26
1.1.4. Metodi di valutazione e tipologie di giudizi prodotti.....	30
1.1.5. La recente evoluzione del rating italiano.....	35
1.1.6. L'Italia a confronto con altri paesi.....	41
1.2. Titoli di Stato e rischio sovrano: una valutazione indiretta.....	44
1.3. Il debito pubblico come principale fattore di rischio.....	53
1.3.1. Detentori del debito pubblico.....	57
1.3.2. Il circolo “diabolico” tra banche e debito sovrano.....	59
2. IL LEGAME TRA LE POLITICHE MONETARIE BCE E L'ESPOSIZIONE AL RISCHIO SOVRANO.....	63
2.1. Gli strumenti a disposizione della Bce per perseguire i propri obiettivi....	65
2.1.1. Main refinancing operations (MROs).....	66
2.1.2. Long term refinancing operations (LTROs).....	66
2.1.3. Fine tuning operations (FTOs).....	67
2.1.4. Operazioni strutturali.....	68
2.1.5. Tipi di operazioni di mercato aperto.....	68
2.1.6. Operazioni giornaliere “Overnight”.....	70
2.1.7. Corridoio dei tassi di interesse.....	70
2.1.8. L'approccio di bilancio al sistema bancario italiano.....	71

2.2. Le politiche monetarie convenzionali.....	77
2.2.1. Politiche monetarie convenzionali in tempi normali.....	78
2.3. Le politiche monetarie non convenzionali.....	80
2.3.1. Effetti delle politiche monetarie non convenzionali.....	89
3. L'EVOLUZIONE DEL QUADRO NORMATIVO IN TEMA DI BANCHE.....	93
3.1. Il rafforzamento dei requisiti patrimoniali: Basilea 3.....	94
3.2. Il passaggio dallo IAS 39 all'IFRS 9.....	98
3.2.1. Differenze nella classificazione degli strumenti finanziari tra IAS 39 e IFRS 9.....	101
3.2.2. Nuovo metodo di impairment richiesto dall'IFRS 9.....	107
3.2.3. Possibili conseguenze del nuovo metodo di impairment dell'IFRS 9.....	109
3.3. Il report Baltz e la dismissione della ponderazione “risk-free”.....	113
4. L'IMPATTO DI UNA RIFORMA SULLE ESPOSIZIONI SOVRANE: IL CASO DELLE BANCHE ITALIANE.....	119
4.1. Il trattamento prudenziale delle esposizioni sovrane.....	119
4.1.1. Metodologie di trattamento del rischio sovrano.....	122
4.2. Effetto marginale della ponderazione “risk-weighted” sul campione analizzato.....	126
4.2.1. Effetti sul Tier 1 ratio.....	133
4.2.2. Effetti sul Leverage ratio.....	135
4.3. Macro-effetti di una ponderazione “risk-weighted”.....	139
4.3.1. È sufficiente una nuova normativa? Una prospettiva internazionale.....	142
CONCLUSIONI.....	145
APPENDICE.....	149
RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI.....	156

## **INDICE DELLE FIGURE:**

Figura 1 - I 5 fattori chiave per l'assegnazione del Rating.....	32
Figura 2 - Circolo diabolico tra rischio sovrano e rischio bancario.....	60
Figura 3 - Corridoio dei tassi di interesse interbancari .....	71
Figura 4 - Rapporto Banca Centrale-Ministero del Tesoro .....	72
Figura 5 - Rapporto Banca - Economia reale.....	73
Figura 6 - Circolante e depositi per famiglie e imprese.....	74
Figura 7 - Attivo residuo da investire per le banche commerciali .....	75
Figura 8 - Alternative di investimento attività bancarie .....	76
Figura 9 - Manovre monetarie attuate dalla Bce e i loro effetti sui principali tassi di interesse .....	85
Figura 10 - Investimenti delle banche italiane in titoli pubblici (dati mensili, miliardi di euro) .....	86
Figura 12 - Rapporto tra debito sovrano domestico e asset totali nelle banche. (Dati in punti %)... ..	90
Figura 13 - Confronto tra Tier1 ratio e Leverage ratio prima e dopo la simulazione.....	138
Figura 14 - Effetto di un incremento del rischio sovrano sulla domanda di TDS .....	140
Figura 15 - Paesi Europei ed esposizioni sovrane domestiche .....	142

## INDICE DELLE TABELLE:

Tabella 1 - Principali livelli di rating .....	24
Tabella 2 - La recente evoluzione del rating italiano.....	35
Tabella 3 - Rapporto Debito/PIL tra paesi a confronto.....	43
Tabella 4 - Composizione dei titoli di stato al 31-03-2017 .....	45
Tabella 5 - Titoli di Stato in circolazione per tipologia .....	46
Tabella 6 - Rendimento BTP 10 anni .....	49
Tabella 7 - Strumenti di composizione del debito pubblico .....	50
Tabella 8 - Strumenti di composizione del debito pubblico .....	51
Tabella 9 - Vita residua degli strumenti finanziari emessi dallo Stato Italiano .....	52
Tabella 10 - Vita residua degli strumenti finanziari emessi dallo Stato Italiano (dati%, milioni di €).....	52
Tabella 11 - Evoluzione del Rapporto Debito/Pil Italia dal 1861 .....	54
Tabella 12 - Rapporti Deficit/Pil e Interessi/Pil.....	56
Tabella 13 - Detentori Debito Pubblico Italiano.....	58
Tabella 14 - Detentori del debito pubblico italiano (Dettaglio).....	58
Tabella 15 - Relazione tra mercato interbancario e mercato europeo .....	68
Tabella 16 - Principali tassi di interesse europei .....	76
Tabella 17 - Evoluzione temporale requisiti di Basilea 3 .....	96
Tabella 18 - Cronologia sviluppo IFRS 9 .....	100
Tabella 19 - Dalle vecchie alle nuove categorie: l'IFRS9 .....	104
Tabella 20 – Albero di classificazione degli strumenti finanziari secondo il nuovo IFRS 9 .....	105
Tabella 21 - Differenze di trattamento delle passività finanziarie tra IAS 39 e IFRS 9 ..	107
Tabella 22 - Esempio differenze tra IAS 39 e IFRS 9 .....	109
Tabella 23 - Tabella riassuntiva sulle stime dei possibili impatti dell'adozione dell'IFRS 9 .....	113
Tabella 24 - Banche in Europa: incidenza dei derivati sul totale attivo (dati %) .....	116
Tabella 25 - Voci di collocamento dei TDS nel bilancio bancario.....	121
Tabella 26 - Requisiti di capitale richiesto per il rischio di mercato .....	123
Tabella 27 - Campione di banche analizzato, classificazione per Totale Attivo (al 31/12/2016).....	130
Tabella 28 - Esposizione al rischio sovrano nelle banche Italiane .....	132



Tabella 29 - Conversione tra rating e rischio ponderato (Approccio Standardizzato) ....	133
Tabella 30 - Rating principali paesi di denominazione dei TDS .....	133
Tabella 31 - Revisione della ponderazione del rischio sovrano: effetti sulle principali banche italiane .....	135
Tabella 32 - Esposizione sovrana e leva finanziaria .....	137
Tabella 33 - Nuovo capitale e patrimonio assorbito nel caso di una ponderazione con rating sovrano.....	139
Tabella 34 - Esposizione sovrana principali Paesi Europei .....	143



## **PREFAZIONE:**

Con la presente tesi si conclude, a malincuore, il mio bellissimo percorso di studi svolto presso la Scuola di Economia e Scienze Politiche del Dipartimento di Scienze Economiche e Aziendali “Marco Fanno” all’Università degli studi di Padova.

Prima di tutto, vorrei ringraziare di cuore il Professor Alberto Lanzavecchia, non solo per avermi dato la possibilità di approfondire questo argomento e per il tempo dedicatomi durante la redazione dello stesso, ma soprattutto per quello che ha sempre cercato di comunicarmi, prima durante le lezioni, e poi durante la stesura della tesi. Non si impara soltanto dai libri, e la scuola, qualsiasi scuola, dovrebbe insegnare soprattutto questo, perché infine è l’unica lezione che conta davvero. Grazie a lui ho capito di guardare più in là, al fine delle cose, e lo ringrazierò sempre per questo insegnamento che mi ha fatto crescere e che porterò sempre con me.

Desidero ringraziare, inoltre, tutto lo staff del dipartimento di Scienze Economiche e Aziendali: Chiara, Giovanna, Sara, Laura, Ravi, Cristian, la prof.ssa Gianecchini, il prof. Gubitta e tutti gli altri che non posso enumerare per motivi di spazio, ma che in questi anni mi sono stati vicini e con cui ho condiviso splendidi momenti, aperitivi, riunioni, meeting, consigli di dipartimento e giornate di orientamento con i nuovi studenti.

Non da meno, una nota di ringraziamento va anche a tutti i miei compagni rappresentanti degli studenti con cui ho militato in questi anni: Andrea, Paolo, Riccardo, Flavio, Marco, Stefano, Angela, a tutti gli altri, all’ASU e al Sindacato degli Studenti. È stata una esperienza irripetibile e formativa, che mi ha permesso di conoscere a fondo l’università e che mi ha dato moltissimi spunti per migliorare, oltre a portar la voce dei miei compagni di corso in CDD, che spero di aver aiutato e consigliato al meglio per raggiungere i loro obbiettivi.

Non può mancare un grazie anche ai MEI compagni di corso: Andrea, Alessandro, Giulia, Flavio, Leonardo, Luca, Davide, Milena, Francesca, Martina, Elisa, Francesco e tutti, con cui ho condiviso lavori di gruppo, visite aziendali, esami, orali, ricevimenti, compiti per casa, colloqui, pranzi, cene e ogni altra cosa possibile in questi anni.

Un grazie va anche ai prof. del mio corso, che oltre ad avermi fatto superare gli esami e ad avermi correttamente verbalizzato il tutto, hanno cercato di comunicare un loro punto di vista della materia, che mi ha arricchito e dato gli strumenti per essere critico.

Infine, per ultima ma non per importanza, un grazie alla mia famiglia, che mi ha supportato con pazienza e affetto, e a Ilenia, a cui più che un grazie dovrei dare un abbraccio perché difficilmente potrei comunicare solo a parole quello che provo per lei, e a cui spero di dare una piccola soddisfazione.

Riccardo Mazzoli

Oggi, 12 settembre 2017





*“Nessun pasto è gratis”*

Milton Friedman





## INTRODUZIONE:

Prima dell'avvento della Grande Recessione nell'area dell'Euro i default degli Stati sono stati considerati come un problema esclusivo delle economie emergenti. Secondo gli studi compiuti da Reinhart e Rogoff (2011), tra il 1950 e il 2010, tutti i paesi dell'OCSE che finirono in default riuscirono poi ad onorare il proprio debito pubblico. Pertanto, non sorprende che tutt'ora le esposizioni sovrane beneficino di un trattamento speciale nell'attuale regolamentazione bancaria, sia in termini di limiti alle esposizioni, sia in termini di ponderazione per il rischio. La crisi del debito sovrano ha però scatenato un dibattito internazionale sullo stretto rapporto tra il rischio sovrano e le crisi bancarie. È stato infatti sostenuto che, poiché le esposizioni sovrane non possono essere considerate prive di rischi, il loro trattamento prudenziale dovrebbe essere di conseguenza modificato. Alcuni commentatori (es. Gros, 2013) hanno sottolineato che il problema è particolarmente acuto nell'area dell'Euro, dove i governi hanno perso la loro precedente autorità sulle proprie banche nazionali in fatto di poter incrementare il proprio debito pubblico creando denaro e acquistando titoli di Stato (opzione che invece è disponibile per paesi che non appartengono alle unioni monetarie e che mantengono la piena sovranità). Questo appare ancor più evidente in un paese come l'Italia: nel 2017 prosegue la ripresa economica in tutta la zona euro, iniziata nel corso dell'anno 2013, ma il tasso di crescita rimane debole a causa del rallentamento delle economie emergenti e della debole ripresa di quelle più avanzate. Le stime per l'anno in corso, in particolare, prevedono per l'Italia un aumento del Pil dell'1,2% rispetto all'anno precedente, un'inflazione in leggera crescita su base annuale all'1,7% e un calo della disoccupazione all'11,4% rispetto al 11,7% del 2016. Questi dati però non sono sufficienti per garantire crescita e prosperità durature nel tempo. Una nota dolente proviene poi dal settore bancario italiano, più volte messo in crisi negli ultimi due anni dalla mala gestione del management, da atteggiamenti irresponsabili nei confronti di obbligazioni subordinate e della gestione dei Npl, che intasano i bilanci bancari. Un altro problema è però sorto a seguito di una proposta della Commissione Europea per ridurre la quota di debito sovrano domestico nelle banche europee. Molti istituti di credito infatti si sono nutriti dei rendimenti dei titoli di stato locali e i loro acquisti hanno sostenuto le finanze nel periodo più cupo della crisi, dato che rappresentavano la fonte di profitti più sicura e redditizia, se comparata con i mutui o i depositi presso la Bce. Rischia così di nascere una vera e propria battaglia in Europa, tra core e periferia e che, non a caso, vede contrapposti i due fronti anche a Bruxelles sulle proposte di svalutare o di porre una soglia

ai titoli di stato. Questa tesi vuole contribuire al dibattito, concentrandosi su un insieme di domande fondamentali per il progresso in questo campo di ricerca: quale impatto potrebbe avere un provvedimento di questo tipo sulle banche italiane? Quali conseguenze ne potrebbero discendere nel mercato del lavoro, negli investimenti e soprattutto per famiglie e imprese? Quali sono i vantaggi del prevedere una riforma delle norme prudenziali sulle esposizioni sovrane delle banche? È possibile, tramite la regolamentazione, interrompere il legame tra banche nazionali e governi? Attualmente ci sono in gioco quasi 375 miliardi di titoli di stato italiani negli attivi delle banche del nostro paese, e una ponderazione per il rischio delle esposizioni sovrane costringerebbe le banche a rivedere completamente i loro bilanci.

## 1. IL RISCHIO SOVRANO

Cosa si intende per rischio sovrano? E come esso si palesa nei confronti di terzi? Queste sono le domande principali da porsi quando si parla di uno Stato nel suo complesso e di come esso appaia, in ottica finanziaria, nei confronti di investitori, imprenditori e istituzioni. Esso viene solitamente definito come:

*“Rischio di default di un governo estero su un prestito emesso (o garantito) dallo stesso governo.”<sup>1</sup>*

Il rischio sovrano (o in una visione più generica, rischio paese) riguarda quindi gli investitori che realizzano una diversificazione del loro portafoglio per aree geografiche, quindi investitori che detengono attività nei confronti di un paese come ad esempio titoli di stato (BOT, BTP, CCT ecc.) oppure che detengono, in ottica più macroeconomica, riserve di valore come possono essere beni immobiliari, attività produttive o più in generale rapporti commerciali. In particolare, ne sono esposti gli investitori di società che non fanno parte dell'area Euro, come i paesi in via di sviluppo (Nepal, Indonesia, Kenya ecc.) o i paesi emergenti (i così detti “BRICS: Brasile, Russia, India, Cina) che sono spesso economie non ancora pienamente sviluppate in possesso però di un grande potenziale di crescita a fronte di investimenti il cui rischio è comunque, dati alla mano, molto elevato, per via di instabilità politica, governi altalenanti e sistemi finanziari e infrastrutturali non ben sviluppati o adeguati al ritmo di crescita. Si tratta quindi di Paesi ricchi e autonomi dal punto di vista economico, ma in ritardo dal punto di vista della struttura finanziaria rispetto a Paesi già sviluppati. Tipicamente nei mercati emergenti detta struttura è grezza e necessita di ingenti capitali e investimenti esteri per prendere il via definitivo, è a questo punto che si innestano gli elevati rischi cui si accennava precedentemente: gli investimenti mirano ad avere risultati sul lungo termine in territori dove spesso l'instabilità economico-sociale è all'ordine del giorno e dove quindi i risultati ambiti non sono per nulla garantiti. Il rischio sovrano interessa però anche gli intermediari che operano in un determinato paese, tanto che di esso si tiene conto nel calcolo dell'indice di solvibilità (CET1) espressione dei requisiti patrimoniali minimi delle banche. A tal fine, nel calcolo dei coefficienti di ponderazione

---

<sup>1</sup> BORSA ITALIANA, 2012. *Rischio Sovrano* [online]. Disponibile su: <[http://www.borsaitaliana.it/bitApp/glossary.bit?target=Glossary Detail & word=Rischio%20Paese](http://www.borsaitaliana.it/bitApp/glossary.bit?target=Glossary%20Paese)> [Data ultima cons. 27-03-2017].

del rischio applicati ai crediti delle banche verso i governi, le autorità di vigilanza potranno riconoscere i rating del rischio paese assegnati da agenzie per il credito all'esportazione (Export Credit Agency). Si noti in particolare che il crescente coinvolgimento delle banche (anche italiane) nella soluzione delle crisi finanziarie internazionali accentua l'esposizione delle banche verso il rischio paese per effetto dei finanziamenti di importo rilevante concessi ai paesi debitori. In tal senso, le banche sono tenute a coprire il rischio paese che grava, in aggiunta a quelli di controparte e di mercato, sui crediti di operatori residenti al di fuori dei paesi OCSE.

### **1.1. Il rating sovrano**

Il termine “rating” deriva dal verbo inglese “to rate” che significa: giudicare, valutare e con tale concetto si intende una valutazione di tipo qualitativo in cui è fondamentale il giudizio e l’operato dell’analista e che quindi non risulta fondata solo sull’elaborazione dei dati<sup>2</sup>. Con il termine “rating” - che in italiano viene tradotto esattamente con il vocabolo “valutazione” - si intende invece il metodo, che combina fattori quantitativi e qualitativi, utilizzato per fornire informazioni sulla redditività dei titoli obbligazionari, dei titoli azionari, dei prodotti finanziari e sullo stato di salute economica dei Paesi ma soprattutto si intende il giudizio emesso sul rischio di insolvenza di un qualsiasi emittente come imprese industriali e di servizi (non finanziari), istituzioni finanziarie (banche, assicurazioni, etc.) o enti pubblici (regioni, province, comuni, etc.) e Stati, e alle operazioni di cartolarizzazione: con riferimento alle specifiche operazioni e al rischio del pool di attività che vengono cartolarizzate, nei confronti di uno o più investitori, sia che essi siano investitori istituzionali, e quindi professionisti. L’esigenza di ottenere una tale valutazione imparziale e oggettiva nasce dalla necessità degli investitori di avere dati e bilanci trasparenti, indici finanziari chiari e veritieri, al fine di rendere gli investimenti più consapevoli e intenzionali potendo analizzare così il livello di rischio mediante parametri prefissati e uguali per tutte le valutazioni. Le agenzie di rating addette a questo difficile compito di valutazione e giudizio hanno avuto uno sviluppo strutturato a partire dagli anni '70-'80, a seguito della globalizzazione, che ha portato dei cambiamenti importanti nei mercati finanziari. Infatti, in questi ultimi decenni, è aumentato il ricorso al mercato dei capitali di rischio da parte di un numero crescente di investitori, che hanno messo in atto strategie di investimento

---

<sup>2</sup> MARINA BROGI, *Corporate Governance* [online]. Egea editore SpA, par. 4.4. [Data ultima cons. 28-03-2017].

sempre più complesse e diversificate, e nel complesso l'economia globale ha visto un passaggio verso la "finanza" piuttosto che verso l'economia "reale", con sia i pro che i contro della situazione (basti ricordare la crisi finanziaria dei "titoli tossici"). Ciò ha portato come prima conseguenza, l'incremento dell'informazione sulle opportunità di investimento da parte degli operatori di mercato, che cercano sempre più di ottenere una "perfetta informazione" ricercando prima di tutto ogni informazione possibile prima di intraprendere un certo investimento, e in Italia tale necessità viene sempre più minuziosamente normata dalla CONSOB e dal T.U.F. in particolare rispetto alle informazioni "price sensitive" o informazioni privilegiate, che spesso danno un plus informativo a coloro che operano nelle aziende o nei settori interessati dalla valutazione, quando invece si dovrebbe avere un uguale trattamento informativo per tutti gli investitori sia in essere che potenziali. La "valutazione" vera e propria però, viene affidata ad agenzie specializzate, le quali dopo un'attenta analisi della Società, della Banca o dello Stato - attraverso le informazioni pubbliche (ad esempio, bilanci, studi econometrici, sondaggi, progetti di partiti politici ecc.), e lo studio dei fondamentali economici e finanziari e l'incontro con i manager - esprimono un giudizio sull'affidabilità creditizia. Più precisamente, il rating valuta esclusivamente il rischio di credito (o "rischio di controparte") cioè il rischio che un prestito erogato venga poi onorato. Non misura però altre tipologie di eventi (rischio di tasso di interesse, rischio di cambio, rischio di pagamento posticipato, liquidità ecc.) che vengono, invece, lasciate alle considerazioni del singolo investitore. Le principali agenzie di rating, chiamate anche le "tre sorelle" sono Standard & Poor's, Moody's e Fitch Ratings. Le prime due hanno sede a New York mentre l'ultima presenta due sedi: una a New York e l'altra a Londra. Il mercato del rating caratterizzato da questo oligopolio appartiene per il 40,42% a Standard & Poor's, per il 34,67% a Moody's ed infine per il 16,8% a Fitch. La restante parte viene suddivisa in altre agenzie di rating più piccole come ad esempio DBRS Ratings Limited con market share del 1,47% e CERVED Group S.p.A. con quota 1,20%<sup>3</sup>, che tuttavia non riescono ancora ad emergere, viste le barriere all'ingresso presenti in questo particolare mercato, ma che comunque contribuiscono marginalmente a dare una valutazione di contorno che conferma o meno le valutazioni di un particolare ente o delle tre principali agenzie. Esse svolgono tendenzialmente tre funzioni: una funzione di informazione, fungendo da intermediari tra gli emittenti di titoli e gli investitori, una

---

<sup>3</sup> ESMA, 18 December 2015: *CRA Market Share Competition - Competition and choice in the credit rating industry* [online]. [Data ultima cons. 4-04-2017].

funzione di regolamentazione della sorveglianza all'interno dei mercati finanziari ed infine una di monitoraggio costante e globale dell'intero mercato dei titoli. Non si tratta, dunque di una certificazione o di una verifica contabile di una società di revisione, tanto meno di una raccomandazione di investimento. Il rating è una valutazione di rischio, tra le tante che vengono utilizzate dagli investitori: ma non è l'unica. Gli investitori guardano anche altri fattori come la liquidità, la domanda, aspettative di breve termine ecc. Per i debiti sovrani poi, oggi si guarda anche molto allo spread, che riflette altre variabili che non dipendono solo dal rating e che in questo momento per l'eurozona esprime in generale rischi più elevati rispetto a quelli stimati dai rating stessi.

### **1.1.1. Il processo di rating e il giudizio**

La valutazione di merito di credito espressa dal rating avviene secondo differenti fasi che sono sostanzialmente omogenee nell'ambito delle principali agenzie. Il processo si articola in 5 fasi che sono:

- l'attivazione del processo di rating;
- il contratto per l'assegnazione di un credit rating;
- il processo di rating in senso stretto;
- la formulazione e la pubblicazione del rating;
- il monitoraggio del rating.

La prospettiva del rating ha mediamente un valore temporale che si attesta per circa i successivi 15-18 mesi. Tale valutazione sintetica è il frutto di un'analisi qualitativa e quantitativa sia di dati specifici delle società sottoposte a rating, sia di dati settoriali e macroeconomici. Il rating è sempre assegnato da un comitato di analisti con competenze specialistiche e serve a fornire agli investitori un'opinione indipendente sul rischio di credito relativo di un emittente o di un titolo di debito (in inglese credit worthness) in modo che gli investitori possano gestire i loro investimenti conoscendo il rischio e valutando i relativi rendimenti attesi dei diversi titoli. Le opinioni delle agenzie di rating, espresse mediante indicatori alfa-numeric, vengono denominate credit rating ed indicano il rischio

relativo di insolvenza. Tale giudizio costituisce una valutazione di affidabilità dei soggetti economici, o meglio degli emittenti, i quali vengono valutati in termini relativi, ovvero in riferimento all'affidabilità degli altri soggetti presenti nel mercato. Il giudizio emesso viene fornito ricorrendo ad una scala alfabetica e i simboli con i quali le agenzie di rating esprimono i loro giudizi sono più o meno simili. Moody's usa per le proprie valutazioni valori da AAA a C per il lungo termine e per il breve termine da P-1 a NP; Standard & Poor's invece, classifica i rating da un massimo di AAA ad un minimo di D (default) per il lungo termine mentre per il breve va da A1 a C; Fitch ha un rating molto simile a quello di Standard & Poor's, per il lungo periodo, mentre per il breve vanno da F1 a F3 (categoria di investimento), da B a D (categoria speculativa). La categoria "investment" è quella in cui sono compresi i rating con valutazione superiore a BBB mentre negli "speculative grade" vi sono i rating al di sotto di questa soglia. Più è alto il rating, minore è il rischio globale derivante dall'investimento. Ad una migliore valutazione, ad esempio AAA, corrispondono tassi di interesse che di conseguenza saranno molto bassi, ad esempio in caso di obbligazioni emesse. Più si scende di valutazione e più, tendenzialmente, i rendimenti effettivi delle obbligazioni crescono per remunerare adeguatamente il maggior rischio di cui si fa carico l'investitore. Spesso sotto la lettera C i tassi sono ben superiori al 10% a causa del rischio di insolvenza o di default: quest'ultima categoria rappresenta titoli ad alto rischio e molto speculativi. Si può distinguere tra "rating di un emittente" che fornisce una valutazione globale della solvibilità di una società o di un diverso ente, e "rating di un'emissione" che valuta la capacità che il capitale e gli interessi di una specifica emissione obbligazionaria vengano puntualmente rimborsati. Infatti, dal momento che le varie obbligazioni di uno stesso emittente possono differire in termini di scadenza e garanzie, si può verificare il caso in cui sia più probabile che ne vengano pagate puntualmente alcune rispetto ad altre. Il rating può essere di breve periodo (misura la solvibilità entro 12 mesi) o, ed è il caso più conosciuto e presente nella realtà, di lungo periodo (definisce la solvibilità futura dell'emittente). Il monitoraggio e la valutazione effettuata dalle società di rating è continuo, il che può portare a periodiche variazioni in miglioramento (upgrade, cioè si sale verso la AAA) o in peggioramento (downgrade ovvero si scende verso la D di default). Quando, invece, il rating ha un livello qualitativo molto basso tanto che viene tenuto sotto stretta osservazione, viene inserito nella "Credit Watch". I rating presenti in questa lista sono seguiti dalla specificazione positivo o negativo a voler significare che possono risalire la classe di rating, nel primo caso, oppure che si realizzi un downgrade nel secondo caso. Per quanto riguarda, invece, l'analisi di un rating nel medio-

lungo periodo si utilizza il termine outlook per indicare la previsione che ne viene fatta e che può essere positiva, negativa e stabile. Nella tabella sotto vengono elencate le classificazioni di rating effettuate dalle tre agenzie più importanti e per ogni classe ne viene presentata una sintetica descrizione.

**Tabella 1 - Principali livelli di rating**

il significato del rating	Standard & Poor's		Moody's		Fitch	
	LUNGO	BREVE	LUNGO	BREVE	LUNGO	BREVE
<b>Estrema qualità:</b> titolo solo minimamente sensibile alle circostanze avverse.	AAA	A-1+	Aaa	P-1	AAA	F1+
<b>Alta qualità:</b> titolo poco sensibile alle circostanze avverse, rischio di insolvenza molto basso, ma nel lungo periodo, maggiore delle obbligazioni AAA.	AA+		Aa1		AA+	
	AA		Aa2		AA	
	AA-	Aa3	AA-			
<b>Qualità medio alta:</b> titolo moderatamente sensibile alle circostanze avverse. Buone capacità di onorare le obbligazioni assunte ma maggiormente suscettibili ai cambiamenti dei fattori e delle condizioni economiche esterne.	A+	A-1	A1	P-2	A+	F1
	A		A2		A	
	A-	A3	A-			
<b>Qualità media:</b> titolo sensibile alle circostanze avverse. Adeguate capacità di rispettare gli obblighi finanziari, ma maggiore sensibilità alle condizioni economiche avverse.	BBB+	A-2	Baa1	P-3	BBB+	F2
	BBB	A-3	Baa2		BBB	F3
	BBB-		Baa3	BBB-		
<b>Qualità discutibile:</b> titolo dalla solidità incerta molto sensibile alle circostanze avverse. Condizioni esterne avverse potrebbero compromettere la capacità di adempimento dell'istituto.	BB+	B	Ba1	NOT PRIME	BB+	B
	BB		Ba2		BB	
	BB-		Ba3		BB-	
<b>Scarsa qualità:</b> titolo dalla solidità scarsa molto dipendente da un contesto favorevole. Maggiore vulnerabilità rispetto ai titoli valutati BB, ma vi sono ancora le capacità di rispettare gli impegni finanziari.	B+	C	B1	NOT PRIME	B+	C
	B		B2		B	
	B-		B3		B-	
<b>Qualità molto scarsa:</b> titolo dalla solidità scarsa con alta probabilità di insolvenza in un contesto sfavorevole. Obbligazioni vulnerabili e solvibilità dipendente principalmente da fattori esterni favorevoli.	CCC+	C	Caa1	NOT PRIME	CC+	C
	CCC		Caa2		CCC	
	CCC-		Caa3		CCC-	
<b>Situazione vicina all'insolvenza:</b> Alta probabilità o segnale imminente di insolvenza con minime probabilità di recupero	CC	/	Ca		CC	



<b>Situazione di insolvenza:</b> Default effettivo o annunciato con probabilità di recupero prossime allo zero.	SD		C		RD	
	D				D	/

FONTE: [www.forex.it](http://www.forex.it)

Tra i giudizi emessi dalle agenzie vi sono anche quelli che riguardano gli Stati, o meglio definiti Sovrani. Da un punto di vista del rating, l'emittente sovrano è il governo (di solito nazionale o federale), che esercita di fatto l'autorità principale su una giurisdizione riconosciuta. Le banche centrali, come altre istituzioni di politica pubblica, sono agenti del sovrano, anche se al loro debito potrebbe essere assegnato un voto diverso da quello del sovrano stesso. Poiché il Paese sovrano è la massima autorità e ha il potere di imporre la propria volontà nella giurisdizione che governa, i creditori sono molto limitati al ricorso alle vie legali o di altro tipo nel caso in cui il sovrano non fosse in grado o non avesse la volontà di ripagare il suo debito. Questo è anche ciò che avviene a livello internazionale, dati i limiti del diritto internazionale privato come la legge 218/1995 nel caso dell'Italia e della sua applicazione rispetto alle nazioni sovrane, dove bisogna prima andare a capire quale sia la giurisdizione e il giudice competente. Di conseguenza, sia in termini di debito locale che in valuta estera, l'analisi del rischio di credito sovrano deve tener conto della disponibilità a pagare, così come della capacità finanziaria.

### 1.1.2. Perché le agenzie emettono un giudizio sui debiti sovrani?

La crisi dei debiti sovrani e gli alti dibattiti al riguardo, hanno fatto del merito di credito sovrano un grosso problema e hanno enfatizzato il ruolo delle agenzie di rating nel valutare ed esprimere giudizi su questo tema. Innanzi tutto bisogna considerare il rating sui debiti sovrani come la valutazione sulla capacità di uno Stato di adempiere alle proprie obbligazioni puntualmente e in modo completo. Al contrario, nel caso in cui un Paese non fosse in grado di ripagare il proprio debito alla scadenza, ci si ritroverebbe di fronte ad uno stato in default. Il concetto di rischio di default sovrano non è però una novità. Nel corso della storia si sono osservati svariati casi di default: nel recente passato possiamo ricordare la crisi latino-americana nel 1980 o la crisi russa nel 1998. Con il termine "default" si intende, appunto, il mancato rispetto dei termini di pagamento previsti dal contratto, come è avvenuto per esempio nel secondo dopoguerra con la Germania, la quale, incapace di ripagare i propri debiti, ha subito una ristrutturazione degli stessi vedendo il suo debito

pubblico drasticamente ritagliato e ridimensionato per permetterne il suo pagamento, oppure come nel caso recente della Grecia, dove per una frode contabile dei conti pubblici scoperta nel 2010, è venuto alla luce un enorme buco di bilancio che ha portato il Paese al default e a pesanti conseguenze con interventi diretti da parte delle istituzioni Europee. Nei casi in esame quindi, si parla di “rischio sovrano” che viene inteso come il rischio di un governo di essere in default relativamente al suo debito o ad un prestito garantito. I Titoli di Stato sovrani sono una “asset class” importante, detenuta da investitori di tutto il mondo poiché rappresentano oltre il 40% dello stock di obbligazioni rilasciate a livello mondiale e nel caso Italiano esse arrivano addirittura all’ 84%<sup>4</sup>. È quindi importante che gli investitori abbiano a disposizione benchmark riconosciuti e consistenti a livello globale per essere supportati nelle decisioni di investimento. La liberalizzazione dei mercati finanziari<sup>5</sup> e la forza della globalizzazione economica hanno reso la domanda di tali parametri fondamentale. In questo contesto, le agenzie di rating svolgono un ruolo importante nel fornire agli investitori una indipendente opinione sul merito creditizio dei singoli debiti sovrani dove lo scopo è quello di ridurre le asimmetrie informative tra emittenti e investitori, e quindi di contribuire all'efficienza del mercato, mettendo a disposizione degli investitori questi parametri oggettivi e uniformi sulla loro valutazione.

### **1.1.3. Il ruolo delle agenzie di rating nella recente crisi finanziaria**

Nonostante le agenzie di rating nacquero per motivi di trasparenza, intermediazione e per facilitare le scelte degli investitori, negli ultimi anni sono state oggetto di critiche in seguito al fallimento di alcune società considerate molto affidabili dalle agenzie. Viene spesso citata al riguardo l'analisi di rating positiva fornita nei confronti dell'istituto di credito Lehman Brothers<sup>6</sup> appena una settimana prima del suo fallimento all'interno della crisi finanziaria americana dei mutui sub-prime del 2008 la quale ha continuato a mantenere il rating “A” fino al 15 settembre del 2008, il giorno del suo fallimento, mentre alcuni prodotti di Lehman, come i derivati e i fondi, erano valutati addirittura con la tripla A, al pari dei

---

<sup>4</sup> DIPARTIMENTO DEL TESORO, 2016. *Ammontare Titoli di Stato e Debito Pubblico* [online]. Disponibile su: <[http://www.dt.tesoro.it/it/debito\\_pubblico/\\_link\\_rapidi/debito\\_pubblico.html](http://www.dt.tesoro.it/it/debito_pubblico/_link_rapidi/debito_pubblico.html)>. [Data ultima cons. 23-04-2017].

<sup>5</sup> MARINA PONTI, DAVIDE ZANONI: *Liberalizzazione dei mercati finanziari: opportunità per tutti?* [online]. Disponibile su: <[http://www.socialwatch.org/sites/default/files/pdf/en/mercatifinanziari2001\\_ita.pdf](http://www.socialwatch.org/sites/default/files/pdf/en/mercatifinanziari2001_ita.pdf)>. [Data ultima cons. 23-04-2017].

<sup>6</sup> MAURO MEGGIOLARO, 11 agosto 2011. *Dietro le agenzie di rating gli interessi della finanza mondiale* [online]. Disponibile su: <<http://www.ilfattoquotidiano.it/2011/08/11/dietro-le-agenzie-di-rating-interessi-in-conflitto-della-finanza-mondiale/151056/>>. [Data ultima cons. 23-04-2017].

bund tedeschi, oppure la valutazione di Parmalat poco prima del suo crack finanziario, che passò da una valutazione da parte di S&P di AAA nel 2002, a B+ L'11 dicembre 2003, quando ormai la Parmalat è schiacciata dai debiti, e infine con un declassamento a D: ovvero default. L'altra critica riguarda il conflitto d'interessi, che nasce quando si osserva l'azionariato delle agenzie ed il fatto che Moody's, S&P's e Fitch, siano pagate dalle stesse società che devono valutare. Secondo i dati Bloomberg, infatti, la questione del controllo di queste agenzie è la cosa più complessa da risolvere. S&P's e Moody's sono ad azionariato diffuso: le azioni sono in mano "ai mercati". Standard & Poor's, è una divisione del colosso americano dell'editoria e dell'informazione McGrawHill. La schermata di Bloomberg sulla società ci informa che il 100% del capitale è "flottante", disponibile alla negoziazione sui mercati. Tutti possono comprare tutte le azioni della società, ma alcuni investitori ne hanno già in portafoglio percentuali molto rilevanti. Capital World Investors, il primo azionista e uno dei primi gestori indipendenti di fondi negli Usa, ha il 12,45%. Seguono altre società di asset management come State Street (4,39%), Vanguard (4,22%), BlackRock (3,89%), Oppenheimer Funds (3,84%), T. Rowe (3,36%), un gestore "activist" di fondi hedge come JANA Partners (2,95%), e Ontario Teachers' Pension Plan Board, il fondo pensione degli insegnanti dell'Ontario, con il 2,27%. Il signor Mc Graw (Harold III) mantiene invece una quota del 3,96% ed è presidente e amministratore delegato della società. In consiglio di amministrazione siedono anche Sir Winfried Bischoff del Lloyds Banking Group, professori universitari, presidenti o ex amministratori di società come Coca Cola, British Telecom ed Eli Lilly e altri esponenti del mondo finanziario. L'analisi degli azionisti di Moody's dà più o meno lo stesso risultato: in testa a tutti Berkshire Hathaway Inc, ha il 12,90% di proprietà di Warren Buffett, Buffett è il terzo uomo più ricco del mondo, con un patrimonio stimato di 47 miliardi di dollari, ma nel 2008, grazie al balzo in borsa di Berkshire Hathaway e a una serie di investimenti azzeccati, è saltato addirittura al primo posto, superando Bill Gates. Altri investitori sono poi Vanguard Group Inc. (7,89%), State Street (3,89%), Baillie Gifford and Company (3,73%), Massachusetts Financial Services Co. (3,16%), Principal Financial Group, Inc. (2,67%), un gestore "activist" di fondi hedge come Akre Capital Management, LLC (2,44%), e lack Rock Institutional Trust Company, N.A. (2,37%). Il signor McGraw (Harold III) mantiene invece una quota del 3,96% ed è presidente e amministratore delegato della società. Nel consiglio di amministratore di Moody's siedono ex dirigenti in pensione di big del mondo bancario come Citigroup e ING, professori di finanza ed ex direttori di grandi corporation americane. Standard & Poor's e Moody's, le maggiori società di rating del mondo, con un downgrade

possono scatenare reazioni a catena nei mercati e portare a scelte politiche con pesanti effetti economici e sociali, sono controllate dagli stessi grandi investitori che non esitano ad attaccare stati e imprese quando si diffondono anche solo voci su possibili tagli dei rating. Nonostante S&P's e Moody's non smettano di rimarcare la loro indipendenza dagli azionisti e l'estrema rigerosità delle loro metodologie, non è del tutto chiaro sino a quando possano essere considerate indipendenti. Il quadro si completa con Fitch, che spesso però svolge la funzione di arbitro tra S&P's e Moody's, infatti la terza sorella del rating è anche la più piccola e l'unica non americana, con un azionariato detenuto per il 20% da Fimalac, holding Francese, e per il restante 80% da Hearst Corporation, conglomerato mediatico Statunitense. È però interessante notare come in questo particolare mercato dei professionisti delle valutazioni il conflitto di interessi e le possibili pressioni siano evidenti e molto rischiose per la reputazione delle stesse agenzie e soprattutto per gli investitori. I grandi soci di Moody's e S&P, come visto, sono in gran parte i fondi che usano i rating per investire, oppure sono banche che alle stesse agenzie chiedono un voto quando devono emettere obbligazioni. Da notare tuttavia che la disciplina delle agenzie di rating negli ultimi tempi, ha fatto importanti passi avanti, che non devono essere sottovalutati. Leggendo i regolamenti comunitari infatti, gli orientamenti dell'ESMA, l'Autorità europea che vigila sui mercati finanziari, e il Dodd-Frank's Act statunitense, emergono importanti innovazioni sul terreno della prevenzione dei conflitti di interessi, di una governance più autonoma, di una verifica delle procedure di valutazione e anche di una disciplina dei limiti di accesso maggiormente favorevole ai nuovi entranti, per i ben noti e ancora irrisolti problemi di concorrenza del settore. Su questo fronte, il 19 Giugno 2012 è stato votato dalla Commissione affari economici e monetari (ECON) del Parlamento Europeo, il progetto di riforma legislativa inerente la regolamentazione delle agenzie di rating<sup>7</sup> che ha previsto nuove leggi il regolamento europeo n. 513/2011 (CRA – 2) e La Risoluzione legislativa del Parlamento europeo del 16 gennaio 2013 (CRA – 3) che prevedevano il ridotto affidamento ai rating nella regolamentazione finanziaria: entro il 2020, nessuna legislazione europea dovrà più fare riferimento a rating esterni, la trasparenza del processo di rating con l'istituzione di requisiti specifici per i rating degli stati sovrani e del loro debito, inclusa la definizione di un calendario annuale per la pubblicazione dei rating, la gestione del conflitto

---

<sup>7</sup> STANDARD&POOR RATING SERVICES. *La regolamentazione europea delle agenzie di rating*. [online]. Disponibile su: <<https://www.spratings.com/documents/20184/86990/La%2BRegolamentazione%2BEuropea%2BDelle%2BAgenzie%2BDi%2BRating/a1a816ba-3e36-4d3d-9005-a94ad9f14e03>>. [Data ultima cons. 26-04-2017].

di interessi attraverso la pubblicazione di liste di insider interni ed esterni, l'estensione del preavviso di pubblicazione e l'inasprimento delle restrizioni sulle partecipazioni azionarie nelle Agenzie di rating. Poiché il rating sul debito sovrano ha ripercussioni sulla credibilità degli stati, i parlamentari europei ritengono opportuno regolamentarli in termini di qualità, tempistiche e frequenza. Questi rating, inoltre, devono solamente riflettere le caratteristiche specifiche di ogni paese, e non devono contenere riferimenti a misure politiche da adottare. Gli eurodeputati hanno inserito emendamenti che richiedono ad ogni agenzia di preparare e pubblicare un calendario annuale delle date nelle quali intendono pubblicare i rating sui debiti sovrani, in modo da dare tempo agli stati di prepararsi. Questo calendario, inoltre, dovrebbe seguire la regola che prevede la pubblicazione dei rating sui debiti sovrani solo dopo un'ora la chiusura dei mercati e delle piazze di scambio. Le agenzie, inoltre, potrebbero essere ritenute responsabili per i loro rating davanti alla legge, così che, nel caso un investitore sia danneggiato dal comprare o vendere basandosi sul rating emesso, egli potrà fare causa all'agenzia di rating, purché dimostri errori metodologici o violazioni dei regolamenti UE. Al fine di ridurre il conflitto di interesse, invece, un'agenzia di rating non potrà valutare entità che detengono più del 2% del suo capitale o hanno diritto di voto all'interno di essa. Inoltre non sarà possibile per chi ha diritto di voto nel consiglio di amministrazione di un'agenzia o ne detiene più del 5% del suo capitale di avere quote di un'altra agenzia di rating. Se dovesse verificarsi una situazione del genere sarà l'agenzia di rating stessa a renderla pubblica. Saranno previste anche regole più restrittive per la fusione tra agenzie di rating e al tempo stesso, l'eccessivo affidamento al rating deve essere ridotto. Tutte le istituzioni finanziarie regolamentate, come le banche o le agenzie assicurative, dovranno sviluppare le proprie capacità di valutazione, in modo da preparare valutazioni autonome del rischio senza affidarsi completamente a fonti esterne. Inoltre, nessuna legge UE potrà fare riferimento al rating con intenti regolativi e le istituzioni finanziarie regolamentate non potranno automaticamente vendere beni nel caso ci sia un downgrade. Detto questo, lo stesso presidente della Bce, Mario Draghi, ha affermato che "bisognerebbe imparare a vivere senza le agenzie di rating"<sup>8</sup> quando nel 2012 sono stati avviati i primi processi di TLTRO e che ora, dopo 5 anni hanno dato i loro frutti in termini di stabilizzazione finanziaria e incremento della crescita.

---

<sup>8</sup>ANNALISA VILLARDO, 2012. *Draghi, bisogna imparare a vivere senza agenzie di rating* [online]. Disponibile su: <<http://www.fidindustria.eu/it/news/draghi--bisogna-imparare-a-vivere-senza-agenzie-di-rating.aspx?idC=61708&idO=15518&LN=it-IT>>. [Data ultima cons. 27-04-2017].

#### **1.1.4. Metodi di valutazione e tipologie di giudizi prodotti**

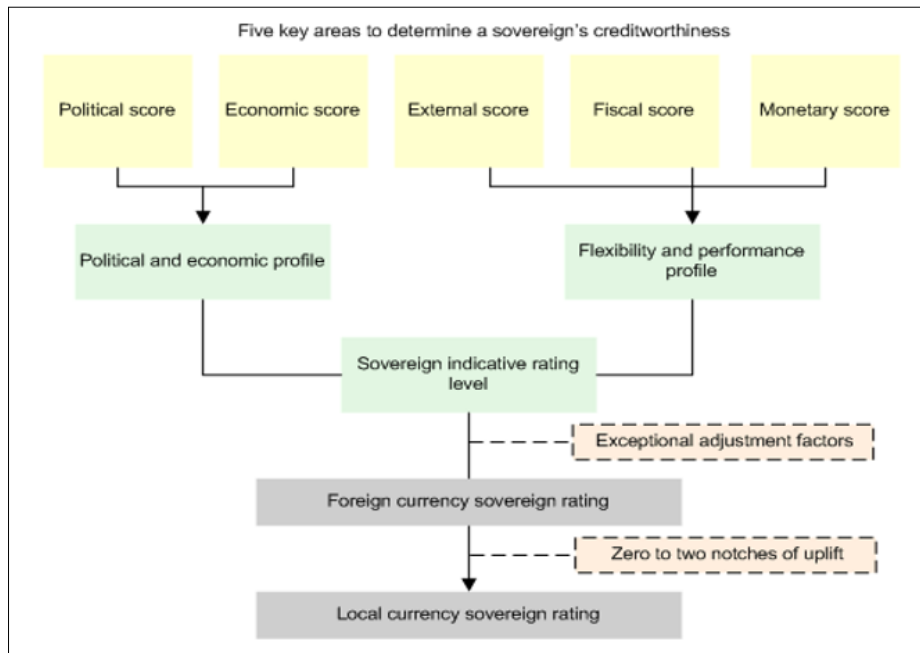
Prima di proseguire è necessario considerare le diverse tipologie di giudizio prodotte dalle tre agenzie di rating. Innanzi tutto, è utile precisare che l'analisi proposta di seguito si focalizza sulle metodologie utilizzate per la valutazione dei rating sovrani. Ciò significa che l'attenzione viene posta sul rischio di credito del paese e conseguentemente sul rischio associato ai titoli obbligazionari emessi dagli stessi sovrani. Il risultato quindi fornisce un'attenta analisi del solo rischio di credito, ovvero della capacità del sovrano di adempiere alle proprie obbligazioni interamente e puntualmente. Le valutazioni fornite vengono suddivise successivamente, da un punto di vista temporale, in rating di breve termine e rating di lungo termine. I primi considerano un orizzonte temporale di breve che fornisce un giudizio a un anno, o meglio si considera la probabilità di default a un anno ed è strettamente collegato con il giudizio sull'affidabilità di investimenti in titoli sovrani a breve termine, i secondi invece mostrano valutazioni su orizzonti temporali più lunghi. Si illustrerà quindi il processo utilizzato dalle tre più grandi agenzie di rating per definire il rating di un sovrano e la "bontà" di un investimento in titoli a lungo termine. Giunti però a questa valutazione, ci si pone il problema dei cicli economici che assumono maggiore importanza in orizzonti temporali lunghi. Ci si chiede se esiste un correttore per questo problema e come le agenzie di rating si comportino, e se quindi utilizzino degli aggiustamenti nei giudizi in base al ciclo economico. Secondo i documenti forniti dalle agenzie, nel momento in cui viene emesso un giudizio, si prendono in considerazione diversi scenari in base al ciclo economico e si considera il comportamento dei sovrani in quel preciso scenario. L'aggiustamento avviene quindi in maniera naturale in quanto si vedono le reazioni degli stati in situazioni di difficoltà, ad esempio, e la loro capacità di affrontare e superare diverse situazioni e si utilizzano delle comparazioni con sovrani in simili situazioni. L'ultima considerazione riguarda l'oggetto della valutazione. Alla base dei giudizi emessi, ci si domanda se l'oggetto considerato sia la probabilità di default, la perdita attesa o la perdita inattesa. Per capire meglio cosa impatti principalmente nella valutazione del rischio sovrano di un paese, qui di seguito si vedrà brevemente come si costruiscono le valutazioni di rating delle principali agenzie e di cosa abbia tendenzialmente portato al declassamento del rating italiano, soprattutto negli ultimi anni. Per prima cosa iniziamo con l'analisi di Standard & Poor's, che si concentra sulle prestazioni di uno stato nel corso degli ultimi cicli economici e politici, così come sui fattori che indicano maggiore o minore flessibilità fiscale e monetaria nel corso dei futuri cicli

economici. S&P usa un modello a “5 fattori chiave, identificati tramite un punteggio, che costituiscono la base dell’analisi del merito di credito da parte dell’agenzia. Essi sono:

- il punteggio politico, che comprende l’efficacia istituzionale e i rischi politici;
- il punteggio economico, che comprende la struttura economica e le prospettive di crescita;
- il punteggio esterno, con la liquidità esterna e la posizione patrimoniale sull'estero;
- il punteggio dell’area fiscale, con le prestazioni e la flessibilità fiscale, così come l’onere del debito;
- il punteggio dell’area monetaria, la quale evidenzia la flessibilità monetaria.

Il primo passo per valutare è quello di assegnare un punteggio a ciascuno dei cinque fattori chiave su una scala numerica da 1 (il massimo) a 6 (il minimo). Ogni punteggio si basa su una serie di fattori quantitativi e considerazioni qualitative. Si definisce pertanto il profilo politico ed economico sommando i punteggi dei primi due fattori, e il profilo sulla flessibilità e performance con le restanti tre aree. L’analisi di Standard & Poor’s sul merito di credito sovrano inizia con la valutazione e l’assegnazione di un punteggio ai cinque fattori-chiave, per poi concludere con un aggiustamento in base all’andamento della valutazione della moneta domestica e della moneta all’estero.

**Figura 1 - I 5 fattori chiave per l'assegnazione del Rating**



FONTE: [www.standard&poors.com](http://www.standard&poors.com)

Anche Moody's utilizza un modello a valutazioni successive, che a prima vista può essere definito a "3 Step"<sup>9</sup> nel processo di valutazione dei bond sovrani. I tre step sono:

1. Valutazione dell'Elasticità economica del paese;
2. Solidità finanziaria del governo;
3. Determinazione del rating.

Il primo passo consiste nel determinare la capacità del paese di fronteggiare uno shock, basandosi sulla combinazione di due fattori:

- la forza economica del paese, osservata attraverso il PIL pro capite, cioè il migliore indicatore della robustezza economica e, a sua volta, della capacità di assorbimento dello shock;
- la forza istituzionale del paese, indicatore della qualità del quadro istituzionale di un paese e del governo, come il rispetto del diritto di proprietà, la

<sup>9</sup> MOODY'S INVESTORS SERVICE, 2016. *Rating Methodologies* [online]. Disponibile su: [https://www.moodys.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC\\_186998](https://www.moodys.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_186998). [Data ultima cons. 21-04-2017].



trasparenza, l'efficienza e la prevedibilità dell'azione di governo, il grado di consenso sugli obiettivi principali dell'azione politica. La combinazione di questi due fattori consente di determinare il grado di elasticità e la posizione del paese nella scala di valutazione in base a questi criteri: molto alto, alto, moderato, basso o molto basso.

La seconda fase si concentra direttamente sulle questioni del debito, e in particolare sulla combinazione di due altri fattori:

- la solidità finanziaria del governo. La questione è determinare ciò che deve essere rimborsato (e quanto "tollerabile" è il debito) e la capacità del governo di mobilitare le risorse: aumentare le tasse, tagliare le spese, vendere asset, ottenere valuta estera, ecc.;
- la suscettibilità al rischio di evento, che è il rischio di una minaccia diretta e immediata al rimborso del debito e, per i paesi più alti nella scala di valutazione, è il rischio di un improvviso downgrade.

Il problema è determinare se la situazione del debito possa essere (ulteriormente) in pericolo dalla comparsa di eventi avversi di natura economica, finanziaria o politica. La combinazione di questi due fattori consente di determinare i gradi di solidità finanziaria e perfezionare il posizionamento del paese sulla scala di valutazione. La terza fase consiste nell'aggiustare il grado di elasticità al grado di solidità finanziaria. Ciò comporta l'identificazione di una gamma di punteggio. La determinazione del rating esatto viene fatto sulla base di un confronto aggiustato con fattori di ponderazione aggiuntivi che non possono essere adeguatamente controllati in precedenza.

L'approccio di Fitch nell'analisi del rischio sovrano può essere definito a "4 step"<sup>10</sup> ed è una sintesi di giudizi quantitativi e qualitativi che evidenziano la disponibilità e la capacità di uno Stato di adempimento delle proprie obbligazioni. Data l'importanza del settore pubblico e del governo, così come dell'economia nazionale, le attività e le azioni di policy

---

<sup>10</sup> FITCH RATINGS Inc., 2016. *Procedures and Methodologies* [online]. Disponibile su: <<https://www.fitchratings.com>>. [Data ultima cons. 25-04-2017].

di un sovrano hanno un profondo impatto e sono influenzate dalla performance dell'economia nel suo complesso. I fattori considerati non si fermano alla sola solidità finanziaria ma includono un range di fattori elencati di seguito:

- Prospetti e performance macroeconomiche;
- Caratteristiche strutturali che rendono l'economia più o meno vulnerabile agli shock, includendo il rischio di stabilità macroeconomica e le finanze pubbliche, il rischio politico ed i fattori di governance;
- Finanze pubbliche, includendo la struttura e la sostenibilità del debito pubblico e il prelievo fiscale;
- Finanze esterne, in particolare la sostenibilità della bilancia del commercio internazionale, i flussi di capitali, il livello e la struttura del debito estero (pubblico e privato).

Per quel che riguarda Moody's quindi, si osserva che l'analisi avviene associando a categorie di rischio di credito, livelli approssimativi di perdita attesa, in quanto estremamente complicato ricostruire un'esatta probabilità di default, soprattutto nei casi di sovrani con rating molto alti. Risulta invece possibile valutare separatamente la probabilità di default con la gravità di default o perdita nel caso di sovrani già presenti nell'area speculativa della scala di rating. Nel caso di Standard & Poor's, invece, al centro della valutazione del merito di credito ritroviamo, come fattore primario, la probabilità di default. Il merito di credito è un fenomeno "multi-faceted" e non vi è una formula che permette di combinare le varie sfaccettature del caso. Data la natura multi-dimensionale, è possibile individuare un fattore primario e altri fattori secondari. Il primo è appunto la probabilità di default, intesa come capacità e volontà di pagare, ed è il fattore più importante nell'assegnazione di un rating da parte di Standard & Poor's e viene stabilito uno scenario come benchmark per ogni categoria di rating. I fattori considerati secondari sono, ad esempio, la priorità di pagamento, il rimborso previsto in caso di default e la stabilità del credito. Nel terzo caso, invece, Fitch combina gli aspetti qualitativi e quantitativi attraverso un modello multifattoriale che utilizza 18 variabili. Questa regressione multipla è una

classificazione piuttosto che un modello di default sovrano, che genera una previsione a lungo termine, piuttosto che una probabilità di default.

### 1.1.5. La recente evoluzione del rating italiano

Le valutazioni di rating operano generalmente in due direzioni: declassamento, quando una istituzione viene valutata “a ribasso”, ossia declassandola di categoria, oppure di innalzamento, ovvero quando si sale di un gradino in termini di valutazione di affidabilità. Oltre a questo entra poi in gioco il così detto “outlook” ossia un orizzonte temporale (solitamente due anni per le principali agenzie di rating) entro cui i fattori considerati per la valutazione potrebbero portare ad un ulteriore upgrade o downgrade della valutazione. Quando l’outlook è «negativo» significa che il rating è debole: se i fattori di debolezza dovessero persistere o aggravarsi il rating potrebbe venire declassato. Significa quindi che l’agenzia di valutazione riscontra alcuni elementi di debolezza che potrebbero (ma non è detto) portare al declassamento. Di contro si può poi avere un outlook “positivo” cioè riscontrare fattori che potrebbero portare presto ad un ulteriore incremento della valutazione, mentre, in conclusione, può anche esserci un outlook “stabile” nel senso che i fattori intervenuti nel modificare la valutazione hanno avuto una influenza istantanea, ma non così forte da far presagire ulteriori evoluzioni, positive o negative, della situazione di rischio. In questo periodo storico successivo alla Grande Recessione del 2008, purtroppo, sono diventati ormai molto frequenti i casi di declassamento delle istituzioni da parte delle agenzie di rating.

**Tabella 2 - La recente evoluzione del rating italiano**

Standard&Poor’s		Fitch Rating <sup>11</sup>		Moody’s		DBRS	
marzo-93	AA	giugno-02	AA	giugno-11	Aa2	luglio-05	AA Low
luglio-04	AA-	ottobre-06	AA-	ottobre-11	A2	luglio-05	A
ottobre-06	A+	ottobre-11	A+	febbraio-12	A3	luglio-05	A Low
settembre-11	A	gennaio-12	A-	luglio-12	Baa2	luglio-05	BBB High
gennaio-12	BBB+	marzo-13	BBB+				
luglio-13	BBB						
dicembre-14	BBB-						

FONTE: Il Sole 24 ore.

<sup>11</sup> IL SOLE 24 ORE, 2017. *Rating Dbrs giù. La storia del rating sull’Italia* [online]. *Il Sole 24Ore*. 14 gennaio. Disponibile su: <[http://www.infodata.ilsole24ore.com/2017/01/14/rating-dbrs-giu-la-storia-del-rating-sullitalia/?refresh\\_ce=1](http://www.infodata.ilsole24ore.com/2017/01/14/rating-dbrs-giu-la-storia-del-rating-sullitalia/?refresh_ce=1)> [Data ultima cons. 29-04-2017].

Da gennaio 2008 iniziarono una serie di eventi sia sul versante economico, ovvero le conseguenze della Grande Recessione che si trasmise dal mercato dei titoli sub-prime Americano ai paesi europei, sia dal punto di vista politico, per via dell'alternarsi di governi nel nostro paese. Il 24 gennaio 2008 infatti, il senato negò la fiducia al Governo Prodi e nello stesso giorno il Presidente Prodi si recò al Quirinale per rimettere il mandato nelle mani del Capo dello Stato Giorgio Napolitano. Il 13-14 aprile 2008 ci furono le lezioni politiche in Italia, che si conclusero con una vittoria della coalizione tra il Popolo della Libertà e la Lega Nord, guidata da Silvio Berlusconi, e segnando così un decisivo stacco con le politiche perpetuate dal precedente governo. Il 15 settembre 2008 fu la volta del "lunedì nero" di Wall Street, con il fallimento di Lehman Brothers che portò a delle ripercussioni in Europa per quanto riguarda il differenziale di titoli sovrani (BTP-Bund Tedeschi), in quanto segue una fuga di capitali (*flight to quality*<sup>12</sup>) verso i titoli percepiti più sicuri. Come se non bastasse, ad aprile 2011 ci fu poi, in pieno periodo di crisi, anche il declassamento dei titoli della Grecia alla categoria di qualità "speculative grade", il quale ha portato un'ondata di panico e un possibile contagio ad altri emittenti sovrani dell'area dell'euro dopo la scoperta che i bilanci di stato erano truccati, con un buco di bilancio praticamente doppio rispetto all'indebitamento pubblicato sino al 2010. Maggio-Giugno 2011 poi, durante il governo Berlusconi, si assistette ad una rapida crescita del differenziale tra i titoli di stato italiani a lungo termine e i bund tedeschi, ed è anche questo il momento in cui il rating italiano inizia a far sentire il suo precedente outlook negativo, divenendo poi oggetto di continui declassamenti e ritocchi al rating, sino a che il 17 giugno 2011 Moody's iniziò a tenere sotto controllo il rating dell'Italia aggiungendo all'esistente rating un outlook negativo, nonostante la classificazione fosse assai positiva e al livello "Aa2", tipica di titoli stabili e con scarsissima sensibilità alle circostanze economiche avverse, e infatti subito i mercati recepirono questo incremento di rischiosità, con un picco di spread tra Btp e bund tedeschi che il 4 agosto 2011 raggiunse i 324 punti percentuali. Da qui infatti iniziò una vera e propria "Race to the Bottom" per il nostro paese. Ed è quindi a partire dal quarto trimestre 2011 che tutte le congetture sulla rischiosità dei titoli di stato italiani iniziano a concretizzarsi con cali di valutazione sul nostro Paese: il 19 settembre 2011 Standard & Poor's fu la prima agenzia a declassare il rating dell'Italia da A+ a A per la fragilità politica

---

<sup>12</sup> IL SOLE 24 ORE, 03 novembre 2016. *Flight to quality* [online]. *Il Sole 24Ore*. Disponibile su: <<http://argomenti.ilsole24ore.com/parolechiave/flight-to-quality.html>>. [Data ultima cons. 25-04-2017].

ed una limitata crescita del paese<sup>13</sup>. Il 4 ottobre 2011 poi anche Moody's seguì la sorella e declassò il rating dell'Italia da Aa2 a A2, cioè passando da un titolo poco sensibile alle circostanze avverse, e con rischio di insolvenza molto basso anche nel lungo periodo, ad un salto di ben tre gradini, andando a collocare il nostro rating nello scalino più basso della fascia a basso rischio della categoria top quality – A. Le motivazioni fornite dall'agenzia riguardano la difficoltà di finanziarsi a medio-lungo termine a causa del debito elevato (quasi del 120% del Pil), la crescita limitata del Pil stesso e la debolezza della politica italiana<sup>14</sup>. Per finire, il 7 ottobre 2011 anche Fitch non fu da meno e declassò il rating dell'Italia da AA- a A+ sostenendo che “L'alto debito pubblico, il fabbisogno e il basso potenziale di crescita rendono l'Italia molto vulnerabile agli shock esterni, secondo Fitch che è in linea con Moody e S&P”. E nello stesso giorno anche il rating della Spagna venne tagliato di due punti. La situazione inizia così a farsi sempre più calda, visto anche la crescente sfiducia dei mercati finanziari nelle istituzioni italiane, il 9 novembre infatti lo spread tra btp e bund raggiunge il massimo storico toccando i 574 punti percentuali e, conseguentemente, 3 giorni dopo ci furono le dimissioni di Silvio Berlusconi per far posto pochi giorni dopo, in seguito ad alcune consultazioni, ad un governo tecnico, il Governo Monti, nato il 16 novembre e presieduto da Mario Monti, in precedenza già senatore a vita. A dicembre 2012 continua ancora la corsa al ribasso, e Standard & Poor's mantiene lo stesso rating all'Italia ma con outlook negativo seguita di pari passo anche da Fitch, anche a causa del perpetuare dell'alto livello di spread che rimane oltre quota 450. Pure a inizio 2012 la situazione non migliora, e anzi il 13 gennaio 2012 Standard & Poor's declassa sia il rating della Francia ad AA- e anche quello dell'Italia a BBB+, oltre che quello della Spagna, del Portogallo e dell'Austria. Si pensa ad una vera e propria speculazione e ad un attacco all'euro e per la prima volta nella storia l'Italia entra nella sezione B della scala di valutazione. Il 27 gennaio 2012 S&P è subito seguita da Fitch che declassa il rating dell'Italia da A+ a A- a causa dell'elevato debito pubblico (oltre 120% del Pil) e delle scarse possibilità di crescita, che nel 2012 registra complessivamente un calo del -0,5%. Nella stessa giornata poi si assistette al declassamento anche di Belgio, Cipro, Irlanda e Slovenia. Non perde poi tempo nemmeno Moody's, che il 13 febbraio 2012 declassa il rating

---

<sup>13</sup> CAVALLITO MATTEO. *Standard & Poor's declassa l'Italia* [online]. Disponibile su: <<http://www.ilfattoquotidiano.it/2011/09/20/debito-sp-declassa-il-rating-dellitalia-da-a-ad-a/158520/>>. [Data ultima cons. 25-04-2017].

<sup>14</sup> BUFACCHI ISABELLA, 5 ottobre 2011. *Moody's declassa l'Italia di tre punti* [online]. *Il Sole 24 Ore*. Disponibile su: <<http://www.ilsole24ore.com/art/notizie/2011-10-05/moodys-declassa-italia-punti-063710.shtml?uuid=Aagvi59D>>. [Data ultima cons. 25-04-2017].

dell'Italia da A2 a A3 per l'elevato debito pubblico e una recessione imminente<sup>15</sup>. Il 19 marzo 2012 poi lo spread sembrò scendere, e si riportò a livelli normali raggiungendo un differenziale di 213 punti, ma questo non bastò a riportare i livelli di fiducia ai precedenti livelli di inizio crisi. A maggio Moody's declassò il rating di ben 26 banche italiane, tra cui si è abbattuto anche su istituti di credito importanti come UniCredit e Intesa Sanpaolo, che da soli rappresentano un terzo del settore bancario italiano, passati rispettivamente da "Baa1" a "Baa2" e da "C+" a "C-", rendendo il rating delle banche italiane tra i più bassi nei Paesi dell'Europa avanzata, riflettono la vulnerabilità di queste banche in contesti operativi sfavorevoli, sia in Italia e in Europa. Il 13 luglio 2012 Moody's declassò nuovamente il rating dell'Italia da A3 a Baa2 a causa dell'instabilità politica del paese, in vista delle elezioni di aprile 2013. Si parla di un rischio contagio da Spagna e Grecia. Inoltre l'Agenzia sottolinea un tasso di disoccupazione in aumento e una crescita che rimane debole. Questo risultato fu contestato da Simon O'Connor, portavoce del commissario agli affari monetari Olli Rehn, che commentò così il declassamento da parte di Moody's: «Penso che ci si possa legittimamente porre delle domande sull'appropriatezza della tempistica (timing) di questo declassamento, e non è la prima volta che si pone questa questione», mentre l'Europa non prese una posizione ufficiale. O'Connor poi sottolineò come, proprio in quel periodo, l'Italia abbia invece messo in campo misure e riforme strutturali di risanamento che secondo la Commissione saranno in grado risanare i conti italiani, o almeno di riportarli a livelli sostenibile. Anche secondo Matteo Colaninno, deputato e responsabile dello sviluppo economico del Pd, il giudizio era inaccettabile: «il giudizio di Moody's è totalmente ingiustificato e non tiene conto del risanamento che l'Italia sta producendo sul proprio bilancio pubblico, in particolar modo sul disavanzo, non tiene conto delle riforme messe in campo in questi mesi, non tiene conto nemmeno della capacità e del potenziale di ripresa che l'Italia ha nel suo sistema di imprese e nella sua economia e quindi il mio giudizio sull'operato dell'agenzia di rating è molto severo». Per il presidente del Veneto, Luca Zaia è ora di dire «basta con queste agenzie di rating private. Facciamone una europea con la Bce», l'obiettivo è contrastare questa «sfida tra le varie agenzie per mettere in cattiva luce l'Italia. Ma la storia al ribasso del rating Italiano non si esaurisce qui, infatti il 2013 vede altri due declassamenti, con Fitch che a marzo torna a

---

<sup>15</sup>ANON, 14 febbraio 2012. *Moody's declassa ancora l'Italia. Borse tutte in negativo, si salva solo Milano (+0,47%)* [online]. Il Fatto Quotidiano. Disponibile su: <<http://www.ilfattoquotidiano.it/2012/02/14/governo-monti-basta-moodys-declassa-nuovamente-litalia/191136/>>. [Data ultima cons. 25-04-2017].

declassare l'Italia a BBB+ e Standard & Poor's che segue il trend portando il rating in piena fascia media con BBB a luglio 2013 e outlook stabile, ritoccando il rating solamente a fine 2014, a dicembre, aggiustando per l'ultima volta il rating a BBB-. Per il 2015 e 2016 la situazione resta invece stabile. Più di recente, l'Italia perde anche l'ultima "A" affidatagli dall'agenzia di rating DBRS, che permetteva alle banche italiane di usare i titoli di stato come garanzie per ottenere i finanziamenti. Nella scelta del taglio hanno impattato soprattutto il risultato del referendum costituzionale del 4 dicembre 2016 e la caduta di Renzi, in un contesto di crisi bancaria. L'agenzia di rating canadese Dbrs, seppur non una delle "3 sorelle" nel mercato del rating, ha tagliato il rating del debito italiano a BBB stabile, allineandosi alle altre agenzie internazionali che già avevano tolto il giudizio "A" allo Stato Italiano, declassandolo quindi da paese ad alta qualità di valutazione con bassa sensibilità alle condizioni avverse dell'economia, a paese della parte superiore della fascia "media", quindi con media qualità dei titoli e moderata sensibilità alle condizioni economiche avverse. Il giudizio riflette più che altro le incertezze politiche che rendono più difficile per il governo il conseguimento delle riforme annunciate e le difficoltà del settore bancario. Sul giudizio ha pesato quindi una combinazione di fattori, inclusa l'incertezza rispetto all'abilità politica di sostenere gli sforzi per riforme strutturali e la continua debolezza del sistema bancario, in un periodo di fragilità della crescita. La perdita della "A" per l'Italia rende più difficile per le banche italiane depositare i titoli di Stato a garanzia presso le banche centrali per ottenere in cambio liquidità e, secondo alcuni conti, mancheranno al sistema del credito italiano qualcosa come 30 miliardi di euro di liquidità, munizioni che le banche stesse avrebbero potuto usare per sostenere le imprese. Dbrs ritiene che, "in seguito al referendum bocciato sulle modifiche costituzionali che avrebbe potuto fornire una maggiore stabilità di governo e la successiva dimissioni del primo ministro Renzi, il nuovo governo ad interim può avere meno spazio per passare ulteriori misure, limitando così il rialzo delle prospettive economiche". Inoltre, nonostante i recenti piani di sostegno del settore bancario, il livello di npl (Non performing loan, incagli) rimane "molto elevato" tale da compromettere la capacità del settore bancario di agire come intermediario finanziario per sostenere l'economia. In questo contesto, la bassa crescita ha comportato ritardi persistenti nella riduzione dell'alto debito, lasciando il paese più esposto agli shock. La situazione viene però in parte smentita o smorzata da Banca d'Italia, la quale sostiene che il taglio avrebbe un effetto limitato sulla capacità delle banche italiane di avere accesso ai finanziamenti della Bce, anche perché le banche fanno un uso limitato di titoli del debito pubblico come collaterale nelle operazioni Bce. Si arriva infine al 21 aprile 2017 dove Fitch

taglia il rating dell'Italia a BBB sostenendo che “il Paese ha fallito su riduzione del debito, sono poi aumentati anche rischi politici e populismo”. L'agenzia, oltre a ridurre il merito di credito, ribadisce la preoccupazione per la debolezza delle banche e la scarsa crescita. E aggiunge che un populismo in crescita può sminuire l'appetito politico per le riforme, aumentare la pressione per lo svuotamento fiscale e pesare sul sentimento degli investitori. Nel 2013 aveva tagliato il rating dell'Italia da A- a BBB+, e quattro anni dopo Fitch taglia ulteriormente a 'BBB'. Ma non solo: perché in una nota l'agenzia punta il dito contro l'attuale situazione politica del nostro Paese, sostenendo che i rischi di governo debole o instabile sono aumentati – si legge in una nota – così come la possibilità di partiti populistici e euroscettici che influenzano la politica, aggiungendo poi che un populismo in crescita può sminuire l'appetito politico per la riforma, aumentare la pressione per lo svuotamento fiscale e pesare sul sentimento degli investitori. Fitch stima che il Pil dell'Italia crescerà dello 0,9% quest'anno e dell'1% nel 2018, il che porterebbe il prodotto interno lordo reale oltre il 5% sotto il livello del 2007. Numeri che evidenziano come il nostro paese cresca troppo poco, con diverse criticità anche sul ritardo nel consolidamento dei conti: l'agenzia evidenzia infatti il “fallimento” sul fronte della riduzione dell'elevatissimo livello del debito pubblico (ormai superiore al 135% del Pil), sostenendo come questo esponga maggiormente il Paese a potenziali shock sfavorevoli. Inoltre le debolezze delle banche italiane aumentano i rischi al ribasso per l'economia e le finanze pubbliche con un outlook per il settore bancario “negativo”, legato soprattutto alle sfide per ridurre i crediti deteriorati e la debole redditività. Per completare il quadro poi il persistente peggioramento fiscale dell'Italia, il ripiegamento del consolidamento, la debole crescita economica e la conseguente mancata riduzione dell'elevato livello del debito delle amministrazioni pubbliche hanno lasciato più esposizione ai potenziali shock avversi. Ciò è aggravato da un aumento del rischio politico e dalla debolezza continua del settore bancario che ha richiesto un intervento pubblico previsto in tre banche a partire da dicembre. Per quanto riguarda Moody's invece, il rating italiano resta invariato ad aprile 2017: il giudizio degli analisti sul rating dell'Italia rimane Baa2 con outlook negativo e con spread stabile e Btp decennale al 2,23%. Così, l'attesa per il pronunciamento di Moody's in merito al rating sovrano di Italia (e Francia) si è risolta con un nulla di fatto, ovvero una conferma di rating e outlook correnti (Baa2 con outlook negativo per la prima e Aa2 con outlook stabile per la seconda). Nel caso dell'Italia, la decisione circa un possibile downgrade è di fatto rimandata, verosimilmente in attesa di maggiori informazioni circa l'evoluzione del quadro politico, vista l'incertezza attuale in merito sia alla data delle prossime elezioni politiche che al



sistema di voto che verrà adottato. Il giudizio è quindi rimandato a dopo le elezioni per valutare soprattutto le prospettive e i programmi del nuovo governo: la decisione resta condizionata principalmente dalla politica e dal bilancio statale sotto revisione della Commissione Ue. Nelle previsioni ci sarà sicuramente un tener in considerazione l'andamento (negativo) del deficit strutturale, il debito pubblico che non scende, anche se vi è qualche segnale positivo sul fronte della crescita. Ma al di là dei numeri, che pure saranno il cuore delle previsioni economiche invernali, quando si tratta di analizzare la situazione economica italiana ciò che più preoccupa l'Ue sono i rischi legati all'incertezza politica, principale rischio per gli investitori, anche dal punto di vista dei conti pubblici. E non solo per l'Italia, perché nel documento che accompagna le previsioni invernali si parla esplicitamente di "incertezze politiche" legate alle elezioni che si svolgeranno in Europa quest'anno.

#### **1.1.6. L'Italia a confronto con altri paesi**

Dalla tabella sottostante si può vedere come l'Italia sia l'unico paese (ad eccezione fatta per la Grecia) tra i principali contendenti Europei ed esteri ad avere contemporaneamente un rating sovrano a "Medio Rischio" secondo le valutazioni effettuate da S&P e Moody's, rientrando quindi nel segmento B della scala di rating, e ad avere contemporaneamente un rapporto Debito/PIL superiore al 100%, livello oltre il quale l'indebitamento viene solitamente e all'unanimità definito "critico" come nel caso del FMI, il quale sostiene che il livello massimo

**Tabella 3 - Comparazione tra rating e debito pubblico di diversi paesi**

Paese	Moneta	Nome generico	Rating (S&P/Moody's)	Debito in Miliardi di €	Debito Pubblico (in % del PIL)
USA	Dollari	U.S. Treasuries	AA+/Aaa	18.237	71,80%
Giappone	Yen	TDS Giapponesi	A+/A2	10.557	236%
Italia	Euro	BTP	BBB-/Baa2	2.217 <sup>16</sup>	133%
Cina	Renminbi	Dim Sum Bond	AA-/A+	1.980	22,40%
Regno Unito	Sterlina	Gilt	AA/Aa1	1.863	91,10%
Francia	Euro	Obligation assimilable du Trésor	AA/Aa2	1.795	93,40%
Spagna	Euro	Bonos	BBB+/Baa2	1.128	98,90%
Germania	Euro	Bund	AAA/Aaa	1.205	79,90%
Grecia	Euro	Bond Greci	B-/Caa3	295	175%

FONTE: www.imf.org

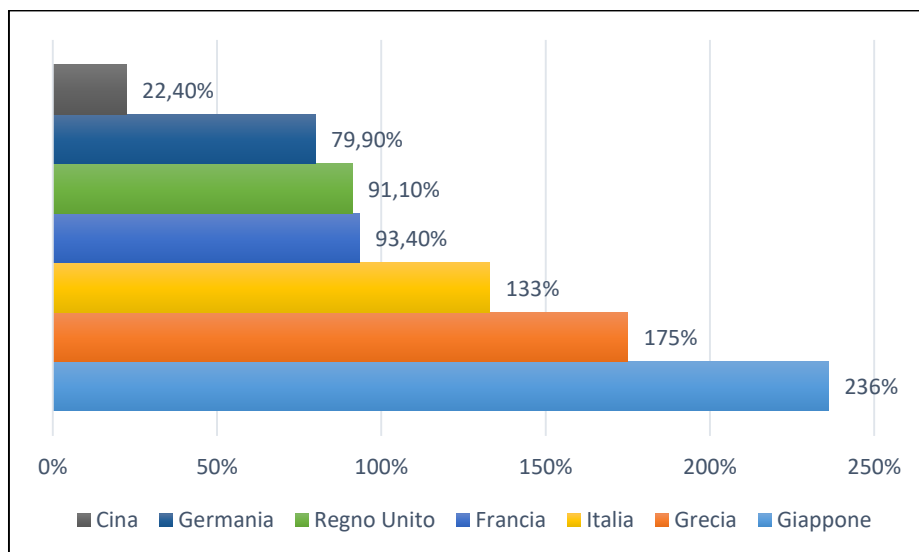
teorico di indebitamento per un paese industrializzato non dovrebbe mai superare l'85%<sup>17</sup> del rapporto Debito/Pil, mentre per i paesi in via di sviluppo o emergenti, esso può permettersi di arrivare al 100% del rapporto grazie soprattutto ai tassi di crescita dell'economia che spesso superano anche il 10%. Sempre secondo i dati del FMI, tra i 35 paesi al mondo considerati più avanzati, il debito pubblico si attesta attorno al 75% del Pil, e l'Italia si attesta al terzo posto dopo Giappone e Grecia. Il dato del Giappone è quello a cui prestare più attenzione: nonostante il suo indebitamento appaia quasi smisurato rispetto a quello degli altri paesi, in realtà esso è costituito da attività relativamente liquide, e quindi con una vita media poco elevata, da cui guadagna interessi che possono essere usati per

<sup>16</sup> Per maggiori dettagli consultare la tabella 3 in appendice.

<sup>17</sup>CARLO COTTARELLI, 2015. *Il macigno: perché il debito pubblico ci schiaccia e come si fa a liberarsene*. p.38, La Feltrinelli editore.

pagare gli interessi sul proprio debito. Inoltre il Giappone ha due vantaggi<sup>18</sup>: il primo è che il debito pubblico è detenuto quasi esclusivamente al suo interno, così da evitare rischi come quello da tasso di interesse o da tasso di cambio, tipici di alcuni paesi emergenti da molti definito “Peccato Originale”, nel caso lo yuan si apprezzasse e facesse crescere il tasso di cambio, ad esempio espresso in dollari, e quindi il debito espresso in quella valuta estera. Inoltre, la banca centrale Giapponese (Bank of Japan) ha autonomia monetaria e quindi è libera di stampare moneta per sostenere la crescita e aumentare l’inflazione. In questo modo Il Giappone, a differenza di paesi come Italia e Grecia, vive in una sorta di tranquillità, dove i suoi cittadini sono detentori di risparmi e quindi finanziano in un certo senso la spesa pubblica grazie agli interessi, senza contare il fatto che il paese è così immune dalla speculazione di investitori stranieri. Per questo motivo quindi, il rating sovrano del Giappone si attesta ancora nella fascia alta – Livello A - della ponderazione dei rischi, in quanto molto indebitato, ma con un debito a rischio molto basso.

**Tabella 3 - Rapporto Debito/PIL tra paesi a confronto**



FONTE:www.imf.org

<sup>18</sup> IL SOLE 24 ORE, 15 gennaio 2013. *Perché con un rapporto debito/Pil al 236% il Giappone spende e spende mentre l'Italia va giù a colpi di austerità?* [online]. *Il Sole 24Ore*. Disponibile su: <[http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2013-01-15/perche-debitopil-giappone-spende-091020.shtml?uuid=AbdBNSKH&refresh\\_ce=1](http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2013-01-15/perche-debitopil-giappone-spende-091020.shtml?uuid=AbdBNSKH&refresh_ce=1)>. [Data ultima cons. 25-04-2017].

La stessa cosa non la si può invece dire per l'Italia, che ha un debito pubblico denominato in euro principalmente, e detenuto da altri paesi europei, ma su cui il nostro paese non ha la possibilità diretta di stampare moneta tramite la Banca d'Italia, ma delega ciò alla Banca Centrale Europea, aggirando così in parte il classico "trilemma dell'economia" dove uno stato può scegliere solamente due dei tre lati del triangolo, ossia scegliere due tra: politica monetaria indipendente, stabilità di tasso di cambio e libertà dei movimenti internazionali di capitali, dando la possibilità di scegliere due lati ai paesi Europei e poi rendendo di fatto modificabile la quantità di moneta in circolazione grazie all'operato della Banca Centrale, che nel caso Europeo è però indipendente. Il rating italiano però non è così favorevole come quello della maggioranza degli altri paesi. Il fatto che dal 1994, in cui il rating, e dunque il rischio sovrano si sia abbassato da doppia A sino a giungere al segmento "B" la dice lunga su quanti possano essere i punti critici della recente evoluzione del nostro paese.

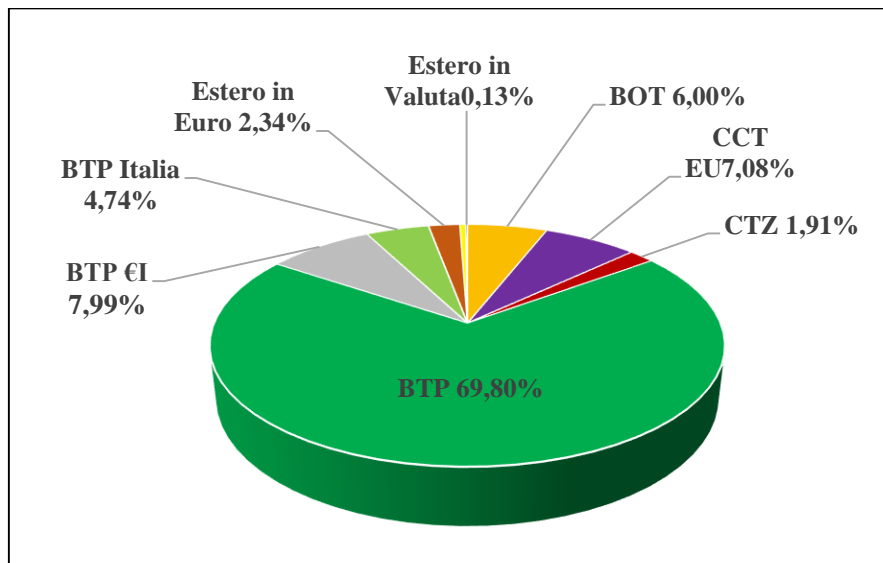
## **1.2. Titoli di stato e rischio sovrano: una valutazione indiretta**

Un altro modo per comprendere il rischio sovrano è tramite l'osservazione dei Titoli di Stato, cioè gli strumenti emessi dai governi nazionali per finanziare le proprie esigenze di indebitamento, soddisfare il fabbisogno del paese e far fronte alle attività istituzionali<sup>19</sup>. I titoli di stato Italiani si dividono in varie tipologie, ci sono infatti i Buoni Ordinari del Tesoro (BOT), i Certificati del Tesoro Zero Coupon (CTZ), i Certificati di Credito del Tesoro (CCT/CCTeu), i Buoni del Tesoro Poliennali (BTP), i Buoni del Tesoro Poliennali indicizzati all'Inflazione Europea (BTP€i) e i BTP Italia e sono periodicamente emessi dal Ministero dell'Economia e delle Finanze e venduti tramite aste pubbliche. I diritti di credito incorporati nei titoli, che vengono anche detti "bond", cioè obbligazioni di Stato, possono essere corrisposti ai sottoscrittori del prestito sia mediante lo scarto di valore tra quello nomina e il prezzo di emissione o di acquisto, oppure mediante il pagamento di cedole, fisse oppure variabili, durante l'investimento.

---

<sup>19</sup> BORSA ITALIANA, 2013. *Linee guida del debito pubblico* [online]. Disponibile su: <<http://www.borsaitaliana.it/obbligazioni/formazione/ititolidistatoitaliani/ititolidistatoitaliani.htm>>. [Data ultima cons. 27-04-2017].

**Tabella 4 - Composizione dei titoli di stato al 31-03-2017**



FONTE: Banca d'Italia

Circa l'84,5%<sup>20</sup> del debito pubblico è formato da Titoli di Stato, secondo le Statistiche della Banca d'Italia aggiornate al 31 Marzo 2017, ma una delle cose più importanti degli strumenti finanziari utilizzati per la cessione del debito pubblico verso terzi, riguarda soprattutto il tipo di interesse che viene concesso su di essi, in quanto un tasso fisso o variabile comporta notevoli differenze di spesa sia per lo Stato, sia poi anche alle banche e ad altri intermediari finanziari che dovranno di conseguenza modificare anche i tassi di interesse a cui erogano obbligazioni o concedono prestiti alla clientela, dovute alla grande variabilità delle condizioni di operatività nel corso del periodo di validità dell'obbligazione. Come si vede dal grafico, la maggior parte dei titoli di stato in circolazione è detenuta dagli investitori sotto forma dello strumento denominato BTP, pari al 69,8% del totale dei titoli, e per un valore nominale di più di 1.330 miliardi di euro.

<sup>20</sup> BANCA D'ITALIA, 15 maggio 2017. *Finanza Pubblica: Fabbisogno e debito* [online]. p. 12. Disponibile su: <[http://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/finanza-pubblica/2017-finanza-pubblica/statistiche\\_FPI\\_15052017.pdf](http://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/finanza-pubblica/2017-finanza-pubblica/statistiche_FPI_15052017.pdf)> [Data ultima cons. 27-04-2017].

**Tabella 5 - Titoli di Stato in circolazione per tipologia**

<b>Tipologia titolo</b>	<b>mln. €uro</b>	<b>%</b>
<b>BOT</b>	114.323,33	6,00%
<b>BOT Flessibili</b>	0	0%
<b>CCT eu</b>	134.891,67	7,08%
<b>CTZ</b>	36.473,41	1,91%
<b>BTP</b>	1.330.148,62	69,80%
<b>BTP €i (rivalutato)</b>	152.218,44	7,99%
<b>BTP Italia (rivalutato)</b>	90.286,49	4,74%
<b>BTP atipici</b>	363,542	0,02%
<b>Eestero in €uro</b>	44.535,91	2,34%
<i>di cui Titoli Ispa</i>	<i>8.610,82</i>	<i>0,45%</i>
<b>Eestero in valuta</b>	2.396,79	0,13%
<b>Totale</b>	<b>1.905.638,20</b>	<b>100%</b>
<b>Vita media del debito</b>		
<b>6,75 Anni</b>		

FONTE: [www.dt.mef.gov.it](http://www.dt.mef.gov.it)

I titoli di stato si dividono in diverse categorie in base alla durata e ai tipi di rendimenti che offrono agli investitori:

Con **BTP**<sup>21</sup> - Buoni del tesoro Poliennali - si intende un titolo di credito emesso dal Tesoro con scadenza variabile di 3, 5, 7, 10, 15 o 30 anni. Durante la vita dell'obbligazione, il creditore riceve un flusso cedolare (i rendimenti dei titoli di stato sono chiamati cedole) a cadenza costante, solitamente semestrale, ed alla scadenza una somma pari al valore nominale del titolo posseduto. Il valore delle cedole è solitamente predeterminato e di misura fissa, con un tasso di interesse fissato in sede di emissione del titolo e costante per tutta la vita dello stesso. Come tutti gli altri titoli di Stato, vengono piazzati sul mercato tramite asta, con cadenza mensile. Si tratta inoltre di strumenti quotati sul mercato telematico obbligazionario, il MOT, per cui gli investitori istituzionali i quali hanno partecipato all'asta possono effettuare rivendite derivante dalla fluttuazione del titolo. Come ci si può aspettare, i titoli con vita maggiore sono anche quelli con maggior rischio,

---

<sup>21</sup> BORSA ITALIANA, 2013. Disponibile su: <<http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/btp.htm>>. [Data ultima cons. 27-04-2017].

traducibile però in un tasso di interesse più elevato. Ciò che rende i BTP uno strumento così diffuso ed apprezzato riguarda la certezza di una remunerazione mensile a tasso fisso, quindi sicura e garantita dallo Stato Italiano, ed inoltre la loro liquidità. L'unico rischio realmente concreto riguardate il valore dei BTP nel mercato, in quanto una fluttuazione del tasso di mercato agisce sul valore diretto dello strumento, dovendo compensare il tasso fisso di remunerazione al fine di eguagliare il rendimento di mercato.

Per quanto riguarda i **BTP€i** (BTP Europei), si tratta di Buoni del Tesoro Poliennali con una particolarità, ossia l'indicizzazione al tasso di inflazione europeo, mentre i BTP Italia sono indicizzati al tasso di inflazione italiano. Ciò significa come il titolo fornisca protezione all'investitore contro la salita dei prezzi, il primo a livello europeo ed il secondo a livello nazionale, tramite cedole pagate semestralmente le quali offrono un tasso reale minimo garantito, stabilito di volta in volta per ogni tranche di emissione.

i **BOT** invece, Buoni Ordinari del Tesoro, hanno una diffusione minore, pari al 6% del totale dei titoli emessi, percentuale strettamente legata alla loro funzione di finanziamento del debito a breve termine, con una vita di 3, 6 o 12 mesi. Con un BOT l'investitore riceve, alla scadenza del titolo, l'importo nominale complessivo: la remunerazione viene così definita dalla differenza tra il prezzo di acquisto del titolo e il valore nominale a scadenza, senza la presenza di cedole periodiche come nel caso dei BTP, e con un tasso di interesse che si concretizza solo a termine, in quanto sottratto dal valore nominale a scadenza. Anche per i BOT, si hanno caratteristiche di notevole liquidità, trattandosi di strumenti che sono sempre molto richiesti sul mercato. Anche per tali strumenti il collocamento avviene tramite asta, e vengono scambiati nel mercato telematico secondario, dove si trovano ad un prezzo diverso da quello di emissione dovuto all'oscillazione delle quotazioni di mercato.

I **CTZ**<sup>22</sup>, ossia Certificati del Tesoro Zero-Coupon, invece, hanno caratteristiche diverse. Sono infatti titoli che presentano una durata pari o inferiore a 24 mesi, il cui prezzo è

---

<sup>22</sup> DIPARTIMENTO DEL TESORO, 2017. *Linee guida alla gestione del debito pubblico* [online].

Disponibile su:

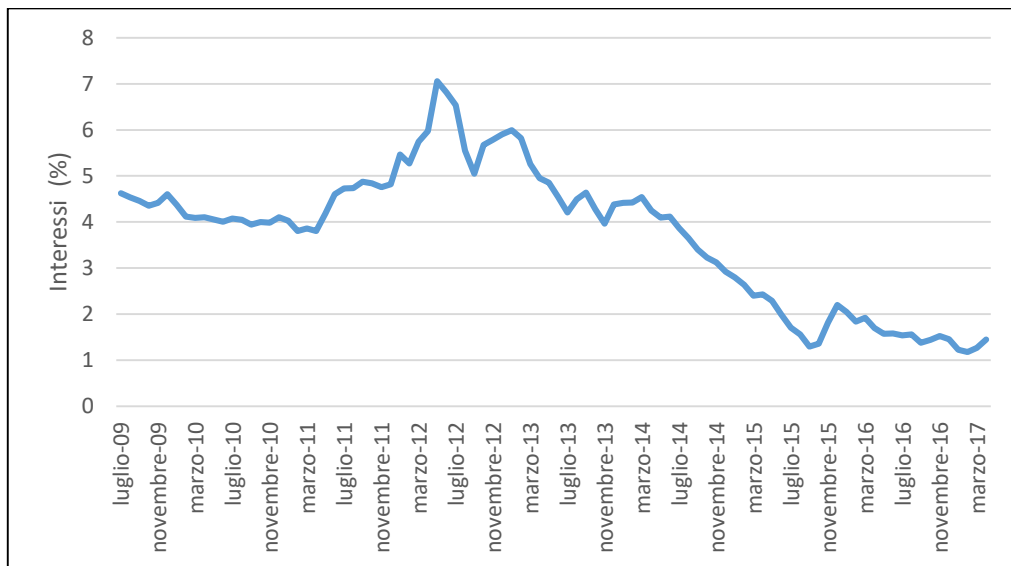
<[http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti\\_it/debito\\_pubblico/presentazioni\\_studi\\_rela\\_zioni/Linee\\_Guida\\_della\\_Gestione\\_del\\_Debito\\_Pubblico\\_-\\_Anno\\_2017.pdf](http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/debito_pubblico/presentazioni_studi_rela_zioni/Linee_Guida_della_Gestione_del_Debito_Pubblico_-_Anno_2017.pdf)>. [Data ultima cons. 27-04-2017].

determinato per differenza tra il valore nominale di rimborso e il prezzo di cessione, sempre posizionato al di sotto della pari. Presentano caratteristiche del tutto simili ai BOT, dai quali si differenziano solamente per una durata maggiore, in quanto sono collocati sul mercato tramite asta marginale e sono scambiati sul mercato telematico secondario secondo quotazione.

Ancora diversi sono i CCT, i Certificati di Credito del Tesoro, Trattasi infatti di titoli i quali presentano una durata di sette anni, e il loro tasso di interesse è variabile, con cedole indicizzate al rendimento dei BOT semestrali o annuali emessi nel bimestre che precede il mese antecedente lo stacco della cedola, con l'aggiunta di uno spread variabile tra 0,3% e 1%. Vengono emessi con cadenza mensile, e rappresentano circa il 7,04% del totale dei Titoli Di Stato emessi. La restante parte del debito pubblico sotto forma di titoli, esposta dal Ministero dell'Economia e delle Finanze con la dicitura "Eestero" e pari al 2,86% del totale, riguarda emissioni effettuate sia in euro sia in valuta estera tramite strumenti che trovano collocamento sul mercato esterno, per mezzo di programmi definiti "Carta Commerciale", "Global Bond" e "Prestiti a Medio e Lungo Termine": queste fattispecie permettono sia la raccolta di valuta estera, sia una diversificazione del debito tale da diminuire il rischio intrinseco, per un totale di 52,5 miliardi di euro circa. Appare evidente come siano gli strumenti di più lunga durata ad avere un peso maggiore all'interno della composizione del debito pubblico, ciò al fine di meglio favorire la gestione di cassa nel breve e nel medio - lungo periodo.



**Tabella 6 - Rendimento BTP 10 anni**

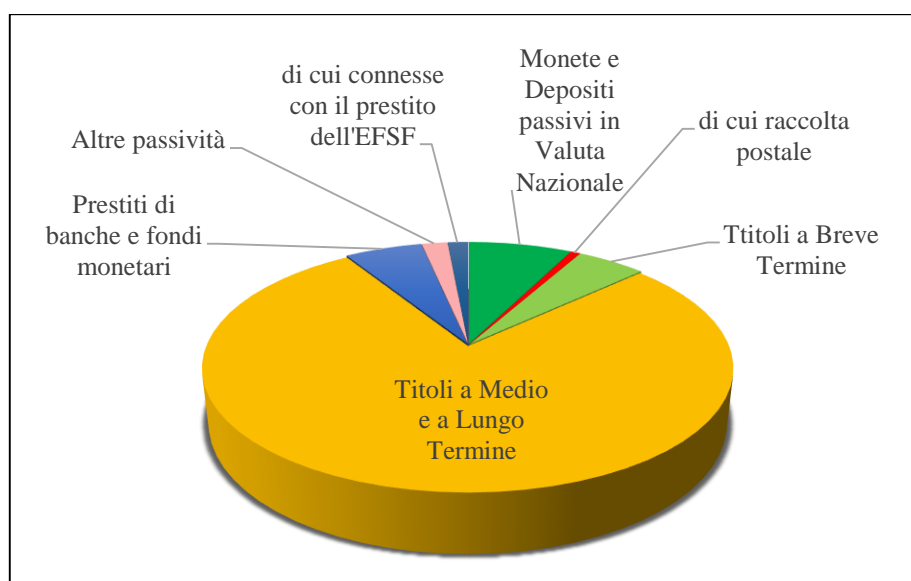


FONTE: ISTAT

Dal grafico si può vedere la serie storica dei rendimenti dei titoli di stato – BTP – a 10 anni emessi dal Ministero del Tesoro nel periodo 2009-2017. Da qui si può subito capire quale sia la relazione tra rating e tasso di interesse, o più in generale la relazione tra rischio e rendimento di un investimento. Si tratta infatti di una relazione di tipo matematico, giustificabile anche in via intuitiva: supponiamo che all'atto della sottoscrizione di un titolo a tasso fisso, per esempio un Bot, i tassi sul mercato monetario siano al 2%. Che cosa accade se, dopo un paio di mesi, i tassi di interesse salgono al 3%? Intuitivamente è lecito attendersi che il valore dei titoli acquistati in precedenza diminuisca, visto che ora chi vuole sottoscrivere un Bot può ottenere un rendimento del 3% a fronte del 2% delle obbligazioni acquistate. L'unico modo per far sì che le obbligazioni più datate possano competere con le nuove è che il prezzo delle prime diminuisca, dato che la loro remunerazione nominale è costante nel tempo. Questo rischio, detto di prezzo, insito in tutti i titoli a reddito fisso, diviene sempre più marcato man mano che si allunga la scadenza, proprio perché è più difficile prevedere l'andamento dei tassi e dell'inflazione in un arco di tempo più lungo. Ovviamente, per chi porta a scadenza i titoli il rischio non si tramuta in una vera e propria perdita in conto capitale, ma in un costo-opportunità, cioè in un guadagno non realizzato o meglio in un rendimento in quel momento inferiore a quello offerto da altri impieghi finanziari. Questo è il motivo per cui anche i tassi di interesse sono una misura "indiretta" della rischiosità, perché appunto seguono la legge fondamentale dell'economia ovvero della domanda e dell'offerta, e vanno quindi a rappresentare i comportamenti e le aspettative degli operatori economici: se il rischio aumenta, meno investitori saranno

disposti ad acquistare titoli, per questo motivo il prezzo delle obbligazioni scende, ma chi compra tali obbligazioni avrà bisogno di una extra-remunerazione per il rischio assunto, e quindi il tasso di interesse ricevuto dovrà aumentare. Altre misure di rischiosità possono poi essere legate allo spread - differenziale di interesse tra i titoli di stato italiani e tedeschi - oltre che anche dell'inflazione, ma di questo se ne parlerà nello specifico nei capitoli successivi, quando ci si concentrerà sulle politiche monetarie che permettono agli intermediari finanziari di acquistare titoli di stato e di iscriverli a bilancio.

**Tabella 7 - Strumenti di composizione del debito pubblico**



FONTE: Banca d'Italia

Importante è capire la composizione<sup>23</sup> del debito pubblico per capire cosa possa influenzare maggiormente gli oneri che l'Italia deve pagare su di esso. Il debito, a marzo 2017 è composto per oltre tre quarti da passività a medio lungo termine, quindi titoli con vita residua tra i 2 e i 10 anni generalmente, per un totale di quasi 1.800 miliardi. I titoli a breve termine invece riguardano solamente il 5% circa del totale e solitamente sono BOT con vita residua inferiore all'anno e quindi meno soggetti a oscillazioni di valore, mentre una terza parte tra le più consistenti è quella dei depositi in valuta nazionale, quindi soldi liquidi, che costituisce quasi un 8% del debito totale.

<sup>23</sup> BANCA D'ITALIA, 2017. *Supplementi al Bollettino Statistico* [online].p.8 tavola 4. Disponibile su: <[https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/finanza-pubblica/2017-finanza-pubblica/suppl\\_03\\_17.pdf](https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/finanza-pubblica/2017-finanza-pubblica/suppl_03_17.pdf)> . [Data ultima cons. 15-05-2017].

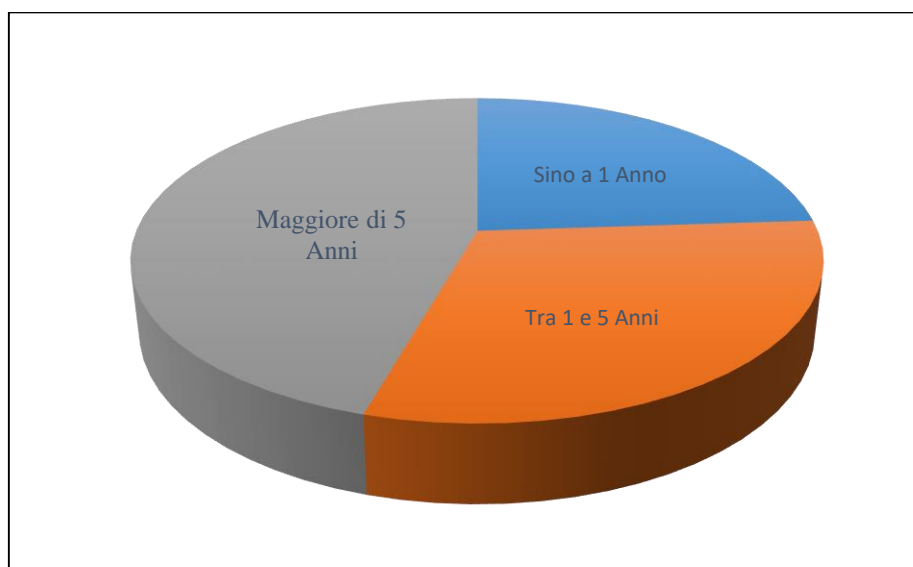
**Tabella 8 - Strumenti di composizione del debito pubblico**

<b>Strumenti</b>	<b>%</b>	<b>Importo</b>
Monete e Depositi passivi in Valuta Nazionale	7,70%	170.286
di cui raccolta postale	0,69%	15.237
Titoli a Breve Termine	5,17%	114.250
Titoli a Medio e a Lungo Termine	80,27%	1.774.478
Prestiti di banche e fondi monetari	5,78%	127.773
Altre passività	1,93%	42.626
di cui connesse con il prestito dell'EFSF	-1,53%	-33.893
<b>Debito Totale</b>	<b>100,00%</b>	<b>2.210.757</b>

FONTE: Banca d'Italia

La valutazione della composizione del debito con riguardo ai soggetti detentori assume notevole importanza soprattutto rispetto ai soggetti non residenti, che sono poi principalmente colossi bancari ed assicurativi presenti in Europa, come Crédit Agricole, Bnp, Paribas, Axa, e altri tedeschi, quali Deutsche Bank, Commerzbank e Allianz, per quel che riguarda i soggetti privati.

**Tabella 9 - Vita residua degli strumenti finanziari emessi dallo Stato Italiano<sup>24</sup>**



FONTE: Banca d'Italia

**Tabella 10 - Vita residua degli strumenti finanziari emessi dallo Stato Italiano (dati%, milioni di €)**

Strumenti	%	Importo
Sino a 1 Anno	23,95%	533.959
Tra 1 e 5 Anni	30,48%	679526
Maggiore di 5 Anni	45,57%	1.015.927
<b>Totale</b>	<b>100,00%</b>	<b>2.229.412</b>

FONTE: Banca d'Italia

Anche la misura della vita residua<sup>25</sup> media del debito di un emittente, sia esso governativo o societario, è un indicatore molto interessante perché associato al livello del debito e alla capacità di generare flussi finanziari adeguati per pagare le cedole e per affrontare le scadenze, permette di avere un quadro più completo della solidità finanziaria di un emittente. Per vita media del debito si intende il calcolo di quanti anni mancano mediamente alla scadenza di tutte le emissioni, tenendo conto delle singole scadenze e della

<sup>24</sup> BANCA D'ITALIA, 2017. *Statistiche Finanza Pubblica: Fabbisogno e Debito* [online]. tab.7 pag.11-12. Disponibile su: <<https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/finanza-pubblica/>>. [Data ultima cons. 29-04-2017].

<sup>25</sup> BANCA D'ITALIA, 2017. *Statistiche Finanza Pubblica: Fabbisogno e Debito* [online]. tab.7 pag.11-12. Disponibile su: <<https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/finanza-pubblica/>>. [Data ultima cons. 29-04-2017].

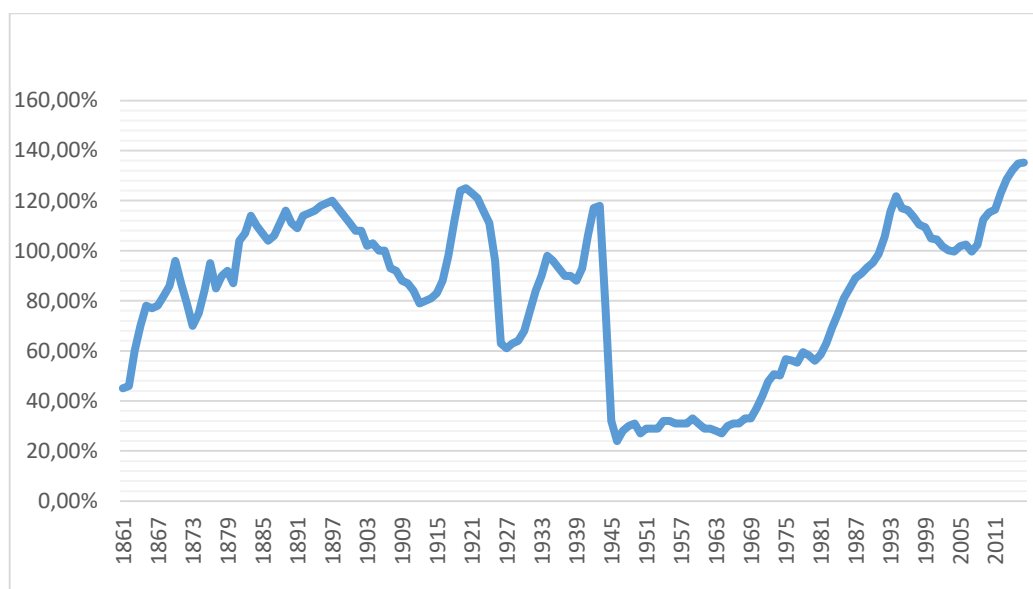
loro dimensione. Ad esempio, se siamo debitori di 100 euro con scadenza fra un anno e di 100 euro che scadono fra 10 anni avremo 200 euro di debito con una vita media di 5,5 anni ( $10 \text{ anni} \times 100 \text{ euro} / 200 \text{ euro} + 1 \text{ anno} \times 100 \text{ euro} / 200 \text{ euro} = 5,5 \text{ anni}$ ). Tra i paesi europei spicca sicuramente il Regno Unito, con i suoi quasi 15 anni di vita residua, dovuta alle obbligazioni emesse periodicamente con rimborsi di molto posticipati. Questa peculiarità inglese non è un fenomeno recente ma probabilmente si è ulteriormente accentuato negli ultimi tempi approfittando della opportunità che il livello storicamente basso dei tassi di interesse ha concesso grazie soprattutto alla politica monetaria indipendente garantita dalla sovranità sulla moneta di cui gode la Bank of England. Svizzera e Belgio sono altri due emittenti governativi molto “longevi”, tra 9 e 10 anni (nel caso svizzero il dato è quasi simbolico in quanto la repubblica elvetica ha un ammontare di debito pubblico poco significativo). Segue infine un gruppetto con durata tra i 6 gli 8 anni che comprende Giappone, Francia, Spagna, Germania e Italia, con vita media pari a 6,75 anni. Questa misurazione non considera la dimensione del debito ma ne descrive una caratteristica sicuramente molto importante. Ad esempio, durante la crisi del 1991 il debito pubblico italiano aveva una vita media veramente bassa, poco meno di 3 anni, determinando una evidente preoccupazione per i tempi stretti in cui il Tesoro italiano si sarebbe trovato teoricamente a dover rimborsare BOT, CCT e BTP. Oggi la vita media del debito italiano segnala una situazione decisamente diversa oltre che un perfetto allineamento con gli altri paesi dell’euro zona. Dunque almeno sotto questo aspetto nessun pericolo. Se la scadenza fosse più bassa, ciò vorrebbe dire che lo stato ogni mese dovrebbe sottoporsi al giudizio di fiducia dei mercati per importi molto consistenti, il che rende molto più difficile il gioco di equilibrio che dovrebbe affrontare con un premio per il rischio tendente all’innalzamento.

### **1.3. Il debito pubblico come principale fattore di rischio**

Il debito pubblico, in una definizione assai semplicistica, è pari al valore nominale di tutte le passività lorde consolidate delle amministrazioni pubbliche (non si considerano le passività nette perché costituirebbero la differenza tra ciò che le amministrazioni pubbliche hanno ricevuto meno quello che hanno prestato tra loro), le quali si identificano in amministrazioni centrali, enti locali ed istituti previdenziali pubblici. Il debito è costituito da biglietti, monete e depositi, titoli diversi dalle azioni, con l’esclusione di strumenti

finanziari derivati, e prestiti, il tutto definito secondo la normativa SEC 2010<sup>26</sup>, riguardante gli Stati aderenti in particolare all'Unione Europea. In Italia le passività finanziarie costituenti il debito pubblico sono generalmente titoli obbligazionari di Stato (BOT, CCT, CTZ, BTP, BTP€i con riferimento al mercato interno, mentre nel mercato estero Commercial Paper, Global Bond e Medium Term Note), di Enti Locali (BOR, BOP e BOC), e in misura minore ma non irrilevante prestiti e mutui speciali erogati da banche e altre società finanziarie, conti correnti presso la Tesoreria dello Stato e buoni fruttiferi e depositi postali a carico del Ministero del Tesoro.

**Tabella 11 - Evoluzione del Rapporto Debito/Pil Italia dal 1861**



FONTE: ISTAT

La situazione attuale del nostro paese è molto delicata: prima di tutto bisogna ricordare come ci sia stata una sostanziale contrazione della crescita del Pil, che passa dal +4,2% nel periodo 1996-2007, a un circa +0,4% nel periodo 2008-2017, con un valore stimato per l'anno in corso del +0,9% (metà della media Europea). Dal punto di vista della solidità finanziaria il nostro Paese è sicuramente virtuoso, nel senso che l'avanzo primario si attesta a circa l'1,5% del Pil nel 2017, positivo per circa 40 miliardi dunque, ma il tutto viene affondato da una spesa per interessi sul debito. Come si vede dal grafico figurante la

<sup>26</sup> ISTAT. *Il nuovo sistema dei conti nazionali* [online]. Disponibile su: <<http://www.istat.it/it/archivio/113139>>. [Data ultima cons. 29-04-2017].

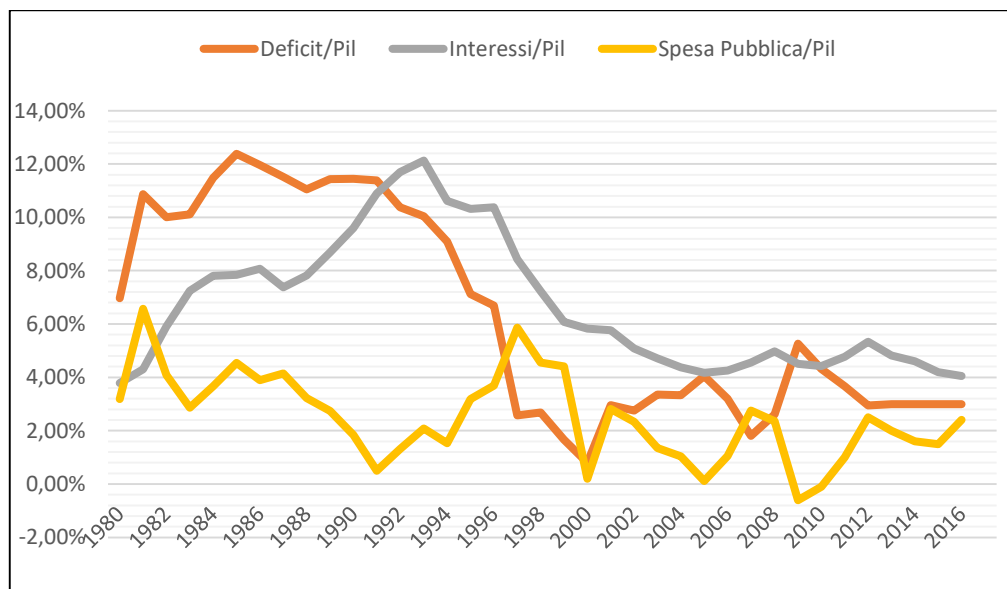
rappresentazione dell'evoluzione del debito pubblico a partire dal 1861<sup>27</sup>, anno dell'unificazione d'Italia, il debito pubblico del nostro paese ha avuto un andamento spesso altalenante, soprattutto nel periodo della prima e seconda guerra mondiale (1915-1918 e 1939-1945) dove sono aumentate vertiginosamente le spese, e quindi il disavanzo primario annuale, per via degli armamenti militari e le varie spese di guerra. Il debito pubblico, a partire dall'unificazione, inizialmente si aggirava attorno al 40% del Pil italiano, ma poi iniziò a crescere a causa delle crescenti spese dovute all'unificazione e dal crescere delle infrastrutture pubbliche per unire il paese, sino ad arrivare a circa il 120% a fine 800', tranne che per un paio di anni sul finire degli anni settanta dell'Ottocento, dove il governo Minghetti pareggiò per due anni il bilancio finale dello Stato nel 1876 grazie all'inasprimento fiscale (tassa sul macinato nel 1868). La crescita del Debito fu poi quasi esponenziale durante le due grandi guerre, con due conseguenti bruschi cali al loro termine, con un minimo storico di quasi il 20% del Pil alla fine della Seconda Guerra Mondiale. Poi il debito ricominciò – questa volta lentamente – costantemente a salire. Sino agli anni settanta il debito rimase circa sotto al 40% del rapporto debito/Pil, poi però esplose, superando il tetto del 120% per la prima volta dopo quasi 80 anni nel 1994. Iniziò poi una lenta discesa, con però un calo mai inferiore al livello del 100% del rapporto, per poi aumentare nuovamente dalla fine del 2007 a causa della successiva Crisi Finanziaria globale nata dai mutui sub-prime. È però interessante notare come il debito pubblico abbia superato la quota del 130% del rapporto debito/Pil solamente nel 1897, l'anno dopo la sconfitta di Adua, poi durante la Grande Guerra, e infine dal 2014 ad oggi. Questo dato è molto significativo, infatti, anche essendo un paese con un debito pubblico abbastanza elevato (circa dell'83,7% del Pil dall'unificazione a oggi), livelli superiori al 100-120% sono sempre sorti in conseguenza a eventi bellici o eccezionali, il che fa capire che il debito pubblico con cui ci ritroviamo è anomalo sia dal punto di vista della durata, sia dal punto di vista delle contingenze temporali. La storia della crescita del debito pubblico a partire dagli anni sessanta è però la più complicata, infatti all'inizio si aveva una spesa primaria (cioè spesa al netto degli interessi) che cominciava a crescere, come avviene mediamente

---

<sup>27</sup> ATTILIO FOLLIERO. *Elaborazione su dati di Banca d'Italia, Istat e FMI* [online]. Dati del debito pubblico dal 1861 al 1996 tratti da Maura Francese e Angelo Pace, "Il debito pubblico italiano dall'Unità a oggi. Una ricostruzione della serie storica, Banca d'Italia, ottobre 2008"; dal 1997 al 2015 i dati sono tratti da "Finanza pubblica, fabbisogno e debito. Supplemento mensile al Bollettino Statistico della banca d'Italia". I dati del debito pubblico 2016 sono aggiornati ad aprile 2016. Per il PIL i dati dal 1861 al 1994 sono di fonte Banca d'Italia. Dal 1995 al 2015 fonte ISTAT; la previsione del 2016 è di fonte FMI. Disponibile su: <<https://umbvrei.blogspot.it/2015/07/il-debito-pubblico-italiano-al-massimo.html>>. [Data ultima cons.30-04-2017].

per tutti i paesi industrializzati, soprattutto nel campo pensioni e spese sanitarie nazionali. Questo incremento di spesa non vide però un corrispettivo aumento di entrate pubbliche che portò quindi ad un moderato incremento del deficit, sino agli anni settanta, grazie anche al potere della banca d'Italia di stampare moneta così da creare inflazione e ridurre i tassi di interesse sui titoli di stato che usava per finanziare parte del debito. La parte più complessa inizia però a partire dagli anni 80' dopo il "divorzio tra Banca d'Italia, e Governo, promosso dall'ex ministro del tesoro Beniamino Andreatta, la banca d'Italia smise di acquistare titoli di stato, così calò l'inflazione tornando sotto controllo, ma l'interesse che l'Italia dovette pagare sul proprio debito iniziò inevitabilmente ad aumentare (in termini reali), il che portò ad un aumento della spesa per interessi, e in assenza di una riduzione del saldo primario (entrate pubbliche – uscite pubbliche) di pari portata, il debito incominciò a crescere a fine anni 80' superando la soglia del 100%. La riduzione del saldo primario iniziò poi negli anni 90', in particolare dopo la crisi economica del 1992, si tagliarono così le spese e aumentarono le tasse e scese il rapporto Deficit/Pil, anche perché divenne necessario adeguarsi ai nuovi parametri di Maastricht per poter entrare tra i primi paesi idonei ad adottare l'Euro.

**Tabella 12 - Rapporti Deficit/Pil e Interessi/Pil**



FONTE: EUROSTAT

Anche gli interessi sul debito cominciarono poi a calare grazie alla discesa del debito stesso, e seguì una fase di ottimismo che portò i governi di fine anni 90' e inizio 2000 a ridurre il



loro sforzo riguardo alle manovre di finanza pubblica (prima i governi di centrosinistra e poi il governo Berlusconi a cavallo degli anni 200) sino a vedere l'avanzo primario ai minimi nel 2005 e poi nel 2009 e 2010 finire con un bel sotto zero e quindi disavanzo. Infatti questa rappresentò una vera e propria occasione perduta: con tassi al minimo, il debito nel 2007 restò quasi al 100% del Pil mentre avrebbe potuto scendere di molto, ma così non fu e il tutto venne poi peggiorato durante e dopo la crisi del 2008. La spesa pubblica si ridusse come anche le entrate tributarie e aumentò sia il deficit pubblico che portò tendenzialmente alla situazione odierna, con una spesa pubblica in flessione ancora nel 2017 e con solo tenui segnali di ripresa. Infatti, superato il problema dello spread che a fine 2011 toccò i massimi livelli a 550 punti percentuali, e ora, sebbene esso sia a livelli accettabili di circa 100-150 punti percentuali, resta il fatto che la nostra economia ha un tasso di crescita molto basso<sup>28</sup> stimato per il 2017 all' 1,1%, con una media europea che invece si attesta all'1,8%. Tutto questo non aiuta il nostro paese nel sostenere il debito perché se l'economia cresce rapidamente, il debito pubblico può aumentare più velocemente senza avere aumenti tali degli interessi da intaccare il livello di deficit, perché il peso del debito sarà eroso dalla crescita del Pil stesso, oltre al fatto che una crescita rapida del Pil rende più agevole per i governi mantenere delle politiche stabili per quanto riguarda investimenti e spesa pubblica. Dipende quindi molto da quanti interessi si pagano, che dipendono ovviamente dal debito stesso, ma non si tratta di un vero e proprio circolo vizioso perché in ultima analisi conta poi da chi è detenuto il debito stesso, quindi se da istituzioni interne o all'estero. Generalmente un debito interno è meno soggetto al rischio di non essere onorato, come nel caso del Giappone visto in precedenza, mentre avere un debito all'estero fa salire sia la tentazione di non onorarlo, sia le eventuali crisi di fiducia degli investitori che temono di non vedere restituiti i loro crediti e investimenti.

### **1.3.1. Detentori del debito pubblico**

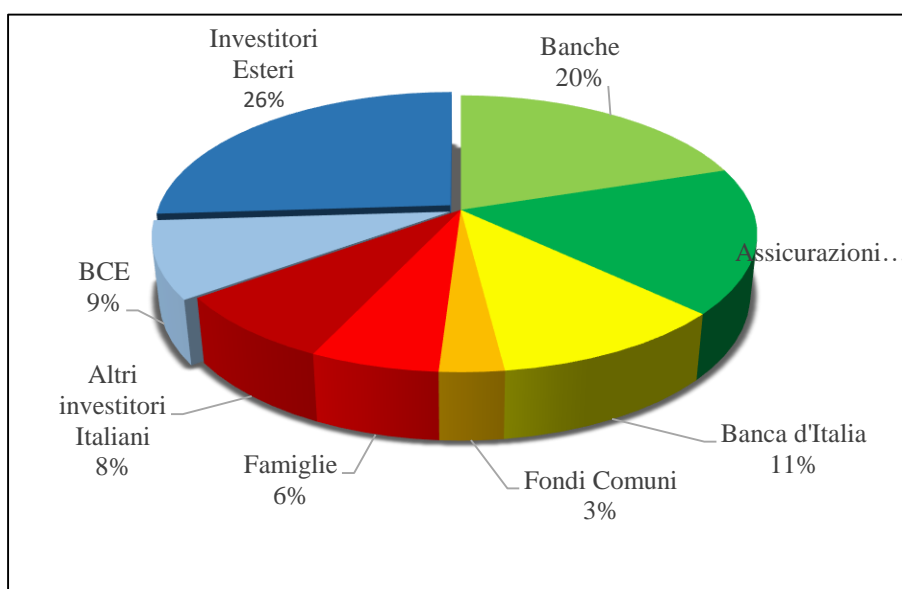
Non esistono dati ufficiali puntuali, aggiornati e certi. Ma in base a stime attendibili, il debito pubblico italiano in forma di bond è detenuto per il 65% da detentori italiani di cui

---

<sup>28</sup>IL SOLE 24 ORE, 12 aprile 2017, *Pil a +1,1% e debito stabile. Juncker: «Italia è su strada risanamento»* [online]. *Il Sole 24Ore*. Disponibile su: <<http://www.ilsole24ore.com/art/notizie/2017-04-12/crescita-pil-11percento-e-debito-stabile-def-conferma-priorita-crescita-e-occupazione--090653.shtml?uuid=AEGLTy3>>. [Data ultima cons. 30-05-2017].

banche (20%), compagnie di assicurazione, (17%), Banca d'Italia (11%), fondi comuni (3%), famiglie (6%), altri italiani (8%) e per il rimanente 35% all'estero, dalla Bce (per un 9%), e poi da investitori esteri (26%).<sup>29</sup> Il 20% del debito pubblico italiano è detenuto da banche italiane, per un ammontare di 443.539,00 miliardi di Euro.

**Tabella 13 - Detentori Debito Pubblico Italiano**



FONTE: Il Sole 24 Ore

**Tabella 14 - Detentori del debito pubblico italiano (Dettaglio)**

PROVENIENZA	DETENTORI	%	% PROVENIENZA	AMMONTARE
Italia	Banche	20%	65%	443.539,00 €
	Assicurazioni	17%		377.008,15 €
	Banca d'Italia	11%		243.946,45 €
	Fondi Comuni	3%		66.530,85 €
	Famiglie	6%		133.061,70 €
	Altri investitori Italiani	8%		177.415,60 €
Estero	Bce	9%	35%	199.592,55 €
	Investitori Esteri	26%		576.600,70 €
<b>Italia + Estero</b>	<b>TOTALE Debito PUBBLICO</b>	<b>100%</b>		<b>2.217.695,00 €</b>

FONTE: Il Sole 24 Ore

<sup>29</sup>IL SOLE 24 ORE, 07 dicembre 2016. *I dieci motivi per cui lo spread si è «stretto»* [online]. *Il Sole 24Ore*. Disponibile su: <<http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2016-12-07/chi-detiene-debito-pubblico-italiano-100218.shtml?uuid=ADzhSC9B>>. [Data ultima cons. 30-04-2017].

La parte estera del 35% in questo caso è la parte più pericolosa perché maggiormente esposta alle crisi di fiducia. Molto importante è anche quanto debito pubblico è detenuto dalla banca centrale di un paese, quindi nel caso italiano, non conta l'11% della Banca d'Italia, ma praticamente a contare è solo il 9% detenuto dalla Bce. Infatti questa parte di debito è come se "non esistesse", infatti lo stato paga interessi anche sulla percentuale di debito detenuto dalla banca centrale, ma questi interessi vanno poi ad aumentare i profitti della banca centrale stessa che poi a fine anno li restituisce allo Stato. Quindi, tanto più è alta la parte di debito detenuta dalla banca centrale, tanto più sostenibile è il debito pubblico. La stessa Bce ha aumentato in questi anni gli acquisti di titoli di stato per aumentare la liquidità presente nel sistema europeo, in modo da favorire inflazione e quindi sostenere la crescita, abbassando così i tassi di interesse. Prima però di concludere sostenendo che esiste una "scappatoia" per liberarsi e tenere sotto controllo il debito pubblico bisogna però essere messi in guardia rispetto all'eccessiva inflazione dovuto al finanziamento facile della banca centrale: se una inflazione bassa di circa 1-2% è considerata buona e favorevole alla crescita perché stimola produzione industriale e crescita del lavoro, essa può finire per drogare i mercati con una inflazione artificiale non dovuta ad una crescita reale della produzione industriale e dei servizi, sfociando in un incremento indiscriminato dei prezzi. Si rimanda invece al capitolo successivo le manovre monetarie di politica economica che hanno portato all'incremento dei titoli di stato presenti nei bilanci bancari italiani e dell'evolversi dei tassi di interesse, dello spread e della liquidità del sistema bancario.

### **1.3.2. Il circolo "diabolico" tra banche e debito sovrano**

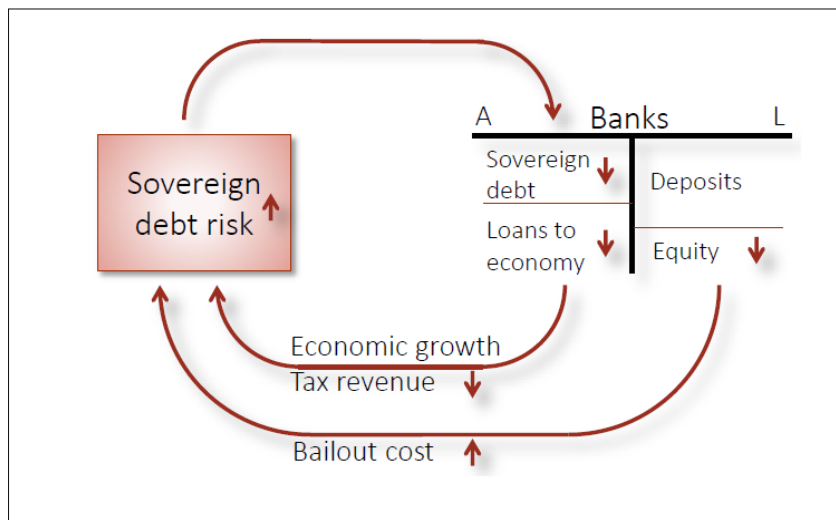
In tutti i paesi europei, ma soprattutto in quelli come Italia, Grecia, Spagna, Irlanda e Portogallo, i quali hanno un debito pubblico elevato, il peggioramento del debito sovrano implica una riduzione del valore di mercato dei TDS delle banche. Il modello del "diabolic loop"<sup>30</sup>, sviluppato da Brunnermeier et al. (2016), mira a descrivere come interagiscono il rischio sovrano e il rischio bancario. In particolare, quando il governo vede il debito pubblico (e quindi il merito di credito dello stato) peggiorare, gli aumenti del rischio del debito sovrano conducono ad una riduzione del valore delle attività detenute dalle

---

<sup>30</sup> BRUNNERMEIER ET AL., 18 giugno 2016, *The Sovereign-Bank Diabolic Loop and ESBies*, pag.2-3. Disponibile su: < <https://corpgov.law.harvard.edu/2016/04/19/the-sovereign-bank-diabolic-loop-and-esbies/>>.

istituzioni finanziarie nazionali e provocano un aumento del livello di sofferenza anche a livello bancario. Di conseguenza, aumenta la probabilità di un salvataggio da parte del governo, portando il merito creditizio sovrano ancora più in basso rispetto al livello iniziale. Oltre a questo canale, c'è anche un altro modo attraverso il quale i rischi sovrani e bancari sono collegati. Infatti, quando il settore finanziario è in difficoltà, l'offerta di credito all'economia si riduce, producendo un impatto recessivo che rallenta la crescita e riduce le entrate fiscali originando il cosiddetto "ciclo dell'economia reale".

**Figura 2 - Circolo diabolico tra rischio sovrano e rischio bancario**



FONTE: [www.corpgov.law.harvard.edu](http://www.corpgov.law.harvard.edu)

L'immagine mostra i due modi in cui interagiscono il rischio bancario e il rischio sovrano. Questi circoli viziosi sorgono solo se sono soddisfatte tre condizioni. La prima è quando le banche detengono una quantità sufficientemente elevata di titoli sovrani. Infatti, ciò fa sì che il valore dell'attivo dipenda dalla qualità del debito sovrano dei titoli. La seconda condizione è l'impegno da parte del governo a non salvare il settore bancario in caso di default. Infatti, quando il rischio bancario aumenta, lo stato dovrebbe valutare con attenzione se salvare il settore finanziario perché si correrebbe il rischio di aumentare ulteriormente il debito pubblico e peggiorare gli oneri finanziari corrisposti in termini di interessi sullo stesso debito. Terzo, libera circolazione di capitali, che assicurano agli investitori esteri che il governo faccia il possibile per non vedere peggiorata la propria situazione finanziaria internazionale dovuta al deflusso di capitali o alla riduzione di esportazioni. È però possibile rompere questo circolo diabolico: per farlo, è sufficiente che i policy maker eliminino uno di questi tre paletti, anche se tutto dipende dalle politiche in atto

e dalla situazione del settore bancario. Nel prossimo capitolo andremo ad analizzare nel dettaglio le politiche monetarie che in Italia hanno portato ad un incremento delle esposizioni sovrane nei bilanci delle banche e avanzeremo soluzioni per ridurre tali esposizioni.



## **2. IL LEGAME TRA LE POLITICHE MONETARIE BCE E L'ESPOSIZIONE AL RISCHIO SOVRANO**

In questo secondo capitolo si cercherà di capire quali sono i meccanismi principali di funzionamento delle banche, e soprattutto quali variabili mettono in relazioni le decisioni dei singoli istituti con le politiche monetarie definite dalla banca centrale, in base agli obiettivi di breve e medio-lungo periodo che essa si prefissa. Il 1 ° gennaio 1999 la Banca centrale europea (Bce) ha assunto la responsabilità del processo decisionale della politica monetaria nell'area dell'euro, e ha visto quindi un trasferimento vero e proprio di poteri e anche di responsabilità da parte della Banca d'Italia e di altre 11 banche centrali nazionali (19 con la partecipazione della Lituania il 1 ° gennaio 2015) a una nuova istituzione sovranazionale appartenente al processo di integrazione economica tra paesi europei. Oggigiorno quindi, la Bce è l'unico emittente di banconote e riserve bancarie, cioè è il fornitore monopolistico della base monetaria, e in virtù di questo monopolio, la banca centrale è anche in grado di influenzare le condizioni del mercato monetario e di orientare i tassi d'interesse a breve termine. Il meccanismo di trasmissione della politica monetaria è il processo attraverso il quale le decisioni di politica economica influenzano l'economia in generale e il livello dei prezzi. A breve termine, una variazione dei tassi di interesse del mercato monetario indotta dalla banca centrale mette in moto un certo numero di meccanismi e azioni da parte di agenti economici, che influenzano in ultima analisi gli sviluppi in variabili economiche quali produzione o prezzi. La catena (lunga) di causa ed effetto che collega le decisioni di politica monetaria con il livello dei prezzi inizia con una variazione dei tassi di interesse ufficiali stabiliti dalla banca centrale sulle proprie operazioni. In queste operazioni, la banca centrale fornisce tipicamente fondi alle banche. Il sistema bancario richiede soldi emessi dalla banca centrale (la base monetaria o "monetary base") per soddisfare la domanda pubblica di valuta, per cancellare i saldi interbancari e per soddisfare i requisiti delle riserve minime che le banche commerciali devono depositare presso la banca centrale. Dato il suo monopolio sulla creazione di moneta, la banca centrale può controllare i tassi di interesse sulle proprie operazioni. Poiché la banca centrale influisce in tal modo sul costo di finanziamento della liquidità per le banche, le banche devono superare questi costi quando prestano ai loro clienti (canale del tasso di interesse) e attraverso questo processo, la banca centrale può esercitare un'influenza "dominante", per usare un termine di diritto societario in tema di gruppi, sulle condizioni del mercato monetario e quindi orientare i tassi di interesse del mercato. I cambiamenti dei

tassi di mercato monetario a loro volta influenzano altri tassi di interesse, come l'EURIBOR o l'EURIRS (o semplicemente IRS) anche se in misura diversa. Ad esempio, le variazioni dei tassi di mercato monetario hanno un impatto sui tassi di interesse stabiliti dalle banche sui prestiti e sui depositi a breve termine. Un altro ruolo importante nel nostro sistema lo aveva la Banca d'Italia, la quale è la banca centrale della Repubblica italiana e fa parte del Sistema europeo di banche centrali (SEBC) e dell'Eurosistema. È un'istituzione di diritto pubblico e persegue obiettivi di interesse generale in materia monetaria e finanziaria:

- La stabilità dei prezzi, obiettivo primario dell'Eurosistema nel quadro del trattato che istituisce la Comunità europea (trattato CE);
- La stabilità e l'efficienza del sistema finanziario, attuando così il principio della protezione dei risparmi inclusi nella Costituzione (articolo 47, paragrafo 1). "La Repubblica incoraggia e protegge il risparmio in tutte le sue forme, disciplina, coordina e controlla il credito";
- Gli altri compiti affidati dalla legge italiana.

Nell'esercizio delle sue funzioni la Banca d'Italia opera in maniera autonoma e indipendente, nel rispetto del principio di trasparenza e delle disposizioni applicabili della normativa comunitaria e italiana. Coerentemente con la natura pubblica delle sue funzioni e consapevole dell'importanza dei suoi compiti e responsabilità, la Banca d'Italia prepara informazioni e dati per la massima diffusione, e nell'ambito dell'Eurosistema, di cui è parte integrante, la Banca d'Italia contribuisce alle decisioni di politica monetaria attraverso la partecipazione del Governatore al Consiglio direttivo della Banca Centrale Europea e dei suoi esperti nei comitati e nei gruppi di lavoro dell'Eurosistema che svolgono le necessarie analisi<sup>31</sup>. La Bce ha poi il compito di diffondere nei mercati e agli investitori le necessarie informazioni riguardo alle sue politiche di medio e lungo periodo, oltre che dei suoi obiettivi. In tal senso, ha annunciato nel 1998 la seguente definizione quantitativa: "La stabilità dei prezzi è definita come un aumento annuo dell'Indice armonizzato dei prezzi al

---

<sup>31</sup> EUGENIO GAIOTTI AND ALESSANDRO SECCHI, novembre 2012. *Monetary policy and fiscal dominance in Italy from the early 1970s to the adoption of the euro: a review*. Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers).



consumo (HICP) per l'area dell'euro inferiore al 2%. La stabilità dei prezzi deve essere mantenuta nel medio termine<sup>32</sup>". A seguito di una valutazione approfondita della strategia della politica monetaria nel 2003, la Bce ha chiarito ulteriormente che, nell'ambito della definizione, mira a mantenere i tassi di inflazione "al di sotto, ma vicini al 2%"<sup>33</sup> nel medio termine".

### **2.1. Gli strumenti a disposizione della Bce per perseguire i propri obiettivi**

Per raggiungere i propri obiettivi, la Bce dispone di una serie di strumenti di politica monetaria che permettono di assorbire o di cedere liquidità al sistema in base alle esigenze di mercato, visto anche il fatto che la Banca Centrale Europea funge da prestatore di ultima istanza (in inglese "lender of last resort") e in caso di carenza di liquidità nel mercato interbancario, si impegna personalmente a prestare denaro alle istituzioni che ne fanno richiesta. In dettaglio, la Bce:

- Svolge operazioni di mercato aperto di lungo periodo;
- Svolgere operazioni creditizie sul mercato overnight;
- Richiede agli enti creditizi di tenere una riserva minima nei conti correnti della Bce.

Oltre alle macroclassi precedentemente elencate, la Banca centrale dispone poi di altri 4 tipi di operazioni sul mercato aperto, in base a proprio obiettivi e necessità, e che di norma vengono considerate operazioni "convenzionali" in tempi normali. Esse sono:

1. Operazioni di rifinanziamento principale (MROs);
2. Operazioni di rifinanziamento a lungo termine (LTROs);
3. Operazioni di regolazione puntuale (FTOs);

---

<sup>32</sup> BANCA D'ITALIA: *La stabilità dei prezzi*. Disponibile su: <https://www.bancaditalia.it/servizi-cittadino/cultura-finanziaria/informazioni-base/stabilita-prezzi/index.html>.

<sup>33</sup> ECB ECONOMIC BULLETIN, ISSUE 7 / 2015. *The transmission of the ECB's recent non-standard monetary policy measures*. [online]. Articles. pag. 3. Disponibile su: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2017/html/ecb.sp170911.en.html>

#### 4. Operazioni strutturali.

##### **2.1.1. Main Refinancing Operations (MROs)**

Le MROs sono operazioni di liquidità che vengono condotte regolarmente su base settimanale e in genere hanno una durata di una sola settimana (prima di marzo 2004, la scadenza delle MRO è stata di 2 settimane). Queste operazioni avvengono dopo che la Banca centrale ha controllato i livelli di inflazione e di liquidità del sistema, e quindi procede poi ad introdurre nuovo denaro nel sistema per 1 settimana, e poi al termine ritira il denaro prestato, per un totale di 52 operazioni annuali. In ogni caso, la scadenza delle MROs e delle LTROs può variare anche occasionalmente, a seconda delle ferie bancarie negli Stati membri. Le MROs vengono di solito eseguite mediante offerte standard, che nell'ambito del quadro operativo dell'Eurosistema, lo "standard" indica le operazioni di gara condotte secondo un calendario pre-annunciato, compilato entro un termine di 24 ore dall'annuncio della gara alla comunicazione dei risultati. A queste operazioni possono partecipare tutte le controparti che soddisfano i criteri generali di ammissibilità, quindi, in linea di principio, tutti gli istituti di credito situati nell'area dell'euro sono potenzialmente ammissibili dell'Eurosistema. Dall'inizio del 1999 al giugno 2000 l'Eurosistema ha condotto le sue MROs come offerte a tasso di interesse fisso. A decorrere dal 27 giugno 2000 le MROs sono state effettuate come appalti a tasso variabile con un tasso minimo di offerta utilizzando una procedura a tassi multipli, e infine, a partire dall'operazione stabilita il 15 ottobre 2008, le MROs sono state condotte come aste a tasso fisso con assegnazione completa di moneta, questo perché durante la crisi finanziaria non era più possibile stimare correttamente l'esatta necessità di liquidità e dunque fu permesso di richiederne sino a quando ci fosse stata ancora domanda.

##### **2.1.2. Long Term Refinancing Operations (LTROs)**

Oltre alle MROs settimanali, la Bce esegue anche regolari operazioni a medio-lungo termine, chiamate LTROs, le quali solitamente sono mensili con scadenza di 3 mesi. La Bce può inoltre effettuare ulteriori LTROs che possono avere altre scadenze (ad esempio durante un periodo di mantenimento<sup>34</sup> durante il quale le banche detengono, per un periodo di 6 mesi, un ammontare di depositi dei prestiti iscritti al passivo per almeno un 1% presso

---

<sup>34</sup> PAOLO BIFFIS, 2015. *Il Settore bancario*, cap. 3.1.1, pag. 156.

la Bce). Queste operazioni mirano a fornire liquidità a lungo termine al sistema bancario, e ciò è ritenuto utile per impedire che tutta la liquidità del mercato monetario debba essere ritirata ogni settimana e dare alle controparti bancarie l'accesso a rifinanziamenti a più lungo termine. Come le MROs, queste LTROs sono condotte come offerte standard in modo decentrato, e tutte le controparti che soddisfano i criteri generali di ammissibilità possono parteciparvi. Poiché non era considerato auspicabile che l'Eurosistema influenzasse i tassi di mercato monetario in più di un punto percentuale lungo lo spettro di maturità, le LTROs sono state progettate per assicurare che la Bce agisca in "operazioni di pagamento" in queste operazioni. Per non sfuocare il segnale derivante dalle MROs della Bce, le LTROs vengono normalmente eseguite sotto forma di offerte puramente variabili e a tasso variabile, con volumi di collocamento pre-annunziati.

### **2.1.3. Fine Tuning Operations (FTOs)**

L'Eurosistema può anche effettuare operazioni di mercato aperto su base ad hoc, cioè FTOs, la cui frequenza e termine non sono standardizzate. Le FTOs sono quindi operazioni "ad hoc" e possono essere volte sia ad assorbire liquidità sia a fornirne. Esse hanno lo scopo di gestire la situazione di illiquidità nel mercato monetario e di orientare i tassi di interesse<sup>35</sup>, in particolare per ridurre gli effetti sui tassi di interesse delle fluttuazioni di liquidità inattese dovuti a particolari avvenimenti o comportamenti collettivi iper reattivi o all'hysteresi. Le FTOs possono essere condotte nell'ultimo giorno di un periodo di mantenimento della riserva che le banche detengono presso la Bce per contrastare gli squilibri di liquidità che potrebbero essere accumulati dopo l'assegnazione dell'ultima MRO, e sono principalmente eseguite come transazioni inverse, ma possono anche assumere la forma di swap in valuta estera o la raccolta di depositi a tempo determinato. Le FTOs vengono normalmente eseguiti mediante offerte rapide "on the spot" e richiedono un'ora dal loro annuncio alla comunicazione dei risultati del loro collocamento. Le FTOs possono essere eseguite anche attraverso procedure bilaterali, in cui l'Eurosistema conduce un'operazione con un numero limitato di controparti senza un'offerta (al fine di facilitare l'accesso durante la crisi finanziaria, l'elenco delle controparti ammissibili alle FTOs è stato esteso, aumentando da 140 a Circa 2.000 controparti ammissibili).

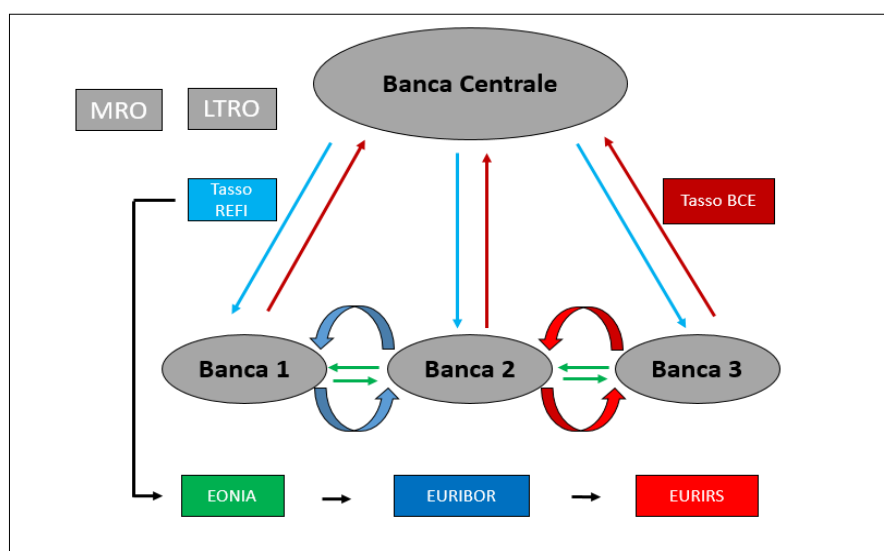
---

<sup>35</sup> EUROPEAN CENTRAL BANK, 2 maggio 2016, *Addressing the causes of low interest rate*. *Introductory speech by Mario Draghi, President of the ECB*. Disponibile su: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2016/html/sp160502.en.html>.

#### 2.1.4. Operazioni strutturali

Queste operazioni vengono eseguite su iniziativa della Bce per adeguare la posizione di liquidità strutturale dell'Eurosistema nei confronti del settore finanziario, ossia la liquidità del mercato nel lungo periodo. Queste operazioni possono essere effettuate mediante transazioni in contrattazione, operazioni in forma diretta o l'emissione di certificati di debito della Bce. In linea di principio, le operazioni strutturali possono essere indirizzate ad assorbire o a conferire liquidità e la loro frequenza può essere regolare o non regolare in base alle necessità. Le operazioni strutturali sotto forma di transazioni inverse e l'emissione di strumenti di debito sono normalmente effettuate mediante offerte standard.

Tabella 15 - Relazione tra mercato interbancario e mercato europeo



FONTE: Elaborazione personale

#### 2.1.5. Tipi di operazioni di mercato aperto

La Bce dispone di 5 strumenti a disposizione per la realizzazione dei 4 tipi di operazioni di mercato aperto precedentemente enumerate, esse sono:

1. Operazioni di riserva;
2. Le transazioni dirette;
3. L'emissione di certificati di debito della Bce;

4. Swap su cambi;

5. La raccolta di depositi a tempo determinato.

Operazioni di riserva: sono il principale strumento di operazioni di mercato aperto della Bce. Si riferiscono a operazioni in cui la Bce acquista o vende beni in base a operazioni di pronti contro termine o conduce operazioni di credito su beni ammissibili come garanzia. Le transazioni inverse vengono utilizzate per MROs e LTROs. Inoltre, la Bce può utilizzare transazioni inverse per FTOs e operazioni strutturali. Nel caso in cui le transazioni inverse avvengano sotto forma di un accordo di pronti contro termine, la differenza tra il prezzo di acquisto e il prezzo di riacquisto corrisponde agli interessi dovuti all'importo di denaro prestato, o comunque prestato oltre la scadenza dell'operazione, ovvero il prezzo di riacquisto include l'interesse da pagare. Il tasso di interesse su un'operazione inversa sotto forma di prestito collaterizzato è determinato applicando il tasso di interesse specificato sull'importo del credito alla scadenza dell'operazione.

- Transazioni dirette: si riferiscono a operazioni in cui l'Eurosistema acquista o vende attivamente titoli ammissibili sul mercato;
- Scambi di valuta estera: consistono in transazioni simultanee del tipo spot/forward in euro contro una valuta estera. Possono essere utilizzate per ottimizzare gli obiettivi, mirati principalmente a gestire la situazione di liquidità sul mercato e ad orientare i tassi di interesse;
- Raccolta di depositi a tempo determinato: la Bce può invitare le controparti a depositare denaro in depositi remunerati a tempo determinato presso la Banca centrale dello Stato membro in cui la controparte è stabilita;
- Emissione di certificati di debito della Bce: essa può emettere certificati di debito al fine di adeguare la posizione strutturale dell'Eurosistema nei confronti del settore finanziario in modo da creare (o allargare) una carenza di liquidità sul mercato.

### **2.1.6. Operazioni giornaliere “overnight”**

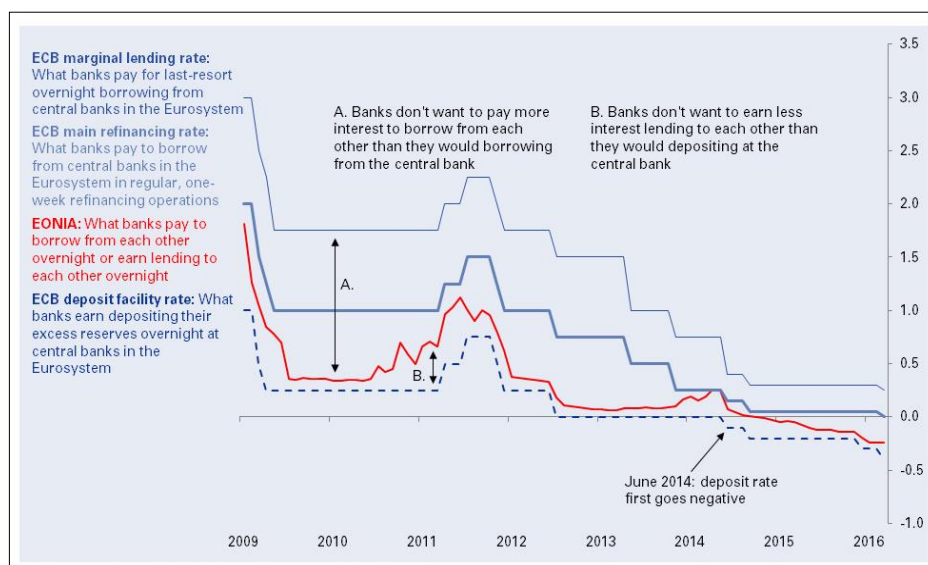
Le operazioni giornaliere offrono o assorbono la liquidità con una scadenza di 24 ore (da qui il termine overnight) su iniziativa delle controparti. Esse sono principalmente di due tipi, ossia di deposito presso la Bce o di prestito dalla Bce. In circostanze normali, le banche hanno scarso incentivo ad utilizzare le operazioni giornaliere, in quanto i tassi di interesse applicati a loro sono normalmente sfavorevoli rispetto ai tassi di mercato. Con queste operazioni giornaliere, le controparti possono utilizzare la funzione di prestito marginale per ottenere la liquidità overnight dalle banche centrali nazionali ad un tasso di interesse predeterminato contro le attività ammissibili per lo scambio, e il prestito è finalizzato a soddisfare le esigenze temporanee di liquidità di entrambe. Le banche centrali nazionali possono fornire liquidità nell'ambito dell'operazione di prestito marginale sia sotto forma di contratti di riacquisto a termine (cioè la proprietà dell'attività è trasferita al creditore, mentre le parti convengono di invertire la transazione mediante un rientro dell'attività al debitore il giorno lavorativo successivo) o come prestiti garantiti a garanzia overnight (ossia un interesse di sicurezza obbligatorio è previsto per i beni ma, assumendo l'adempimento dell'obbligazione del debito, la proprietà del bene viene mantenuta dal debitore). Il tasso di interesse è annunciato in anticipo dalla Bce ed è calcolato come un tasso di interesse semplice basato sulla convenzione di conteggio "effettivo / 360", anche se la Bce può modificarlo in qualsiasi momento.

### **2.1.7. Corridoio dei tassi di interesse**

Impostando i tassi sui depositi e sui prestiti (deposit facility rate e lending facility rate), la Bce determina il corridoio entro il quale il tasso di mercato monetario overnight può oscillare. In tempi normali, l'EONIA generalmente rimane vicina al tasso sulle MROs. Questo comportamento è cambiato nell'ottobre 2008, quando la Bce ha adottato misure non standard per contrastare gli effetti negativi dell'intensificazione della crisi finanziaria. La presenza di liquidità in eccesso nel sistema ha però modificato il modo attraverso il quale si forma il tasso EONIA sul mercato. Come si vede dal grafico seguente, all'aumentare della liquidità in eccesso nel sistema, il tasso EONIA (media ponderata dei tassi overnight applicati su tutte le operazioni di finanziamento non garantite) tende a schiacciarsi verso il tasso di deposit facility, il tasso al quale vengono remunerati i depositi presso la Banca Centrale. Tanto più alta è la liquidità in eccesso tanto più il tasso interbancario sarà vicino al tasso di deposito. La spiegazione di questa circostanza può esser data dal fatto che con una quantità di riserve ben superiore rispetto a quella necessaria, le

banche che decideranno di prestarle sul mercato (che hanno quindi trovato delle controparti sufficientemente affidabili) si “accontenteranno” di un rendimento marginalmente superiore rispetto a quello offerto dalla Banca Centrale. Viceversa, in condizioni di bassa liquidità in eccesso, l'EONIA tende a riportarsi verso il MRO, accompagnato però negli ultimi anni da una volatilità molto ampia. Da ciò deriva il fatto che se la liquidità in eccesso non viene a distribuirsi in maniera uniforme tra le varie aree economiche, e quindi con un mercato interbancario che non fa fluire riserve da un Paese all'altro, le divergenze nei tassi di finanziamento delle banche possono addirittura accentuarsi. Nei Paesi dove vi è liquidità in eccesso le banche potranno finanziarsi ad un tasso prossimo al tasso di deposito, mentre nei Paesi ove non vi sia tale liquidità il tasso di mercato sarà più vicino a quello di MRO.

**Figura 3 - Corridoio dei tassi di interesse interbancari**



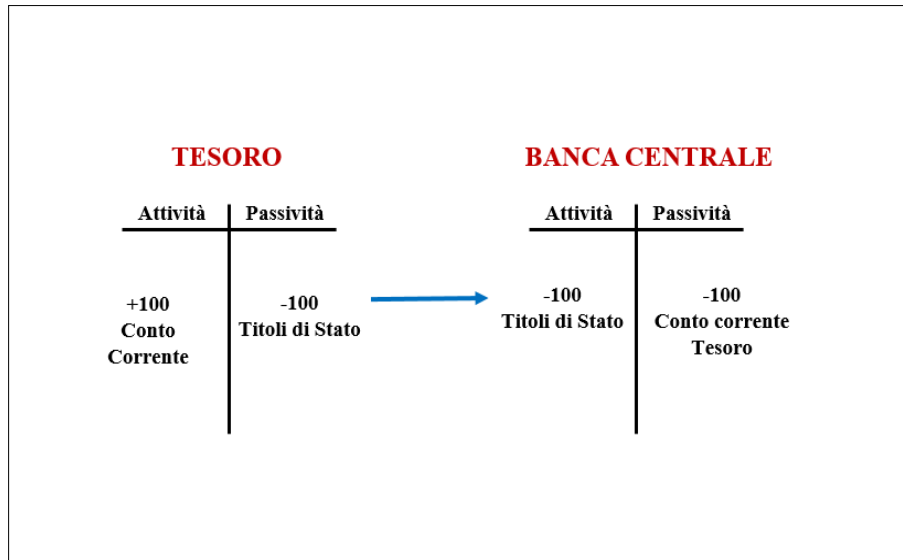
FONTE: ECB

### 2.1.8. L'approccio di bilancio al sistema bancario italiano

In questo paragrafo cerchiamo invece di capire come funzionano gli scambi di denaro tra banca centrale, intermediari finanziari e sistema economico, utilizzando l'approccio di bilancio. Usando gli schemi a “T” ipotizziamo che la Banca d'Italia acquisti dal Tesoro un ammontare di titoli di Stato pari a 100. Nei loro rispettivi bilanci la situazione sarebbe stata questa: la Banca d'Italia registra fra le attività i titoli di Stato acquistati e fra le passività l'incremento equivalente di valore dei titoli messo a disposizione sul conto corrente del Tesoro; specularmente il Tesoro metterà al passivo i titoli di Stato venduti

alla propria Banca Centrale e all'attivo avrà invece l'incremento equivalente del suo conto. Di seguito un'immagine per esemplificare il tutto:

**Figura 4 - Rapporto Banca Centrale-Ministero del Tesoro**

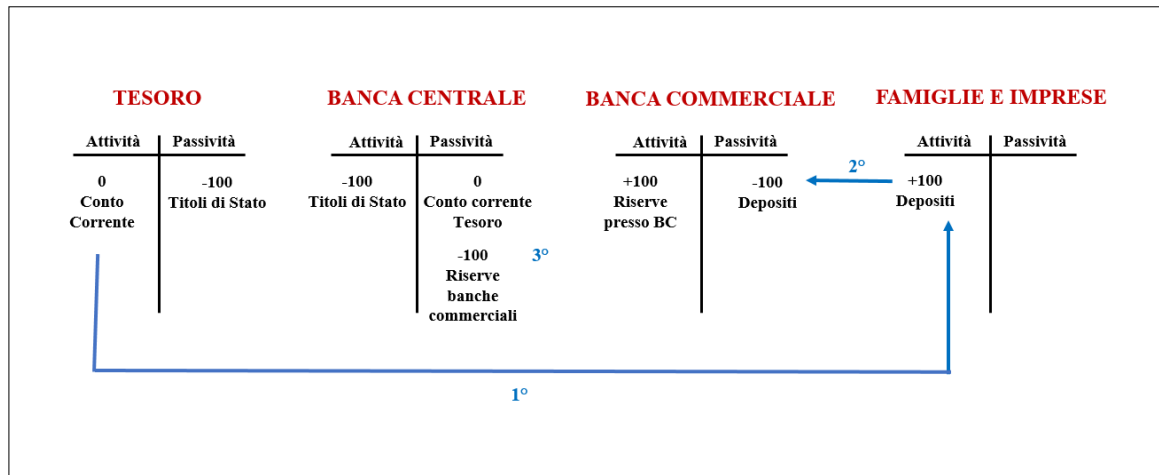


FONTE: Elaborazione personale

In questo caso possiamo notare subito una cosa, e cioè che se consolidiamo i bilanci di Tesoro e Banca d'Italia di fatto non esiste un indebitamento del Tesoro perché passività e attività si compensano a vicenda, ma, questa semplice operazione contabile “fittizia” permette al Tesoro di creare dal nulla i fondi necessari a finanziare la sua spesa, ed è stato praticamente così sino al 12 febbraio 1981 quando il Ministro del Tesoro Beniamino Andreatta scrisse al Governatore della Banca d'Italia Carlo Azeglio Ciampi una lettera che sancì il “divorzio” tra le due istituzioni. Il Tesoro dunque effettua la sua spesa: ipotizziamo che sia equivalente a 100 per costruire una qualsiasi opera pubblica come una ferrovia, autostrada, scuola ecc.; esso paga le aziende incaricate di realizzare l'opera accreditando i soldi ai loro conti correnti detenuti presso le varie banche private (per semplicità ipotizziamo che ci sia una sola banca commerciale che rappresenta di fatto l'aggregato di tutte le banche commerciali esistenti). La nuova situazione sarà quindi questa:



**Figura 5 - Rapporto Banca - Economia reale**



FONTE: Elaborazione personale

Il Tesoro ha effettuato la sua spesa e dunque il saldo del suo conto corrente presso la Banca Centrale diventa zero; i soldi spesi dal Tesoro sono finiti ad aziende e famiglie che hanno lavorato per costruire la scuola, che (per ora) decidono di lasciarli in banca sotto forma di depositi; la banca commerciale registra fra le passività il denaro che famiglie e aziende detengono presso di essa, dal momento che quelli sono soldi che la banca “deve” ai propri clienti; allo stesso tempo, però, contemporaneamente all’aumento dei depositi, la banca commerciale vede crescere in egual misura anche le sue riserve detenute presso la Banca Centrale (utilizzate per regolare i pagamenti con le altre banche e per far fronte alla riserva obbligatoria di patrimonio che ogni banca deve detenere). Facciamo ora un ulteriore passo avanti: ipotizziamo (realisticamente) che famiglie e imprese non detengano tutte le loro attività sotto forma di depositi ma che decidano di detenere una quota delle loro attività sotto forma dei contanti (circolante), per esempio 10. In questo caso avremo una variazione che coinvolge i bilanci della banca commerciale e della Banca Centrale<sup>36</sup>. Ecco come:

<sup>36</sup> ECB, 2015. “The role of The central bank balance sheet in monetary policy”. Economic Bulletin, Issue 4 / 2015, ARTICLES. Disponibile su: [https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/art01\\_eb201504.en.pdf](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/art01_eb201504.en.pdf).

**Figura 6 - Circolante e depositi per famiglie e imprese**

<b>TESORO</b>		<b>BANCA CENTRALE</b>		<b>BANCA COMMERCIALE</b>		<b>FAMIGLIE E IMPRESE</b>	
Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività
0	-100	-100	0	+90	-90	+90	
Conto Corrente	Titoli di Stato	Titoli di Stato	Conto corrente Tesoro	Riserve presso BC	Depositi	Depositi	
			-90			-10	
			Riserve banche commerciali			Circolante	
			-10				
			Circolante				

FONTE: Elaborazione personale

Adesso, arriviamo al punto fondamentale della nostra analisi che ci permetterà di capire implicitamente il nesso tra attività bancarie, riserve presso la Banca Centrale e investimento in titoli di Stato, oltre a capire anche uno snodo importante del funzionamento delle operazioni di politica monetaria effettuate dalla Banca Centrale. Ipotizziamo che la Banca Centrale imponga un obbligo di riserva alle banche commerciali, che per semplicità espositiva e di calcolo sia pari al 10 per cento dei loro depositi (con Basilea 3 tale riserva è attualmente impostata all'8%). Nel nostro esempio i depositi delle banche commerciali ammontano complessivamente a 90, dunque le banche commerciali saranno obbligate a detenere a riserva obbligatoria 9 di questi 90. La domanda fondamentale a questo punto è: cosa faranno le banche con le riserve in eccesso, quelle che non sono obbligate a detenere presso la Banca Centrale, nel nostro caso 81?

**Figura 7 - Attivo residuo da investire per le banche commerciali**

TESORO		BANCA CENTRALE		BANCA COMMERCIALE		FAMIGLIE E IMPRESE	
Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività
0	-100	-100	0	+9	-90	+90	
Conto Corrente	Titoli di Stato	Titoli di Stato	Conto corrente Tesoro	Riserve presso BC	Depositi	Depositi	
			-9	+81 Attività da Investire		-10	Circolante
			Riserve banche commerciali				
			-10				
			Circolante				

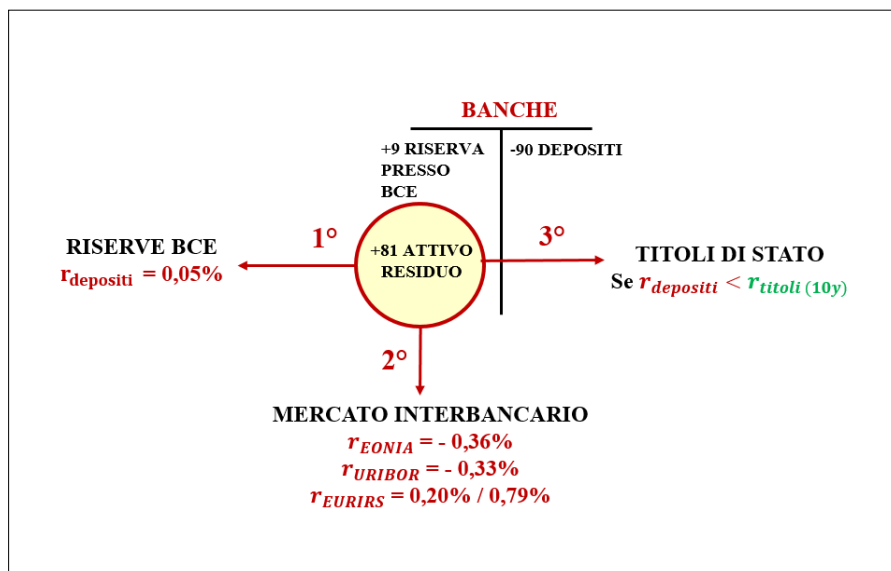
FONTE: Elaborazione personale

Le possibilità sono almeno tre:

- 1) **Mantenere riserve più elevate:** Le banche commerciali possono mantenere le riserve in eccesso presso la Banca Centrale e percepire un interesse piuttosto modesto su di esse (oggi, per esempio, nell'Eurosistema questo tasso d'interesse, chiamato *deposit facility rate*, è sotto zero a -0,40%). Il tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale è uno dei tre tassi di riferimento che la Bce fissa ogni sei settimane nell'ambito delle decisioni di politica monetaria, e questo definisce l'interesse che le banche percepiscono sui loro depositi overnight (per la durata di un giorno lavorativo) presso la banca centrale.
- 2) **Emettere prestiti sul mercato interbancario:** Le banche che hanno un eccesso di riserve possono prestarle sul mercato interbancario a quelle banche che hanno carenza di riserve e devono far fronte alla riserva obbligatoria. Ma, come avviene nel nostro esempio, se le banche commerciali hanno un eccesso di riserve, significa che complessivamente una volta che tutte le banche sono in grado di far fronte all'obbligo di riserva permarrà una situazione di eccesso di liquidità; quindi le banche cercheranno di piazzare queste riserve in eccesso in vista di guadagni maggiori.
- 3) **Investire in attività a rendimenti più elevati:** Nel momento in cui il rendimento dei titoli di Stato si colloca anche leggermente al di sopra del tasso d'interesse percepito sulle riserve in eccesso detenute presso la Banca Centrale e del tasso d'interesse interbancario (quello al quale le banche si prestano denaro fra di loro), è nell'interesse delle banche commerciali

liberarsi di quelle riserve in modo da ottenere un'attività sicura, facilmente scambiabile ed estremamente liquida, con un rendimento maggiore. Ecco quindi che esse saranno ben liete di acquistare dalla Banca Centrale i titoli di Stato.

**Figura 8 - Alternative di investimento attività bancarie**



FONTE: Elaborazione personale

Di seguito si riportano invece i principali tassi di interesse europei a partire dal 2012, per agevolare il confronto e capire quali siano stati gli investimenti più attrattivi per le banche.

**Tabella 16 - Principali tassi di interesse europei**

Titoli:	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Bce	0,75%	0,50%	0,25%	0,15%	0,05%	0,05%
Euribor 6 mesi	0,82%	0,32%	0,31%	0,05%	-0,16%	-0,23%
Eurirs 10y	1,88%	1,91%	1,54%	1,13%	0,47%	0,79%
BOT 12 mesi	2,30%	0,99%	0,48%	-0,03%	-0,24%	-0,36%
BTP Italia	3,50%	2,70%	1,90%	1,10%	1,13%	0,45%
BTP€i	4,60%	3,60%	2,73%	1,76%	1,25%	1,15%
CTZ 2a	3,33%	1,66%	0,72%	0,17%	-0,31%	-0,16%
CCT EU	5,21%	2,54%	1,27%	0,76%	0,54%	0,93%
BTP 10y	<b>5,65%</b>	<b>4,38%</b>	<b>3,00%</b>	<b>1,70%</b>	<b>1,40%</b>	<b>2%</b>

FONTE: [www.dt-tesoro.it](http://www.dt-tesoro.it)

## 2.2. Le politiche monetarie convenzionali

Ogni Paese moderno si avvale di una propria Banca Centrale, un istituto pubblico di emissione e di credito dotato del cosiddetto potere di signoraggio, cioè con la facoltà di stampare moneta e di immetterla nel mercato, controllando quindi la così detta “base monetaria” (base money) o anche moneta ad alto potenziale, costituita dalla moneta legale, ossia dalle banconote e dalle monete metalliche che per legge devono essere accettate in pagamento, e dalle attività finanziarie convertibili in moneta legale rapidamente e senza costi, esistenti in un determinato momento nel sistema economico, a volte denominate “M0”, l’aggregato monetario più ristretto. Oltre a ciò, la banca centrale è investita anche del compito di vigilare sull’intero sistema bancario e di porre al centro delle sue politiche la stabilità dei prezzi rispetto alla crescita economica. Infatti, tale organo è stato creato per gestire la politica monetaria del proprio Paese ed è incaricato di arginare le instabilità economiche derivanti da shock inaspettati, da periodi di recessione, da crisi politiche e finanziarie. Le banche centrali, in situazioni normali, indirizzano gli effetti che le politiche monetarie producono sul tasso di interesse per lo più verso la stabilizzazione ad un dato tasso di inflazione, noto come inflazione obiettivo e che in Europa si attesta al 2%<sup>37</sup> come obiettivo di lungo periodo delle politiche monetarie, e tale per cui anche produzione e disoccupazione rimangono al loro livello ottimale sia nel breve che nel medio periodo, garantendo quindi un adeguato tasso di crescita. Un tasso di inflazione troppo alto infatti, se non accompagnato da un sufficiente aumento della moneta disponibile, conduce ad un crollo del tasso di crescita del PIL, come pure un tasso di inflazione troppo basso o addirittura di deflazione costringe la banca centrale a determinati interventi per sostenere il sistema economico e prevenire eventuali ricadute negative sulla produzione industriale, consumi delle famiglie e mercato del lavoro. Gli strumenti di cui le banche dispongono per influenzare la quantità di moneta in circolazione sono, da una parte, le Operazioni di Mercato Aperto (OMA), cioè attività di vendita o di acquisto di titoli e obbligazioni, e, dall’altra, il monopolio nella fornitura di riserve, quindi il controllo delle quantità di denaro disponibili per i prestiti: tali strumenti permettono alle banche centrali di guidare efficacemente i tassi di interesse verso il livello desiderato, sfruttando le dinamiche macroeconomiche per raggiungere i propri obiettivi di inflazione e di eventuale crescita. Nell’ipotesi di un’economia in crescita eccessiva, le banche centrali attuano politiche

---

<sup>37</sup> ECB, 2009. *La stabilità dei prezzi e perché è importante per te*, pag.23. [online]. Disponibile su: [https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/whypricestability\\_it.pdf?341026fb3de63b56cb0f67865f6f7a36](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/whypricestability_it.pdf?341026fb3de63b56cb0f67865f6f7a36).

monetarie restrittive, che si perseguono sia attraverso l'aumento del livello obbligatorio di riserve detenute dalle banche commerciali, sia tramite la vendita di titoli sul mercato: entrambe le operazioni hanno l'effetto di ridurre l'offerta di moneta, il primo limitando la possibilità delle banche commerciali di concedere prestiti e il secondo ritirando circolante dal mercato. Tali variazioni causano un aumento del tasso di interesse nominale sui depositi che spinge gli individui a depositare la moneta in banca piuttosto che detenerla in forma liquida, con conseguente riduzione della domanda aggregata e della produzione. Al contrario, in caso di crisi, per evitare di scivolare nella recessione profonda, le banche centrali devono espandere la liquidità in circolo, spingendo al ribasso il livello dei tassi di interesse, per rendere meno conveniente il risparmio e il deposito presso gli istituti di credito, e quindi incentivare il consumo e l'occupazione, in modo da dare una spinta alla crescita economica; in tal caso le banche centrali riducono l'offerta di moneta acquistando obbligazioni statali dal mercato o allentando i limiti delle riserve bancarie obbligatorie. In altre parole, tramite il controllo dei tassi di interesse nominali di breve periodo, le banche centrali riescono a collegare mercato monetario e mercato finanziario e sono in grado di gestire le condizioni di liquidità nei mercati monetari, riuscendo quindi a perseguire il loro obiettivo primario di mantenere la stabilità dei prezzi nel medio termine. Le politiche monetarie standard risultano perciò un sistema adeguato ed efficace nel garantire il buon funzionamento dei mercati monetari, nel fornire sufficiente stimolo monetario per l'economia durante le recessioni e nel contenere le pressioni inflazionistiche durante i periodi di ripresa. Si deduce, quindi, che le misure tradizionali di politica monetaria sono operazioni meccaniche: le banche centrali regolano la liquidità all'interno del sistema in base al livello di tassi di interesse a breve termine utile per il raggiungimento dei propri obiettivi economici.

### **2.2.1. Politiche monetarie convenzionali in tempi normali**

Le banche centrali, in tempi ordinari hanno degli strumenti che possono essere quotidianamente utilizzati per mantenere la stabilità nel mercato finanziario e nel mercato reale e che prendono il nome di politiche monetarie "standard" o "convenzionali". Questi strumenti furono inizialmente utilizzati ad esempio dalla banca centrale europea quando la crisi finanziaria dei mutui sub-prime raggiunse il mercato monetario, in un periodo riconducibile tra agosto 2007 e settembre 2008. In questo periodo incrementò fortemente la domanda di liquidità del mercato interbancario, e ci furono sostanziali incrementi dello spread tra il tasso medio e il tasso massimo nelle operazioni di rifinanziamento principale

(MRO, main refinancing operations) cioè le operazioni di mercato aperto effettuate dall'Eurosistema. Queste sono operazioni temporanee di finanziamento con frequenza settimanale e scadenza a due settimane, effettuate dalle banche centrali nazionali mediante aste standard secondo un calendario predefinito, e sono di fatto lo strumento principale per realizzare gli obiettivi attraverso le operazioni di mercato aperto e forniscono la maggior parte della liquidità necessaria al settore finanziario. Oltre all'incremento della domanda di liquidità, ci fu poi anche un incremento dello spread tra l'EURIBOR (Euro Interbank Offered rate) ossia il tasso di interesse a cui le banche si prestano denaro a medio termine nel mercato interbancario, e l'EONIA (Euro overnight index average), cioè il tasso di interesse dei prestiti di denaro nel mercato interbancario a brevissimo termine (giornaliero di solito, viene anche chiamato overnight).

Fu proprio in conseguenza a questo stress che la banca centrale europea reagì con politiche monetarie convenzionali, ovvero:

1. Stabilizzazione della crescita del tasso di interesse della Banca Centrale;
2. Un uso più ampio delle operazioni di rifinanziamento a lungo termine (LTROs), allo scopo di ridurre lo spread dell'euribor;
3. Concedendo più liquidità al sistema, soprattutto all'inizio dei periodi di mantenimento (Maintenance periods), in cui le banche devono per forza detenere un certo livello di titoli, determinati dalla banca centrale, allo scopo di stabilizzare l'EONIA, che poi vengono sistemate da delle fine tuning operations che sistemano tasso di interesse e liquidità del sistema.

Il primo punto è un fattore endogeno, ossia il tasso di interesse è deciso internamente dalla banca centrale e serve ad influenzare il comportamento degli istituti bancari che vedendo un tasso negativo per i loro depositi detenuti presso la banca centrale, dovrebbero essere stimolate a mantenere più denaro in forma liquida, così da investirlo in altre forme più remunerative come ad esempio prestiti alle imprese o crediti alla clientela. Dall'11 giugno 2014 la Bce ha portato praticamente a zero i tassi sui depositi delle banche commerciali presso lo stesso istituto di Francoforte (attualmente a luglio 2017 sono a -0,40%). L'obiettivo sarebbe quello di spingere consumatori e aziende a spendere e investire, visti i

conseguenti bassissimi o addirittura negativi rendimenti dei conti correnti e degli asset più sicuri come i titoli di Stato, oltre a dover stimolare la domanda di beni di consumo, aumentare l'inflazione e stimolare la crescita economica. Il secondo punto delle politiche monetarie standard si riferisce alle operazioni LTROs, ossia le operazioni di rifinanziamento a lungo termine, con durata compresa tra 1 e 12 mesi. Queste operazioni funzionano promuovendo lo scambio di liquidità, detenuta dalla banca centrale, e le banche commerciali del sistema economico: queste “vendono” alla banca centrale dei collateral, ossia degli strumenti finanziari (di solito obbligazioni di stato) che fungono da controvalore a garanzia della liquidità ricevuta, alla quale comunque si applica un tasso di interesse da corrispondere alla banca centrale, media tra i tassi di interesse REFI, ossia il refinancing rate giornaliero per una determinata operazione di scambio di liquidità. Il terzo punto infine riguarda i “reserves maintenance periods”, cioè i periodi in cui le banche e le altre istituzioni finanziarie devono mantenere un livello specifico di fondi, a titolo di riserve, depositato presso la banca centrale. È un periodo di due settimane che inizia un giovedì e termina il mercoledì, e durante questo periodo di tempo si verifica anche una valutazione di scoperti e spese corrispondenti. Poiché l'importo specificato dei fondi di riserva cambia regolarmente, è importante che l'istituzione disponga di un conto presso una banca di riserva o una successiva procedura di pass-through per assicurare che siano disponibili i fondi adeguati. Se i due fondi esterni sono in atto, e l'istituzione non dispone di riserve sufficienti per soddisfare l'esigenza, sarà soggetta a un addebito. Queste operazioni conferiscono così la possibilità di ridurre momentaneamente le riserve per favorire la liquidità in circolo, che poi viene gradualmente ritirata da altre operazioni “ad hoc” chiamate Fine-tuning operations, le quali sistemano i livelli di liquidità o del livello del tasso di interesse del sistema economico agendo in modo da assorbire liquidità o conferendone di più (nel primo caso tramite transazione verso le riserve della banca centrale, nel secondo caso come scambi-swap nei depositi), solitamente alla fine dei periodi di mantenimento dopo una operazione MRO.

### **2.3. Le politiche monetarie non convenzionali**

Nonostante la letteratura macroeconomica abbia compreso l'importanza di tali politiche non tradizionali e si sia recentemente dedicata alla loro descrizione teorica piuttosto che sugli effetti concreti che hanno nell'economia reale, ad oggi ancora non esiste una definizione universale di politica monetaria non convenzionale, anche perché, il confine



con le misure tradizionali è molto sottile<sup>38</sup>. Questi studi consentono comunque di trarre alcune conclusioni: innanzitutto, si tratta di strumenti che trovano la loro ragion d'essere in contesti eccezionali di crisi economico-finanziarie, con il compito di sopperire ai malfunzionamenti del meccanismo di trasmissione delle politiche monetarie e di trovare stimoli alternativi per l'economia quando il tasso d'interesse ufficiale raggiunge il suo livello minimo (Zero Lower Bound). Rientrano in questa descrizione tutti quegli interventi messi in atto dai policy makers per sopperire efficacemente a situazioni critiche di carenza di liquidità sia tra gli istituti di deposito che tra gli altri segmenti del mercato finanziario, l'acquisto diretto di titoli pubblici e privati, e alcune particolari forme di comunicazione finalizzate ad influenzare le aspettative sui tassi di interesse e ripristinare il corretto funzionamento dei mercati. Si possono, quindi, annoverare tra le manovre atipiche tutte quelle politiche monetarie che colpiscono direttamente il costo e la disponibilità di finanziamenti esterni per le banche, le famiglie e le società non finanziarie. Per spiegare l'impatto di tali misure sul mercato finanziario è necessario, prima di tutto, specificare che le politiche monetarie in questione possono essere attuate secondo due principi differenti: da un lato, le banche centrali possono intervenire per influenzare e controllare il tasso d'interesse nominale e le aspettative su di esso, si parla in tal caso di "interest rate policies", mentre, dall'altro lato, possono attivarsi per muovere le variabili finanziarie al di là dei tassi d'interesse, producendo variazioni sostanziali nella grandezza, nella composizione e nel profilo di rischio del proprio bilancio, proprio per questo motivo sono conosciute come "balance sheet policies"<sup>39</sup>. In quest'ultimo caso le operazioni delle banche centrali mirano a gestire ed indirizzare la liquidità e sono pensate per avere effetto sul meccanismo di trasmissione della politica monetaria, incidendo sui prezzi delle obbligazioni, sui rendimenti, e sulle condizioni di finanziamento. Generalmente, le politiche monetarie non convenzionali agiscono sulle condizioni finanziarie e sull'economia reale tramite due principali canali di trasmissione, pensati come un'ampia serie di meccanismi: il "signalling channel" e/o il "portfolio-balance channel"<sup>40</sup>. Il primo canale permette alle banche centrali di informare gli agenti economici sulle proprie intenzioni politiche e le sue previsioni

---

<sup>38</sup> BORIO CLAUDIO AND PITI DISYATAT, November 2009. *Unconventional monetary policy*.

<sup>39</sup> KLAUS-JÜRGEN GERN, NILS JANNSEN, STEFAN KOOTHS AND MAIK WOLTERS, 2015, *Quantitative Easing in the Euro Area: Transmission Channels and Risks*. Disponibile su: <https://link.springer.com/article/10.1007/s10272-015-0543-1>.

<sup>40</sup> CASIRAGHI MARCO, GAIOTTI EUGENIO, RODANO LISA, AND SECCHI ALESSANDRO, 2013, ECB. *Unconventional Monetary Policy and the Italian Economy during the Sovereign Debt Crisis*, Banca d'Italia, pag 272 e ss. Disponibile su: <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2013-0203/index.html?com.dotmarketing.htmlpage.language=1>.

sull'andamento futuro dei tassi d'interesse: in tal modo le banche riescono a comunicare i loro propositi in modo efficace, così da ripristinare la fiducia del pubblico e influenzarne le aspettative sulle decisioni di politica monetaria e sulle condizioni future del mercato: ad esempio, la decisione dei policy makers di fare grandi investimenti nei titoli di Stato, porterebbe gli agenti economici ad aspettarsi che il tasso d'interesse ufficiale rimarrà basso nel tempo, il che diminuirà il rendimento su tali titoli. In alternativa, la banca centrale può decidere, ad esempio, di sfruttare la propria facoltà di influenzare le aspettative per modificare l'inflazione attesa, così da ridurre il tasso di interesse reale, lasciando invariato al suo limite inferiore quello nominale o, in alternativa, i politici potrebbero dichiarare di impegnarsi a mantenere i tassi a ridosso dello zero per un periodo di tempo abbastanza significativo; questo impedirebbe la stagnazione dell'economia nella trappola della liquidità ed eviterebbe una caduta delle aspettative inflazionistiche, il che altrimenti farebbe aumentare i tassi di interesse reali e limiterebbe le spese. Nonostante l'efficacia di tale comunicazione dipenda da due importanti fattori, quali la credibilità della banca centrale e la misura in cui le aspettative sono in grado di influenzare le condizioni finanziarie, il canale di segnalazione si è dimostrato il modo più efficace per dare una spinta all'economia quando il tasso d'interesse scende a ridosso dello zero. A tal proposito, risulta importante evidenziare che il ricorso all'influenza sulle aspettative è una pratica consolidata da diverse banche centrali, per cui la sua atipicità dipende dal contesto in cui viene applicata. Il "portfolio-balance channel", invece, si attiva in seguito alla decisione della banca centrale di attuare un programma di acquisto titoli su larga scala, di scambiare le attività, o di immettere liquidità nel sistema. In tal caso, l'efficacia del canale dipende dalle caratteristiche degli asset acquistati, nello specifico dall'imperfetta sostituibilità delle voci del bilancio del settore privato: un certo cespite potrebbe, infatti, fornire servizi non del tutto inclusi nel suo valore. Dati dunque questi 3 canali principali di trasmissione delle politiche monetarie non convenzionali, si può quindi affermare che queste manovre possono iniziare come manovre ordinarie e poi mano a mano diventare eccezionali, come ad esempio con le operazioni di rifinanziamento di insolita durata promosse a partire da Settembre 2008: in questo caso furono coinvolte le operazioni MRO e LTRO a 3 anni, usando il bilancio<sup>41</sup> Bce come intermediario, portando poi il così chiamato "corridoio" dei tassi di interesse, ossia il differenziale tra tasso REFI, il tasso di interesse che le banche

---

<sup>41</sup> BORIO CLAUDIO AND PITI DISYATAT, November 2009, *Unconventional monetary policies: an appraisal*. Monetary and Economic Department. Bank Of International Settlements. [online]. Disponibile su: <http://www.bis.org/publ/work292.htm>

commerciali pagano alla Bce per ricevere denaro a prestito (limite superiore) e il tasso di deposito presso la Bce (limite inferiore), a dimezzarsi.

Nello specifico, le misure non convenzionali di politica monetaria utilizzate sono:

1. Guida a termine (Forward guidance);
2. Credit easing;
3. Quantitative easing (QE);

La guida a termine consiste nell'impegno da parte della banca centrale di adottare determinate politiche monetarie, come ad esempio il mantenere bassi i tassi di interesse per un certo periodo di tempo o anche per via di determinate politiche monetarie. Si tratta quindi, essenzialmente, di una strategia di comunicazione pubblica, che rientra nell'arsenale degli strumenti definiti "non convenzionali", la cui utilità si rivela soprattutto in quelle situazioni economiche dette di trappola della liquidità, in cui gli spazi di manovra "classici" sui tassi di interesse sono estremamente ridotti a causa dal fatto che i tassi nominali a breve termine sono vicini allo zero. Di solito, la strategia è messa in atto in maniera esplicita, in genere mediante espressa comunicazione di previsioni e intenzioni future (si parla, a volte, di *Odyssean forward guidance*<sup>42</sup>, dal comportamento di Ulisse nell'Odissea). Nella letteratura scientifica, tuttavia, si parla anche di *forward guidance implicita*, in cui si cerca di ottenere effetti simili mediante comportamenti concludenti della banca centrale che trasmettono determinati significati agli operatori (si parla allora di *Delphic forward guidance*). La Banca centrale europea l'ha introdotta per la prima volta il 4 luglio 2013, e con questa svolta ha reso la comunicazione esplicita, sul modello di quanto fa abitualmente la Federal Reserve.

Il credit easing invece consiste in una varietà di misure volte a favorire il credito nel settore bancario, e principalmente vengono apportate mediante un cambiamento nella composizione dello Stato patrimoniale della Banca centrale. L'obiettivo è quello di

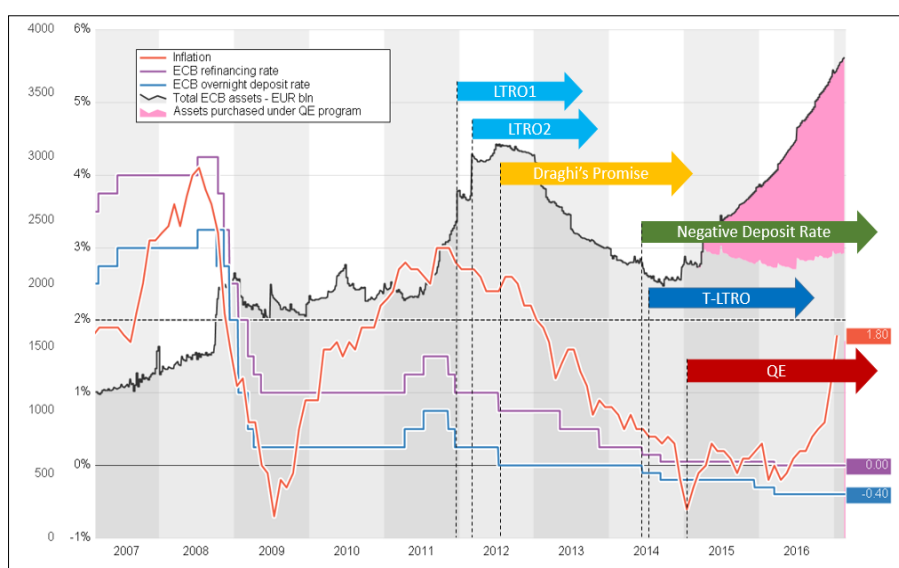
---

<sup>42</sup> JEFFREY R. CAMPBELL, EVANS CHARLES, FISHER JONAS, JUSTINIANO ALEJANDRO, *Macroeconomic Effects of Federal Reserve Forward Guidance*, FSBC Working Papers 2012-03, Federal Reserve Bank of Chicago, marzo 2012, p. 3.

aumentare la liquidità in un mercato in difficoltà, in modo da aumentare il flusso di credito e di prestiti nell'economia, e quindi solitamente si agisce acquistando azioni o obbligazioni del settore privato. Il credit easing, attraverso quattro effetti differenti (effetto segnalazione, effetto bilancio, effetto liquidità ed effetto stato patrimoniale) migliora quindi la capacità delle banche di concedere prestiti con conseguenze, dunque, sul de-leveraging e sugli indici di solvibilità, anche se la Bce può acquistare prestiti con scadenze differenti, e l'impatto sul mercato del credito sarà tanto maggiore quanto più lunga è la scadenza dei prestiti acquistati.

Infine, il Quantitative easing (QE), annunciato già nel 2012 come politica contingente e poi adottato a partire dal 9 marzo 2015, consiste in un programma di acquisto di titoli pubblici nel mercato secondario, quindi non al momento della loro emissione da parte del Ministero del Tesoro (nel caso dell'Italia) allo scopo di incrementare la liquidità disponibile alle banche e per facilitare prestiti a famiglie e imprese per raggiungere gli obiettivi macroeconomici prefissati dai policy maker, come ad esempio allontanare lo spettro del rischio di deflazione in Europa, e incrementare i prestiti da parte delle banche all'economia, con ripercussioni positive su inflazione (sino al target del 2%), occupazione e crescita. Queste manovre hanno portato prima di tutto ad una serie di riduzioni del tasso di interesse applicato ai depositi, che continuò come si vede dal grafico, sino al livello zero e anche al di sotto a partire dall'11 giugno 2014.

**Figura 9 - Manovre monetarie attuate dalla Bce e i loro effetti sui principali tassi di interesse**

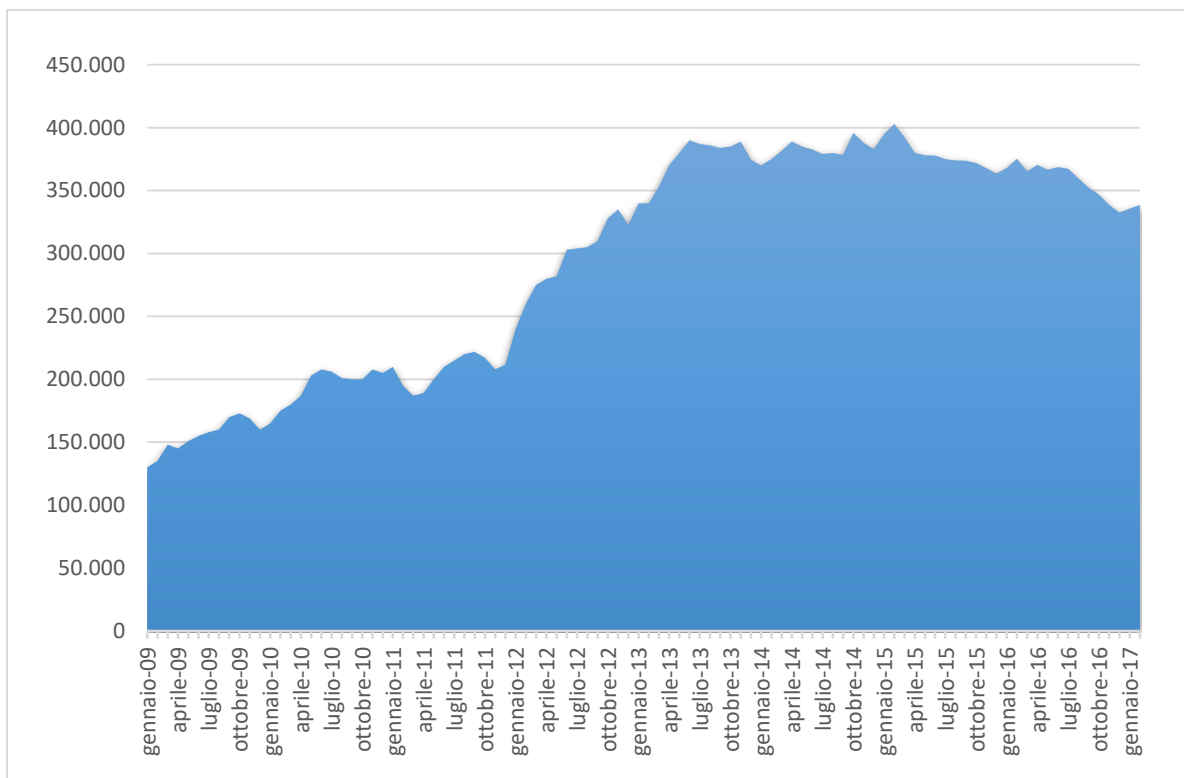


FONTE: Thomson Reuters e rielaborazione personale

Sempre dal grafico è possibile vedere tutti i 6 principali interventi di politica monetaria non convenzionale adottati dalla Banca centrale europea: i primi ad essere stati messi in atto sono stati 2 LTROs, che consistono in un'asta di liquidità in cui la Bce concede un prestito alle banche richiedenti, della durata di 12 mesi e con un tasso di interesse pari alla media del tasso sulle operazioni di rifinanziamento principale calcolata nel periodo dell'operazione stessa. In cambio la Bce riceve dalle banche una garanzia sul prestito, detta "collaterale". La garanzia è composta solitamente da obbligazioni governative (titoli degli stati membri dell'UE) scelte dalla Bce e la cui lista degli asset ammissibili come collaterale viene pubblicata sul sito della Bce ed è aggiornata più volte al mese.<sup>43</sup> Lo scopo di queste operazioni era quello di cercare di tenere sotto controllo l'inflazione, oltre al tentativo di dare più liquidità al sistema bancario per facilitare l'accesso al credito per famiglie e imprese.

<sup>43</sup> BANCA CENTRALE EUROPEA. *Eligible assets*. [online]. Disponibile su: <http://www.ecb.europa.eu/paym/coll/assets/html/list-MID.en.html>. [Data ultima cons.4-06-2017].

**Figura 10 - Investimenti delle banche italiane in titoli pubblici (dati mensili, miliardi di euro)**



FONTE: Eurostat

Le due tranche di operazioni sono avvenute:

- il 22 dicembre 2011, quando 523 banche hanno partecipato all'asta LTRO richiedendo 489,191 miliardi di euro<sup>44</sup>;
- il 29 febbraio 2012, quando 800 banche hanno partecipato all'asta LTRO, richiedendo 529,53 miliardi di euro.

Un altro strumento di politica monetaria non convenzionale del tipo “forward guidance”<sup>45</sup> fu utilizzato mediante un annuncio del presidente Bce Mario Draghi, il quale affermando

<sup>44</sup> ECB, *Eligible asset dataset*. Disponibile su: <http://www.ecb.europa.eu/paym/coll/assets/html/list-MID.en.html>.

<sup>45</sup> EUROPEAN CENTRAL BANK, 2 maggio 2016, *Addressing the causes of low interest rates*. Introductory speech by Mario Draghi, President of the ECB. Disponibile su: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2016/html/sp160502.en.html>.

“Siamo disposti a tutto pur di salvare l’euro<sup>46</sup>” in un convegno pubblico, con poche parole, ma più incisive di un’iniezione di liquidità della Bce, è riuscito nel miracolo di rafforzare i mercati e depotenziare lo spread, sceso sotto i 500 punti nel giro di 10 minuti dai 520 dell’apertura, per attestarsi sui 473 punti a fine giornata, con pure la borsa italiana che chiuse a fine giornata a +5,62%. Successiva politica non convenzionale è stata l’11 giugno 2014<sup>47</sup>, quando i tassi sui depositi bancari overnight presso la Bce furono resi negativi, allo scopo di rendere definitivamente sconveniente il deposito degli eccessi di liquidità presso la Banca centrale e costringere in questo modo le banche ad impiegare la loro liquidità in attività più remunerative. Oltre a questo, venne anche istituita una operazione di rifinanziamento a lungo termine di durata eccezionale detta “Targeted”, cioè una T-LTRO: il 5 giugno 2014 il Consiglio Direttivo della Bce ha annunciato misure volte a migliorare il funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria sostenendo il processo di erogazione del credito bancario all’economia reale<sup>48</sup>. In particolare, il Consiglio Direttivo ha deciso di condurre per un periodo di 36 mesi, con cadenza trimestrale, una serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (T-LTRO). Il tasso di interesse sarà fisso per tutta la durata delle operazioni e pari al tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali dell’Eurosistema presente alla data dell’operazione più uno spread fisso. Nell’asta T-LTRO di dicembre, l’ultima del 2015 e la sesta in assoluto, le banche europee hanno richiesto 18,3 miliardi di euro portando a 419 miliardi il quantitativo ottenuto dall’inizio del programma. Conclude le politiche monetarie non convenzionali l’iniezione di liquidità per eccellenza, il Quantitative Easing, mediante l’acquisto da parte della Bce di Titoli di Stato. Il programma, annunciato ufficialmente il 22 febbraio 2015 e iniziato il 9 marzo dello stesso anno<sup>49</sup>, comprende l’acquisto di asset pubblici dal settore pubblico e privato per un ammontare di 80 miliardi mensili, ridotti poi nel 2016 a 60 miliardi, e per un totale stimato di 1100 miliardi. Questa manovra serviva per influenzare due variabili: il canale dei tassi di interesse sui depositi e il canale dei tassi di cambio tra valute (svalutando l’Euro), e mediante questi dare la possibilità al sistema bancario di facilitare il credito alle imprese, provocando così una crescita della produzione, con conseguente aumento di esportazioni, dell’occupazione e dell’inflazione, oltre anche ad

---

<sup>46</sup> FIBA: Federazione Italiana Bancari e Assicurati, 26/07/2012, pag.3.

<sup>47</sup> BANCA D’ITALIA, maggio 2017, *Tassi ufficiali sulle operazioni dell’Eurosistema*. Disponibile su: <https://www.bancaditalia.it/compiti/polmon-garanzie/tassi-eurosistema/>

<sup>48</sup> OFFICIAL JOURNAL OF EUROPEAN UNION: *Decision of the European Central Bank*, n.34 2014, 29-06-2014.

<sup>49</sup> KLAUS-JURGEN ET AL., 2015. *Quantitative Easing in the Euro Area: Transmission Channels and Risks*. Intereconomics.

agire sulle aspettative future di medio-lungo periodo. Il QE è entrato in vigore “in ritardo”<sup>50</sup> rispetto ad altre Banche centrali come la Federal Reserve e la Bank of England perché si cercò per prima cosa di risolvere la situazione prima con le politiche monetarie convenzionali, le quali non avevano un ammontare e dei parametri obbiettivo ben definiti, come invece è caratteristica essenziale di quelle non convenzionali. Questa manovra ha agito mediante due canali principali: l’effetto segnalazione, complementare del “forward guidance”, rendendo più credibile l’annuncio sull’indirizzamento delle politiche monetarie, e l’effetto di ribilanciamento di portafoglio, ossia mediante l’acquisto di titoli di stato a lunga scadenza, i quali sono sostituiti “imperfetti” di quelli a breve scadenza, potendo così modificare il tasso di interesse dei primi che si riduce, e stimola gli investitori a preferire investimenti più rischiosi ma con più alti rendimenti come le azioni del settore privato. A lungo andare questa manovra è sicuramente quella con maggiori rischi, poiché nel lungo periodo, stimolare gli investitori ad avere in portafoglio titoli più rischiosi produce con il tempo un incremento del rischio di sistema, dunque bolle speculative e crisi bancarie, come quelle che stiamo vivendo in Italia in questo periodo. Oltre a ciò, gli effetti del QE possono ripercuotersi sulla struttura stessa degli investimenti, in quanto prestare denaro a tassi bassi rende difficile il loro mantenimento una volta terminata l’iniezione di liquidità, rendendo più difficile ai debitori ripagare il debito, causando rischio di insolvenza da parte di famiglie e imprese, oltre anche al fatto che le riforme strutturali possono venire posticipate proprio perché c’è un eccessivo affidamento alle politiche monetarie per risolvere problemi di spesa. Tutto questo poi ha anche effetti diversi da paese a paese, infatti in Europa ci sono diversi livelli di indebitamento tra Stato e Stato, come anche diversi livelli di crescita, e dunque questo comporta differenze significative anche nell’effetto che il QE ha nei diversi paesi.

---

<sup>50</sup> BRETT W. FAWLEY AND CHRISTOPHER J. NEELY, 2013. *Four Stories of Quantitative Easing*. January/February. [online]. Disponibile su: <https://research.stlouisfed.org/publications/review/2013/01/04/four-stories-of-quantitative-easing/>.



### **2.3.1. Effetti delle politiche monetarie non convenzionali**

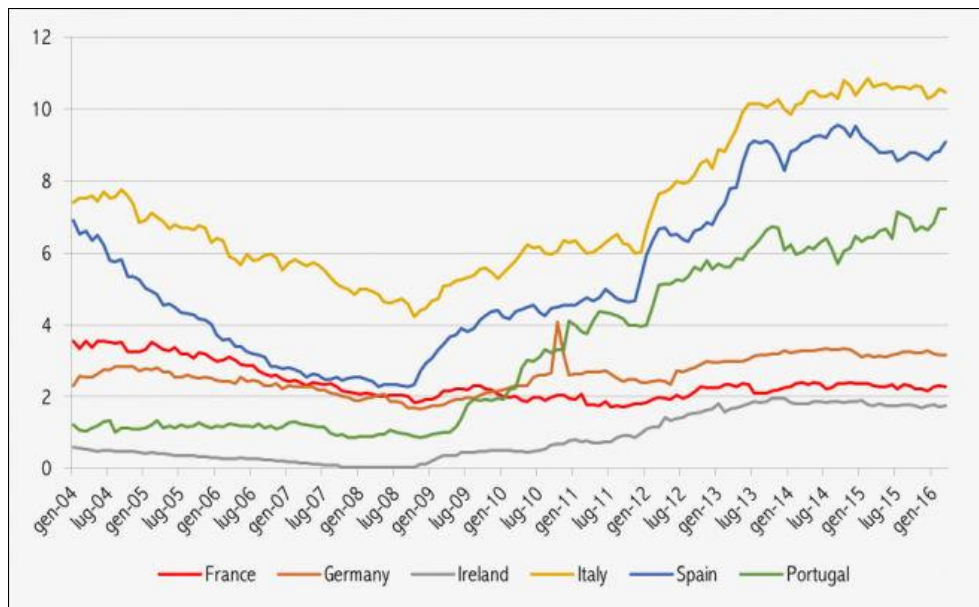
La decisione delle banche di investire nel debito nazionale durante la crisi è stata in larga misura razionale: c'erano poche alternative, in recessione, con una forte crescita del rischio di credito e una bassa capitalizzazione. Questa strategia ha anche permesso di realizzare guadagni in conto capitale e nella fase più acuta della crisi ha sostenuto la domanda di debito Sovrano. Ma il supporto tra mutue fragilità non sarebbe stato sostenibile senza l'aiuto dell'European Stability Mechanism (Esm) e dei vari interventi eccezionali della Bce, introdotti gradualmente a partire dal 2011. Le politiche monetarie, e soprattutto quelle eccezionali, hanno indubbiamente avuto un ruolo predominante nelle scelte di investimento degli istituti di credito, e i tassi di interesse dei depositi e delle transazioni, piuttosto bassi o addirittura negativi, hanno fatto preferire alle banche acquistare titoli a basso rischio che dessero una remunerazione soddisfacente del capitale investito. I canali di trasmissione della crisi del debito sovrano alle banche domestiche sono però molteplici: le banche detengono tipicamente quote consistenti di titoli pubblici in portafoglio sia per motivi di investimento sia per utilizzarli come collaterali<sup>51</sup> nelle operazioni di pronti contro termine (operazioni repo) con controparti private, centrali o con la Bce. Tensioni sul mercato secondario dei titoli di Stato comportano, quindi, da un lato un deterioramento della qualità degli attivi bancari e, dall'altro, un aumento del costo della raccolta attraverso l'incremento dei margini sulle garanzie nelle operazioni di repo. Il merito di credito delle banche, inoltre, viene determinato anche dalla garanzia pubblica implicita che risente del rating creditizio dello Stato di appartenenza. L'analisi degli investimenti diretti in titoli di Stato evidenzia che gli andamenti di mercato sono stati sostanzialmente in linea con l'esposizione delle banche al rischio Sovrano domestico. A luglio 2011 l'esposizione diretta verso il debito pubblico italiano dei gruppi bancari italiani, coinvolti nel piano di ricapitalizzazione della European Banking Authority (Eba), si attestava a 151 miliardi di euro (circa il 140% del capitale Tier1, somma tra azioni ordinarie, riserve utili e altri strumenti finanziari). L'esposizione al debito Sovrano degli altri paesi europei in difficoltà (Grecia, Irlanda, Spagna e Portogallo) risultava, invece, molto contenuta e pari a 5,5 miliardi di euro (a fronte dei 28 miliardi ascrivibili alle principali banche tedesche e dei 17 delle banche francesi). Se si considera l'intero debito pubblico dei paesi della Ue, le banche italiane si connotano, quindi, per una moderata esposizione verso il debito pubblico estero (appena 44 miliardi di

---

<sup>51</sup> CONSOB, 2011. *La trasmissione del rischio sovrano al settore bancario*, pag. 146-147. Disponibile su: <[www.consob.it](http://www.consob.it)>.

euro a fronte dei 118 delle banche tedesche e 105 delle banche francesi), ma negli ultimi 6 anni si è però visto un cambiamento sostanziale per quel che riguarda il rischio Sovrano relativo ai titoli domestici. Se sino al 2011 il rapporto tra totale attivo e titoli di stato domestici era abbastanza omogeneo per i principali paesi europei all'interno di un range del 2 - 4,5%, poi il rapporto è andato via via aumentando soprattutto per alcuni paesi come Portogallo, Spagna e Italia rispetto ad altri paesi europei come Francia e Germania. L'esposizione al rischio Sovrano è aumentata, e per alcuni paesi come Spagna e soprattutto Italia è arrivata quasi al doppio, passando dal 6 all'11% sempre rispetto al totale attivo, come è possibile vedere dal grafico sottostante.

**Figura 11 - Rapporto tra debito sovrano domestico e asset totali nelle banche. (Dati in punti %)**



FONTE: Bce

Questi dati suscitano preoccupazioni in un contesto normativo in continuo divenire e anche rispetto alla struttura stessa del funzionamento dell'Unione Europea. L'unione bancaria infatti dovrebbe basarsi su 3 gambe principalmente: il Single Supervisory Mechanism (SSM), ossia dal supervisore unico sulle attività e i rischi bancari rappresentato dalla Bce, il Single Resolution Mechanism (SRM), ovvero dal meccanismo unico di risoluzione per aiutare le banche in difficoltà, e l'European Deposit Insurance Scheme (EDIS), un sistema di garanzia comune dei prestiti a livello europeo. Il SSM e il SRM ambiscono a creare un level playing field per quanto riguarda la vigilanza bancaria e a rendere il sistema più solido, mentre l'EDIS intende invece creare una rete di protezione, anche se esso non è ancora

formalmente attivo. Con specifico riferimento all'EDIS, la Commissione europea il 24 novembre 2015 ha adottato la "Proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica il Regolamento (UE) n. 806/2014" al fine di istituire un sistema europeo di assicurazione dei depositi, che però ha visto una resistenza da parte di alcuni paesi membri. Questo perché la proposta contiene diversi punti su cui non vi è accordo, primo tra tutti quello sulla ponderazione per il rischio dei titoli di Stato negli attivi bancari. Le banche maggiormente a rischio verseranno contributi più elevati rispetto a quelle più sicure, e questo aspetto sarà rafforzato a mano a mano che verrà introdotto l'EDIS. Pare evidente che in un contesto in cui i titoli di Stato sono sempre più presenti negli attivi bancari, una ponderazione per il rischio può mettere in crisi molti istituti bancari o assicurativi, soprattutto in paesi con rating basso o elevato debito pubblico. Le difficoltà operative sarebbero poi elevate, soprattutto rispetto al tipo di ponderazione da utilizzare, a quali valori di mercato, con che spread e a quali elementi potrebbero influenzare la valutazione, oltre al relativo aumento dei costi per le banche e ai requisiti patrimoniali maggiori che le banche dovrebbero mantenere alla luce di Basilea 3, e alle specifiche classificazioni e coperture che saranno richieste anche in relazione ad un mutamento dei principi contabili internazionali, come il passaggio dallo IAS39 all'IFRS9. Nel prossimo capitolo si analizzeranno nel dettaglio i vari cambiamenti normativi in atto e quali conseguenze potrebbero avere per il nostro sistema bancario.



### 3. L'EVOLUZIONE DEL QUADRO NORMATIVO IN TEMA DI BANCHE

In questo terzo capitolo andremo ad analizzare quali sono stati i cambiamenti normativi più rilevanti degli ultimi anni in tema di intermediari finanziari, per capire verso quali orizzonti abbia voluto muoversi il legislatore europeo, in relazione al rapporto banca-cliente, soprattutto per evitare i fatti avvenuti durante la crisi del 2008 causata dai mutui sub-prime e dai derivati finanziari “tossici”, sia per quanto riguarda i rapporti banca-banca e la stabilità dei singoli istituti, riducendo i rischi e garantendo un adeguato assetto patrimoniale. A livello europeo, ci si è mossi per ridurre il rischio di fallimento bancario, imponendo vincoli più stringenti attraverso Basilea 3<sup>52</sup>, decreto emanato dal parlamento Europeo N.575/2013 riguardante appunto la “Regolamentazione dei requisiti di capitale” e poi sancito dalla Direttiva 2013/36/EU del 26 giugno 2013 che appunto conferiva ai singoli Stati il dovere di recepire il precedente decreto mediante la propria normativa nazionale. Il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria e il suo organo direttivo, il Gruppo dei Governatori e dei Capi della Vigilanza, hanno elaborato un programma di riforme che si richiama agli insegnamenti tratti dalla crisi e al mandato di riforma del settore bancario conferito dal G20 in occasione del vertice di Pittsburgh. Questo rapporto, che il comitato presentò al G20, illustrava i principali elementi del piano di riforme e i futuri programmi di lavoro finalizzati al rafforzamento delle banche e del sistema bancario mondiale. La profondità e la gravità della crisi sono state amplificate da una serie di debolezze presenti nel settore bancario, come un'eccessiva leva finanziaria, un capitale inadeguato e di bassa qualità e insufficienti riserve di liquidità. La crisi è stata accentuata da un processo pro-ciclico di deleveraging e dalle interconnessioni tra istituzioni finanziarie sistemicamente rilevanti. In risposta, il comitato ha dunque elaborato riforme che mirano a rafforzare la capacità del sistema bancario di assorbire shock derivanti da tensioni finanziarie ed economiche, indipendentemente dalla loro origine, riducendo così il rischio di contagio dal settore finanziario all'economia reale. Le riforme potenziano la regolamentazione micro prudenziale, ossia a livello di singole banche, e contribuiscono in tal modo ad aumentare la resistenza dei singoli istituti bancari in periodi di stress. Le nuove regole hanno anche una dimensione macro prudenziale, in quanto affrontano i rischi sistemici che possono accumularsi nel settore bancario, così come l'amplificazione pro-ciclica di tali rischi nel tempo. Entrambi gli approcci di vigilanza, micro e macro prudenziale, sono chiaramente

---

<sup>52</sup> Regolamento UE n. 575/2013. *Capital Requirements Regulation, c.d. CRR*.

interconnessi, poiché una migliore tenuta a livello di singole banche riduce il rischio di shock di portata sistemica.

### **3.1. I rafforzamenti patrimoniali: Basilea 3**

Gli elementi fondanti del nuovo schema, approvati e annunciati dal Comitato di Basilea e dai Governatori e Capi della vigilanza tra il luglio 2009 e il settembre 2010, sono i seguenti:

- innalzamento della qualità del capitale regolamentare per aumentare la capacità delle banche di assorbire le perdite in un'ottica sia di continuità aziendale (going concern) sia di liquidazione;
- Estensione della copertura dei rischi nello schema patrimoniale, in particolare per le attività di trading, le cartolarizzazioni, le esposizioni a veicoli fuori bilancio e al rischio di controparte connesso a strumenti derivati;
- Fissazione di più elevati requisiti patrimoniali minimi, in particolare mediante l'aumento dal 2% al 4,5% del livello minimo per il capitale di qualità più elevata (common equity) e l'introduzione di un capital conservation buffer del 2,5% inizialmente (poi avrà degli incrementi), che porterà il requisito per il common equity al 7%;
- Introduzione di un indice di leva finanziaria (Leverage ratio) fissato al 3% e armonizzato a livello internazionale, che funge da supporto ai coefficienti patrimoniali ponderati per il rischio, al fine di contenere l'eccessivo accumulo di leva nel sistema;
- Innalzamento degli standard per il processo di controllo prudenziale (secondo pilastro) e l'informativa al pubblico (terzo pilastro), insieme a ulteriori linee guida in materia di prassi di valutazione, prove di stress, gestione del rischio di liquidità, governo societario e retribuzioni;
- Introduzione di due standard globali minimi di liquidità, costituiti dal liquidity coverage ratio focalizzato sul breve periodo e dal net stable funding ratio, indicatore strutturale di più lungo periodo;

- Promozione dell'accantonamento di risorse patrimoniali in eccesso nelle fasi cicliche espansive cui poter attingere nei periodi di tensione, attraverso la costituzione di un capital conservation buffer e di un buffer anticiclico finalizzato a proteggere il settore bancario in periodi di crescita eccessiva del credito.

Il Comitato collabora inoltre con il Financial Stability Board per contenere i rischi connessi alle banche sistemicamente rilevanti. Il 12 settembre 2010 i Governatori e i Capi della vigilanza hanno concordato che le banche di importanza sistemica dovranno avere una capacità di assorbimento delle perdite che vada oltre gli standard minimi previsti dallo schema di Basilea 3. Poiché queste riforme sono destinate a trasformare il quadro regolamentare globale e a promuovere un sistema bancario più robusto, il Comitato ha compiuto un'accurata valutazione dei potenziali effetti di Basilea 3, sia sul settore bancario sia sull'economia nel suo complesso. Tale studio è giunto alla conclusione che il passaggio a requisiti patrimoniali e di liquidità più stringenti dovrebbe avere un impatto modesto sulla crescita economica. Inoltre, i benefici economici di lungo periodo supereranno ampiamente i costi associati agli standard più severi. In prospettiva, il Comitato intende concentrare i propri sforzi sull'applicazione di Basilea 3 e delle connesse prassi di vigilanza ottimali. Sono inoltre in corso lavori nelle seguenti aree:

- Riesame sostanziale del portafoglio di negoziazione;
- Utilizzo e impatto di rating esterni nello schema patrimoniale per la cartolarizzazione;
- Risposte politiche alla problematica delle banche sistemicamente rilevanti;
- Trattamento dei grandi fidi;
- Rafforzamento dei regimi di risoluzione delle banche internazionali;
- Revisione dei Principi fondamentali per un'efficace vigilanza bancaria al fine di recepire gli insegnamenti derivati dalla crisi;

- Applicazione degli standard e più stretta collaborazione tra le autorità di vigilanza bancaria tramite collegi di supervisori.

Per il 2016 i requisiti patrimoniali minimi normativamente richiesti, espressi in percentuale degli attivi ponderati per il rischio (RWA), risultano come di seguito:

- Il capitale primario di classe 1 (Common Equity Tier 1) deve essere almeno pari al 4,5% degli RWA totali;
- Il capitale di classe 1 (Tier 1) deve essere almeno pari al 6% degli RWA totali;
- I fondi propri (somma di Tier 1 e Tier 2) devono essere almeno pari all'8% degli RWA totali.

Inoltre, le banche hanno l'obbligo di detenere una riserva di conservazione del capitale (Capital Conservation Buffer) pari al 2,5%. Pertanto, i coefficienti patrimoniali minimi richiesti, inclusa la riserva di conservazione del capitale, sono pari al 7% per il Common Equity Tier 1, all'8,5% per il Tier 1 (somma tra Minimum Tier 1 e Buffer) e al 10,5% (somma tra Minimum Total Capital e Buffer) per il totale fondi propri. La tabella qui di seguito riassume tutti i requisiti e il loro relativo adeguamento nel tempo:

**Tabella 17 - Evoluzione temporale requisiti di Basilea 3**

Annex 2: Phase-in arrangements (shading indicates transition periods)									
(all dates are as of 1 January)									
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	As of 1 January 2019
Leverage Ratio		Supervisory monitoring	Parallel run 1 Jan 2013 – 1 Jan 2017 Disclosure starts 1 Jan 2015					Migration to Pillar 1	
Minimum Common Equity Capital Ratio			3.5%	4.0%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
Capital Conservation Buffer						0.625%	1.25%	1.875%	2.50%
Minimum common equity plus capital conservation buffer			3.5%	4.0%	4.5%	5.125%	5.75%	6.375%	7.0%
Phase-in of deductions from CET1 (including amounts exceeding the limit for DTAs, MSRs and financials )				20%	40%	60%	80%	100%	100%
Minimum Tier 1 Capital			4.5%	5.5%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
Minimum Total Capital			8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
Minimum Total Capital plus conservation buffer			8.0%	8.0%	8.0%	8.625%	9.125%	9.875%	10.5%
Capital instruments that no longer qualify as non-core Tier 1 capital or Tier 2 capital			Phased out over 10 year horizon beginning 2013						

FONTE: Basel Comitee of Banking Supervision



Ci si sta però muovendo anche verso un nuovo modo di intendere il sistema bancario Europeo: in futuro, grazie all'unione bancaria, nessuno Stato rischierà di fallire per colpa di un crack bancario. Questo rafforzamento strutturale della solidità degli Stati e del sistema bancario dovrebbe portare all'armonizzazione delle condizioni del credito, all'annullamento del "bias" negativo nazionale, alla fine del legame tra banche e singolo Stato e all'annullamento del contagio delle crisi che da nazionali diventano transfrontaliere. L'autorità di vigilanza unica e i nuovi requisiti di capitalizzazione dovranno funzionare come interventi preventivi, messi in atto per prevenire e quindi evitare il fallimento delle banche. Tuttavia, non si può escludere a priori il "tail risk", il rischio di un evento straordinario capace di far saltare tutti gli schemi: per questo, l'Europa sta decidendo come intervenire per sostenere le principali banche in difficoltà oppure per smantellarle. Per prima cosa, il conto finale non sarà più a carico dello Stato e quindi dei contribuenti. Non sono previsti, almeno per ora, interventi a fondo perduto dello Stato. Il primo passo è stato quello del bail-in<sup>53</sup>, dove una quota di perdite viene distribuita presso i creditori privati fino all'8% degli asset della banca in difficoltà (azionisti, sottoscrittori di obbligazioni subordinate, forse detentori di senior bond e di depositi oltre i 100.000 euro). In seconda battuta è previsto l'intervento del fondo di risoluzione a livello nazionale (costituito con versamenti dalle banche) oppure del fondo di risoluzione europeo chiamato SRF (Single resolution fund), anch'esso costituito con i versamenti delle banche. La dote di questo fondo europeo infatti dovrebbe essere costituita con le risorse provenienti dai fondi di risoluzione nazionali: operativo a regime dopo 10 anni di versamenti per un target totale di 55 miliardi di euro. La dimensione del suo intervento caso per caso è stimata attorno al 5% degli asset della banca in difficoltà. Se le risorse dell'SRF non dovessero essere sufficienti, la gestione della crisi bancaria prevede una rete di sicurezza, un "paracadute" come lo ha definito il ministro Saccomanni, un backstop comune europeo finanziato con risorse pubbliche (i soliti contribuenti) oppure con l'ESM, il meccanismo europeo di stabilità.

---

<sup>53</sup> Dlgs. 16 novembre 2015, n. 180.

### **3.2. Il passaggio dallo IAS 39 all'IFRS 9**

Un'altra rilevante modificazione in tema di normativa da applicare alle banche concerne invece la contabilizzazione e la valutazione degli strumenti finanziari, che a partire dal 1 gennaio 2018 seguiranno il disegno del nuovo IFRS 9, anziché seguire quanto prescritto dal vecchio IAS 39, emanato nel dicembre del 1998 dall'International Accounting Standard Board (IASB), e applicato a partire dal 1 gennaio 2001. Questa ennesima modifica regolamentare è nata dalla lezione impartita della crisi finanziaria del 2007-2008: in quegli anni si è capito che i principi contabili IAS avevano una "falla": permettevano alle banche di rilevare le perdite sui crediti troppo in ritardo, cioè solo quando si materializzavano. Il principio contabile IAS 39 ha infatti un metodo di calcolo delle perdite sui crediti di tipo «incurred»: le banche sono cioè obbligate a effettuare accantonamenti quando il credito ha già prodotto un problema e quindi non prima, in un'ottica predittiva. Questo ha contribuito, negli anni più bui della crisi, ad esasperare il tracollo degli istituti di credito, perché i buchi di bilancio sono esplosi improvvisamente e per tutti. Per questo motivo in più occasioni il G20 ha chiesto di studiare un modello contabile che permettesse di prevedere con maggiore anticipo le perdite future sui crediti, quando questi sono ancora in bonis, cioè buoni, performanti e non ancora affetti da crisi che potrebbero renderli irrecuperabili. E qui arriva la seconda grande novità: le perdite su questi crediti "buoni a metà", come già accade su quelli deteriorati, andranno calcolate facendo stime future, basate su vari parametri tra i quali l'andamento prevedibile del Pil, relative all'intera vita del credito. La rivoluzione sarà dunque sostanziale per i bilanci delle banche. Già oggi gli istituti effettuano piccoli accantonamenti sui crediti in bonis, ma lo fanno in base a calcoli statistici su interi portafogli e stimando solo le possibili perdite nell'arco di 12 mesi. Dunque l'impatto sui bilanci dei crediti in bonis è oggi minimo. In futuro, invece, gli accantonamenti andranno fatti sui singoli crediti «buoni a metà» e stimando le probabilità di perdita sulla loro intera vita. Questo produce diverse problematiche perché non sarà facile stimare le performance future di questi crediti, dato che le previsioni andranno fatte su un arco molto lungo di anni, e inoltre, è verosimile che gli accantonamenti su questi crediti saranno maggiori, quindi è ipotizzabile che le banche realizzino nuove perdite nei bilanci. Alla fine di dicembre 2008 sono stati colpiti il mercato finanziario e il sistema finanziario mondiale dalla crisi finanziaria che è iniziata negli Stati Uniti con il fallimento dei mercati finanziari, soprattutto con il fallimento di una delle maggiori banche americane, la Lehman Brothers. Lo IASB (International Accounting Standards Board) congiuntamente con il FASB (Financial Accounting Standards Board) e la Fondazione IFRS hanno deciso di eliminare lo IAS39

sostituendo tali norme con lo sviluppo e la creazione di una serie completa di principi e standard di nuova emanazione. Gli obiettivi principali che le organizzazioni hanno stabilito sono stati:

- Lo sviluppo di una nuova serie di norme meno difficili da applicare in quanto lo IAS 39 era difficile da capire, interpretare e applicare;
- La creazione di criteri comprensibili per la classificazione e la misurazione degli strumenti finanziaria, per consentire ai revisori o agli analisti o ad altri utenti di individuare i modi giusti di contabilizzare flussi di cassa da strumenti finanziari;
- Delineare un miglior criterio di misurazione per mezzo del costo ammortizzato in relazione alle perdite di credito;
- Una modifica sulle metodologie di impairment che le rendesse più verosimili;
- Il miglioramento dell'Hedge Accounting.

Prima dell'avvento della crisi finanziaria del 2008, il principio contabile IAS 39 ha subito molte critiche, soprattutto in relazione al metodo del fair value: i revisori ritenevano che i profitti fossero sovrastimati utilizzando questo metodo. Invece, dopo l'avvento della crisi finanziaria, è accaduto l'esatto contrario: le perdite sono aumentate e si è verificato un aggravamento in relazione all'utilizzo del metodo del fair value. Già nel 2009 lo IASB ha pubblicato la prima bozza di esposizione del nuovo principio contabile IFRS 9 che si è concentrata sul riconoscimento e sulla misurazione degli strumenti finanziari. Dopo la pubblicazione della prima parte, che chiariva e rivedeva la metodologia di classificazione di crediti e debiti commerciali, il consiglio si è concentrato sullo sviluppo di altri due capitoli: metodologie di impairment e hedge accounting, che il consiglio IASB pubblicò negli anni seguenti. In primo luogo, si pensò di ultimare lo IFRS 9 per la fine del 2010 e la sua applicazione fu fissata a partire dal 1 ° gennaio 2013; ma il comitato di regolamentazione contabile con l'accordo con lo IASB e di altre organizzazioni decise di

posticipare la scadenza al 2015 per valutare e fare simulazioni su quello che sarebbe successo applicando tali principi ad un pool di istituti bancari su cui si fece una sorta di beta-test. Nel 2015, il consiglio di amministrazione dello IASB decise poi di rinviare nuovamente la data finale per preparare agenti economici, società, banche, società finanziarie e altre istituzioni ad applicare i nuovi principi contabili. In questo modo, durante una riunione, l'International Accounting Standards Board, con l'accordo della Commissione Europea, della Fondazione IFRS e altri comitati ha annunciato la data di applicazione effettiva e ufficiale, fissando così il 1° gennaio 2018.

La seguente tabella<sup>54</sup>, tabella 7, è una cronologia relativa allo sviluppo dell'IFRS 9:

**Tabella 18 - Cronologia sviluppo IFRS 9**

<b>Classificazione e misurazione degli strumenti finanziari</b>	
Marzo 2009	IASB e FASB pubblicano un report intitolato "Reducing complexity in Reporting Financial instrument allo scopo di evidenziare le criticità della normativa contabile.
Giugno 2009	Lo IASB pubblica un primo paper che analizza la classificazione degli strumenti finanziari da parte dello IAS39 e cerca di apportare una prima semplificazione.
Novembre 2009	Lo IASB pubblica una seconda bozza di classificazione.
Ottobre 2010	Lo IASB include oltre alla classificazione, anche la misurazione delle passività finanziarie.
Giugno 2014	Lo IASB pubblica la versione finale della fase di classificazione e misurazione.
<b>Processo di Impairment</b>	
Novembre 2009	Lo IASB pubblica un prospetto di impairment utilizzando l'approccio dei flussi di cassa agli strumenti finanziari.

<sup>54</sup> WORK PLAN FOR IFRS, 2016. *Financial instruments (replacement of IAS 39)*. [online]. Disponibile su: [www.ifrs.org](http://www.ifrs.org). Section: Projects. [Data ultima cons. 17-07-2017].

Gennaio 2011	Lo IASB e il FASB pubblicano un secondo prospetto relativo all'impairment utilizzando il metodo del costo ammortizzato.
Marzo 2013	Lo IASB approfondisce il processo di impairment e propone un documento con il modello della perdita attesa di credito.
Luglio 2014	Lo IASB pubblica la versione finale della seconda fase del principio.
<b>Hedge Accounting</b>	
Marzo 2008	Lo IASB condivide un documento dove discute della possibilità di semplificazione della copertura dei rischi.
Dicembre 2010	Lo IASB produce un modello da applicare per il risk management degli strumenti finanziari.
Settembre 2011	Lo IASB rivede la precedente proposta e la completa entro novembre 2013.
Luglio 2014	Lo IASB pubblica la versione finale della parte relativa all'hedge accounting.

FONTE: IFRS.org

### 3.2.1. Differenze nella classificazione degli strumenti finanziari tra IAS 39 e IFRS 9

Lo IAS 39 “Financial instrument: classification and measurement” è un principio contabile caratterizzato da un insieme di diverse categorie di classificazione degli strumenti finanziari, nato per fare ordine nella loro classificazione e dare una valutazione plausibile del loro valore. Queste metodologie di classificazione e stima sono state una delle principali questioni discusse tra i revisori, le istituzioni e le banche perché avere molte categorie significa avere di conseguenza maggiori difficoltà a scegliere quella corretta. Con l'introduzione della prima bozza dell'IFRS 9 relativa alla classificazione e alla misurazione di attività e passività finanziarie, lo IASB ha deciso di eliminare definitivamente il principio contabile IAS 39 introducendo nuove regole e requisiti contabili necessari per una migliore classificazione e una misurazione lineare delle attività e passività finanziarie<sup>55</sup>. La bozza di

<sup>55</sup> BALLARIN FRANCESCO, 2016. *Transizione al nuovo IFRS 9: effetti ed esempi pratici*. Principi contabili internazionali – Amministrazione e Finanza. Ottobre. [online].

esposizione e la versione finale dell'IFRS 9 è integrata con le norme adottate nei principi contabili IAS 32, IAS 37 e IFRS 7, e lo IASB ha deciso di eliminare le categorie di classificazione adottate dallo IAS 39 mediante la creazione di un piccolo gruppo di categorie finanziarie. Questa decisione è tradotta nel passaggio da quattro categorie di classificazione a tre categorie di classificazione. In primo luogo, prima di condurre la classificazione degli strumenti finanziari e per semplificarne la misurazione, lo IASB ha stabilito due requisiti significativi necessari per classificare le attività finanziarie:

1. Il modello di business dell'impresa per la gestione delle attività finanziarie come gli strumenti finanziari detenuti sino alla scadenza o disponibili per la vendita;
2. I flussi di cassa che caratterizzano le attività finanziarie.

Come indicato nell'IFRS 9 “Strumenti Finanziari” (versione definitiva del luglio 2014),

*“[...] A business model refers to how an entity manages its financial assets in order to generate cash flows by collecting contractual cash flows, selling financial assets or both.”<sup>56</sup>.*

Queste azioni sono legate alla valutazione effettuata dalle banche o da altre società sullo scenario futuro che li permette di raccogliere flussi di cassa o per vendere strumenti finanziari. Il primo requisito, relativo al modello di business aziendale, invece, è stato influenzato da critiche a causa della difficoltà nell'identificazione del modello di business specifico delle banche o delle aziende oggetto di analisi. Nel precedente principio IAS 39, la classificazione degli strumenti finanziari era suddivisa in quattro categorie principali: gli strumenti finanziari detenuti per la vendita (HFT o held for trading), gli strumenti finanziari detenuti sino alla scadenza (HTM o held to maturity), prestiti e crediti (L&R) e strumenti finanziari disponibili per la vendita (AFS o available for sale). La classificazione è necessaria per determinare come le attività finanziarie siano incorporate in bilancio, e lo

---

<sup>56</sup> INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD (IASB), *IFRS 9 Financial Instruments – Project summary*. July 2014, pag. 8-10. [Data ultima cons. 19-07-2017].

IASB ha deciso di semplificare la classificazione nell'IFRS 9 definendo due principali categorie di misura necessarie per il calcolo degli strumenti finanziari<sup>57</sup>:

- Strumenti finanziari valutati al *fair value*: in questa categoria è considerato un set di attività e passività finanziarie utilizzate per la negoziazione che non garantiscono flussi di cassa stabili e che di conseguenza le banche non mantengono fino alla loro scadenza. I risultati della misurazione di questi strumenti finanziari sono quindi imputabili a Stato Patrimoniale, nel patrimonio netto.
- Strumenti finanziari valutati al *costo ammortizzato*: in questa categoria invece, lo IASB considera le attività finanziarie e le passività finanziarie che garantiscono un flusso di cassa in un periodo di tempo ben definito come, ad esempio, prestiti e crediti che le banche vogliono mantenere fino al loro scadenza;

Dopo aver individuato queste due categorie, le attività finanziarie sono misurate con i tre seguenti metodi di valutazione rispetto alle categorie precedentemente menzionate (costo ammortizzato e fair value):

- Costo ammortizzato<sup>58</sup> (Held to Collect): in questa categoria di misurazione vi sono attività finanziarie che sono lineari al modello di business della società e sono raccolgono flussi di cassa “contrattuali” cioè già previsti perché appartenenti a prestiti erogati per esempio. Quindi, queste attività sono utilizzate per realizzare flussi di cassa raccogliendo i pagamenti dalla clientela. Per determinare i flussi di cassa, le banche devono analizzare la frequenza e la quantità dei flussi, anche in relazione ai rischi relativi al cliente, per definire le aspettative sui flussi di cassa futuri.

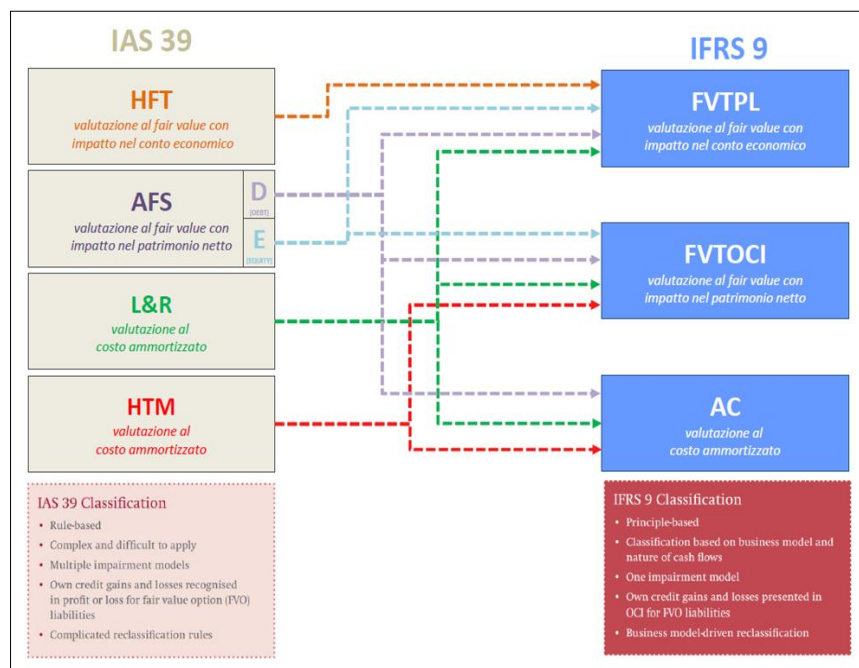
---

<sup>57</sup> EY, *Applying IFRS: Classification of financial instruments under IFRS 9*, May 2015, Paragraph 3.1. [Data ultima cons. 19-07-2017].

<sup>58</sup> EY, *Applying IFRS: Classification of financial instruments under IFRS 9*, May 2015, Paragraph 3.1. [Data ultima cons. 19-07-2017].

- Fair Value tra gli altri ricavi complessivi<sup>59</sup> (Held to Collect and Sell): in questa le attività finanziarie vengono utilizzate dalle banche per la raccolta dei flussi di cassa o per la loro vendita in una migliore situazione futura. Come indicato nell'IFRS 9, tali attività finanziarie sono "detenute" all'interno del modello di business della banca e sono tenuti a raccogliere i flussi di cassa contrattuali e per la vendita di attività finanziarie.
- Fair Value attraverso il risultato economico<sup>60</sup> (Held for Trading): le attività finanziarie sono classificate qui se non appartengono alle categorie precedenti (strumenti di debito, derivati o equity). L'IFRS 9 definisce tali attività finanziarie come strumenti finanziari detenuti per la negoziazione.

**Tabella 19 - Dalle vecchie alle nuove categorie: l'IFRS9**



FONTE: KPMG

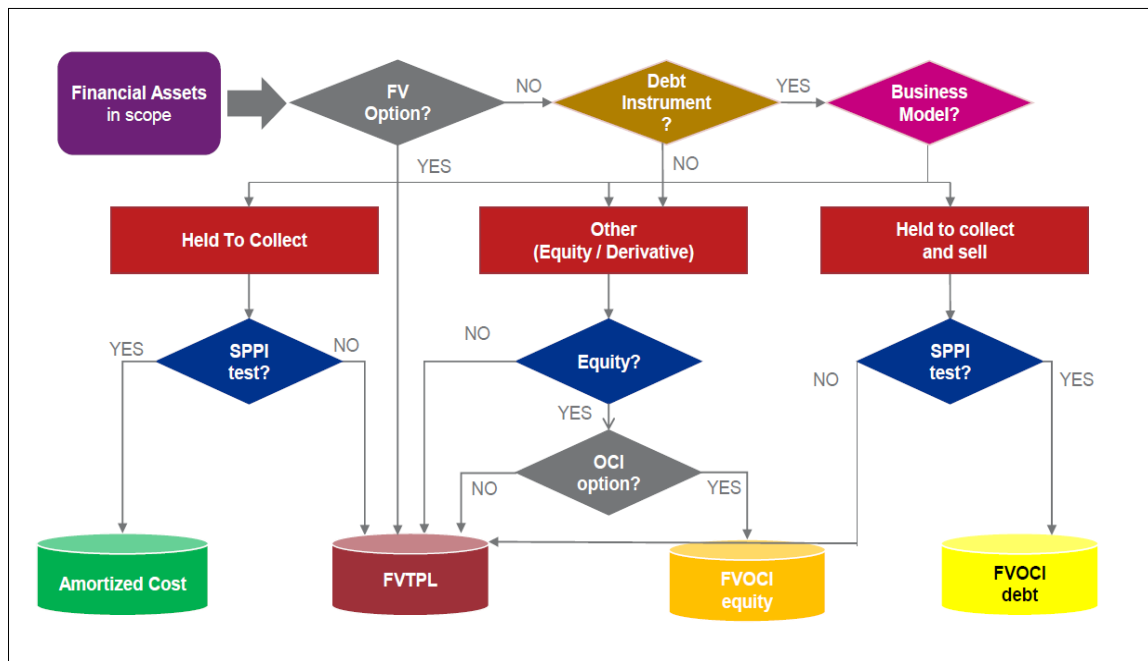
<sup>59</sup> EY, *Applying IFRS: Classification of financial instruments under IFRS 9*, May 2015, Paragraph 3.2. [Data ultima cons. 15-06-2017].

<sup>60</sup> EY, *Applying IFRS: Classification of financial instruments under IFRS 9*. [online]. May 2015, Paragraph 3.3. [Data ultima cons. 15-06-2017].



La classificazione degli strumenti finanziari nelle suddette categorie è legata alle caratteristiche degli strumenti finanziari e il modello di business che un'azienda decide di seguire. Per classificare un'attività finanziaria, banche o istituti finanziari devono analizzare perché lo strumento finanziario sia nel loro bilancio e se ha avuto un trend positivo o negativo. Da questa analisi, le banche decidono se è possibile classificarle per mantenerlo fino alla loro maturità o per venderla prima. Se un'attività finanziaria ha avuto un trend negativo nel loro bilancio, le banche preferiscono venderla per non avere un impatto negativo continuo nei flussi di cassa futuri o nello Stato Patrimoniale. I flussi di cassa possibili derivano dal pagamento degli interessi o del rimborso del capitale finanziario e gli strumenti finanziari sono pertanto misurati a costo ammortizzato. Invece, è possibile che i flussi di cassa possano derivare da altri componenti che non sono automaticamente le attività finanziarie valutate al costo ammortizzato ma al fair value. Nella seguente tabella estratta da una rielaborazione di KPMG dal riepilogo del progetto di "IFRS 9: Financial Instruments", l'International Accounting Standards Board riepiloga il processo necessario per determinare la classificazione e la valutazione delle attività finanziarie: questo processo è meno complesso di quello individuato nello IAS 39.

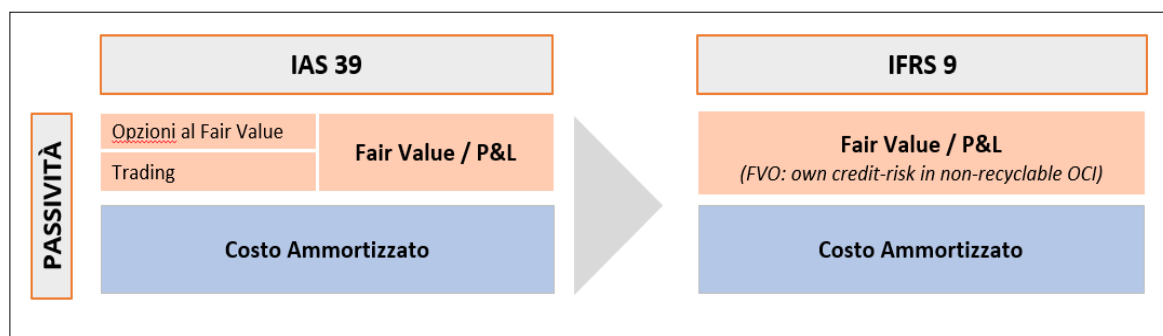
**Tabella 20 – Albero di classificazione degli strumenti finanziari secondo il nuovo IFRS 9**



FONTE: KPMG

La classificazione degli strumenti finanziari nelle suddette categorie è legata alle caratteristiche degli strumenti finanziari stessi e al modello di business che un intermediario o il suo management decide di seguire. Per classificare un'attività finanziaria, banche o istituti finanziari devono analizzare perché lo strumento finanziario sia nel loro bilancio e se ha avuto un trend positivo o negativo. Da questa analisi, le banche decidono se è possibile classificarlo per mantenerlo fino a scadenza o per venderlo prima. Se un'attività finanziaria ha avuto un trend negativo, le banche preferiranno allora venderlo per non avere un impatto negativo continuo nei flussi di cassa futuri o nello stato patrimoniale. I flussi di cassa futuri derivano dal pagamento degli interessi o del rimborso del capitale finanziario e gli strumenti finanziari sono pertanto misurati a costo ammortizzato. Invece, è possibile che i flussi di cassa possano derivare da altri componenti, e quindi non sono più automaticamente attività finanziarie valutate al costo ammortizzato ma al fair value. Infine, per quel che riguarda la classificazione delle passività finanziarie, bisogna ricordare che è diversa da quella delle attività finanziarie e non segue lo stesso processo. Le passività finanziarie dell'IFRS9 sono misurate con lo stesso metodo presentato nel vecchio IAS39, ossia le banche le misurano o con il costo ammortizzato, oppure mediante il fair value through profit and losses (FVTPL), salvo nel caso siano derivati o collaterali che vengono invece misurati al semplice fair value. Le passività finanziarie valutate al FVTPL sono detenute per la negoziazione e le loro variazioni sono rilevate nello stato patrimoniale. Invece le passività finanziarie che sono misurate al costo ammortizzato non sono detenute per la negoziazione come FVTPL e sono misurate attraverso il metodo dell'interesse effettivo. Dopo aver poi classificato e misurato gli strumenti finanziari, banche e altri soggetti continuano a valutarli al fair value o al costo ammortizzato espresso dall'IFRS 9, continuando con il metodo individuato nella classificazione iniziale senza possibilità di cambiarlo, salvo alcuni rari casi poco frequenti. Di seguito una tabella riassuntiva delle metodologie impiegate per le passività finanziarie:

**Tabella 21 - Differenze di trattamento delle passività finanziarie tra IAS 39 e IFRS 9**



FONTE: Elaborazione personale

### 3.2.2. Nuovo metodo di impairment richiesto dall'IFRS 9

L'IFRS 9 stabilisce un nuovo modello di rilevazione e valutazione delle svalutazioni di crediti e dei crediti valutati al costo ammortizzato o FVOCI, il cosiddetto modello di "expected credit loss" o "perdita di credito atteso". Questo è l'unico modello di svalutazione applicato nell'IFRS 9 perché tutte le altre attività sono classificate e valutate a FVTPL, o qualificate con il FVOCI. Le perdite attese su un credito sono così calcolate:

- Individuando scenari in cui un prestito o un credito non risulti onorato o cambi il suo valore;
- Stimando la mancanza di liquidità che si sarebbe avuta in ciascun scenario in caso di default;
- Moltiplicando tale perdita per la probabilità del verificarsi del default; e
- Riassumendo i risultati di tutti questi possibili eventi di default. Poiché ogni prestito o credito ha almeno una certa probabilità di inadempimento in futuro, ciascuno di essi ha quindi una perdita di valore attesa a partire dal momento della sua origine o acquisizione.

Di seguito si riportano le due formule utilizzate per calcolare la perdita attesa sia nel medio periodo (12 mesi) sia per l'intera vita dello strumento o del portafoglio:

$$ECL_{12mesi} = (PD_{12mesi}) \times LGD \times EAD$$

$$ECL_{Lifetime} = \sum_{t=1}^T PD_t \times LGD_t \times EAD_t$$

**PD12-months:** probability of default tra la data di acquisizione e i successivi 12 mesi.

**PD t:** probability of default tra il tempo t e t-1.

**LGD t:** loss given default in period t.

**EAD t:** exposure at default in period t.

Facciamo ora un esempio di ciò che avviene con il nuovo processo di impairment promosso dall'IFRS 9, in cui considerando vari rischi di natura commerciale, di controparte ecc. ci sia una discrepanza tra tasso di interesse base (che considera solamente il tempo di adempimento) e il tasso di interesse specifico del credito che incorpora diversi fattori di rischio. Assumiamo<sup>61</sup> un prestito di 100.000 € per due anni, ad un tasso del 5% composto ogni anno, con interessi e capitale dovuti solo alla scadenza. Il flusso di cassa totale da ricevere è quindi pari a 110.250 €. Secondo il vecchio IAS 39, i proventi da interessi (ossia i contractual cash flows considerati dal nuovo IFRS9) sarebbero riconosciuti al tasso di interesse costante del prestito, vale a dire il 5%, 5.000 € del primo anno e 5.250 € nell'anno successivo. Secondo lo IASB, tuttavia, il reddito da interessi sarebbe stato riconosciuto ad un tasso che escludeva il premio che il prestatore richiede per il rischio che il prestito vada in default e non venga più onorato; supponiamo dunque che il tasso reale di interesse, ovvero quello base fosse più basso, per esempio un 3%. Sotto questa ipotesi solo 6.090 € di reddito di interessi sarebbe stato riconosciuto durante il periodo del prestito, 3.000 € nell'anno uno (100.000 € x 3%) e 3.090 € nell'anno due (103.000 € x 3%). La differenza di 4.160 € è un'indennità di svalutazione crediti. Al momento del riconoscimento iniziale, il valore del prestito in entrambi i modelli è lo stesso ma la sua composizione è molto diversa, come mostrato nella tabella seguente:

---

<sup>61</sup> ANON, 2016. *IFRS 9, Financial Instruments. Understanding the basics*. [online].

**Tabella 22 - Esempio differenze tra IAS 39 e IFRS 9**

<b>Cash Flow:</b>	<b>Approccio IAS 39</b>	<b>Approccio IFRS 9</b>
Flusso di cassa totale	110.250	110.250
Interessi maturati	(10.250)	(6.090)
Svalutazione dovuta all'impairment	0	(4.160)
<b>Valore del prestito</b>	<b>100.000</b>	<b>100.000</b>

FONTE: www.pwc.com

Sotto questa ipotesi, le perdite di credito attese sono utilizzate come base per calcolare l'indennità di riduzione di valore e gli interessi regolati dal rischio. Dopo l'iscrizione iniziale, l'indennità di riduzione di valore viene adeguata, in aumento o in diminuzione, in quanto le probabilità di riscossione cambiano comunque nel tempo. Se il prestito risulta essere pienamente recuperabile, le perdite attese alla fine cadrebbero a zero, poiché la probabilità di non pagare sarebbero rilevate a conto economico. Se il prestito ha un rischio di default che cresce, la probabilità che un default si verifichi e quindi le perdite attese di credito aumenteranno. Se si verifica un default e il mutuante soffre di una mancanza di liquidità, le perdite di credito previste saranno uguali a quell'ammontare, che nel nostro caso è 4.160 €.

### **3.2.3. Possibili conseguenze del nuovo metodo di impairment dell'IFRS 9**

A questo punto è importante capire quale impatto possa avere questo nuovo quadro normativo contabile a livello di bilancio, e cosa concretamente cambi per gli intermediari che dovranno fronteggiarlo, sia in termini di complessità e difficoltà pratiche di attuazione, ma anche a livello organizzativo e quantitativo della parte analitica di questi istituti. Secondo un recente studio condotto dall'EBA<sup>62</sup>, l'Autorità Bancaria Europea preposta allo studio e alla sorveglianza del mercato bancario europeo, su un campione di 58 banche dell'area euro di differenti dimensioni, l'impatto del nuovo standard contabile sarà principalmente guidato non tanto dalla nuova serie di categorie in cui classificare gli asset finanziari, bensì dal processo di impairment che essi dovranno subire e ai nuovi accantonamenti prudenziali che dovranno essere fatti per far fronte al nuovo modello di stima dei rischi. L'EBA per prima cosa segnala una certa preoccupazione che alcune banche siano in una fase iniziale di attuazione dell'IFRS 9 ancora troppo embrionale. Inoltre, le

<sup>62</sup> EBA, 2016. *On results from the EBA impact assessment of IFRS 9*. 10 novembre.

banche più piccole del campione sono in ritardo nella loro preparazione rispetto alle banche più grandi per una parte evidentemente significativa (almeno 14 su 18 del campione analizzato). Per quanto riguarda la classificazione e la misurazione alla data dell'analisi, 29 banche erano in una fase di progettazione ancora embrionale, 21 banche erano in fase di progettazione avanzata e 8 banche in fase di adattamento. Per quanto riguarda invece il processo di impairment, la situazione era all'incirca la stessa per quanto riguarda la divisione in categorie, con 27 banche che erano in una fase di progettazione embrionale, 19 banche erano in una fase di progettazione avanzata e 12 banche in fase di costruzione. Ciò potrebbe essere dovuto al fatto che l'impatto dell'applicazione del progetto del nuovo IFRS 9 è generalmente più piccola di quella delle banche più grandi, ma è evidente anche che questo potrebbe essere difficile per alcune banche minori che potrebbero avere meno risorse disponibili da investire nell'attuazione IFRS 9. È importante che le banche (grandi e piccole) non sottovalutino il lavoro da svolgere nell'attuazione dell'IFRS 9 e, ad esempio, occorre costruire o acquisire banche dati, sviluppare o acquisire stime di possibili scenari futuri, e il management deve poi testare e analizzare tutto il processo. Di conseguenza, il timing sarà essenziale per una corretta e proficua attuazione dell'IFRS9. La disponibilità dei dati e la disponibilità di risorse sono due delle principali problematiche e sfide dell'applicazione della svalutazione di IFRS 9. Le banche sono state invitate a fornire informazioni sul grado e sulla natura del coinvolgimento delle principali parti interessate nell'attuazione dell'IFRS 9, vale a dire: il consiglio di amministrazione, il comitato di revisione, la direzione superiore e i revisori esterni, e spiegare quali servizi sono coinvolti nell'attuazione dell'IFRS 9 e come interagiscono. I senior manager sono sicuramente i più attivi nell'attuazione dell'IFRS 9, seguita dai revisori esterni e dai vari. Tuttavia, il coinvolgimento del consiglio di amministrazione e del comitato di audit è più limitato o, in alcuni casi, non sono stati menzionati nella risposta (che può segnalare che non sono coinvolti o sono coinvolti in modo molto limitato). Pochissime banche hanno segnalato un livello stretto di impegno con tutte e quattro le parti interessate. Per quanto riguarda la questione delle categorie del nuovo standard contabile, secondo l'IFRS 9, la base di valutazione delle attività finanziarie - e, di conseguenza, la struttura del bilancio, è probabile che rimanga sostanzialmente la stessa. Il costo ammortizzato, nella maggior parte dei casi, sarà la categoria più rilevante (nonostante le variazioni degli accantonamenti dovuti ai requisiti dell'IFRS 9 riguardo agli impairment). Tuttavia, in casi limitati, le attività finanziarie potrebbero essere riclassificate principalmente dal costo ammortizzato o al FVOCI secondo lo IAS 39, al FVTPL in conformità all'IFRS 9. Oltre a ciò, nell'ambito

dell'IFRS 9, la base di valutazione delle passività finanziarie è probabile che rimanga simile a quella prevista dallo IAS 39 (cioè al costo ammortizzato), mentre è importante notare che molte banche, come precedentemente spiegato, non hanno ancora finalizzato la loro valutazione di classificazione e valutazione dell'IFRS 9, pertanto l'impatto che attualmente si può vedere potrebbe poi essere significativamente diverso da quello finale che si avrà a partire dal 1 gennaio 2018, senza contare che il tutto dipenderà anche dai test che verranno eseguiti sugli strumenti finanziari, ovvero il "business model test" che considera "l'etichetta" che è stata data allo strumento e che lo classifica come asset da mantenere o da mantenere temporaneamente e poi vendere, e infine anche dal nuovo SPPI test (Sole Payments of Principal and Interest). L'utilizzo di una timeline sulla vita attesa degli asset e degli strumenti finanziari, in presenza del nuovo metodo di valutazione ECL (Expected Credit Loss) per il calcolo delle perdite quando si presenta un aumento del rischio di credito, è la principale fonte di variazione dell'ammontare delle riserve (accantonamenti) derivanti dall'adozione dell'IFRS 9. Inoltre, la necessità di riconoscere accantonamenti per un gran numero di asset ha evidenziato, come era ovvio aspettarsi, un accantonamento a fronte di una più ampia gamma di attività rispetto allo IAS 39, come un motivo importante per l'assegnazione di perdite, e (si dovrà poi anche calcolare l'ammontare delle esposizioni fuori bilancio dell'IFRS 9). Secondo l'EBA poi, nel valutare l'impatto dell'IFRS 9, le istituzioni dovrebbero sforzarsi al massimo per utilizzare il maggior numero di informazioni disponibili, volte a stimare le ECL al momento del completamento del passaggio al nuovo standard. Le banche hanno infatti fatto numerose ipotesi e semplificazioni nel fornire stime quantitative, che principalmente sono state:

- Fare un uso unificato di informazioni nel fornire stime (ad esempio, l'utilizzo di uno scenario macroeconomico unico), stimando l'impatto su un campione del portafoglio ed estrapolando i risultati a tutta la popolazione delle esposizioni;
- Fare ipotesi conservative con scenari avversi (ad esempio, ipotizzare un aumento delle riserve in assenza di informazioni dettagliate disponibili) e utilizzando le proxy quando le stime puntuali per il PD (Probability of Default), EAD (Exposure at Default) e LGD (Loss Given Default) non sono disponibili.

Detto questo, alcune delle ipotesi e delle semplificazioni utilizzate da alcuni istituti monitorati influenzerebbero l'esattezza dell'impatto dell'IFRS 9, alcuni altri hanno invece utilizzato una copertura come compensazione, mentre altri non lo hanno fatto. Le disposizioni relative all'IAS 39 derivano principalmente da crediti e anticipazioni, con le controparti principali che sono le famiglie e le società non finanziarie. Nell'ambito dell'IFRS 9, l'aumento stimato di accantonamenti per esposizioni a bilancio e fuori bilancio rispetto agli attuali livelli di accantonamenti a norma dello IAS 39 è in media tra il 18% e il 30% più alto per l'86 % del campione di istituti bancari intervistati<sup>63</sup>. In termini di stima dell'impatto quantitativo dei requisiti di impairment dell'IFRS 9, il tasso CET1 (che ricordiamo è il rapporto tra capitale versato e attività ponderate per il rischio) è stimato a diminuire fino allo 0,75% per l'85% degli intervistati. Le banche più piccole hanno stimato un aumento delle riserve fino al 30% e pertanto gli aumenti stimati di accantonamenti superiori a tale percentuale sono effettuati da alcune banche più grandi del campione. Di seguito si riporta una tabella con i risultati dell'analisi in percentuali:

---

<sup>63</sup> EBA, 2016. *On results from the EBA impact assessment of IFRS 9*. Report. 10 November. pag.31.



**Tabella 23 - Tabella riassuntiva sulle stime dei possibili impatti dell'adozione dell'IFRS 9**

Estimated increase of provisions IFRS 9			
<i>in %</i>			
Median <sup>1</sup>	20%		
<b>Average</b>			
Mid of estimated range <sup>2</sup>	18%		
<b>Weighted Average<sup>3</sup></b>			
Conservative estimation in range <sup>4</sup>	26%		
Mid of estimated range	21%		
75 <sup>th</sup> percentile <sup>1</sup>	30%		
% of respondents below or at the data point of the 75 <sup>th</sup> percentile	86%		
Estimated impact on CET1 ratio IFRS 9			
<i>In bps</i>	<b>Total impact of IFRS 9</b>	<b>Classification and measurement</b>	<b>Impairment</b>
Median	-50	-25	-50
<b>Average</b>			
Mid of estimated range	-59		
<b>Weighted Average</b>			
Conservative estimation in range	-55		
Mid of estimated range	-42		
75 <sup>th</sup> percentile	-75	-25	-75
% of respondents below or at the data point of the 75 <sup>th</sup> percentile	79%	88%	85%
Estimated impact on total capital ratio IFRS 9			
<i>In bps</i>	<b>Total impact of IFRS 9</b>	<b>Classification and measurement</b>	<b>Impairment</b>
Median	-25	-25	-25
<b>Average</b>			
Mid of estimated range	-45		
<b>Weighted Average</b>			
Conservative estimation in range	-43		
Mid of estimated range	-30		
75 <sup>th</sup> percentile	-75	-25	-50
% of respondents below or at the data point of the 75 <sup>th</sup> percentile	79%	88%	75%
<sup>1</sup> The median and the 75 <sup>th</sup> percentile refer to the upper limit of a range selected from the survey. <sup>2</sup> Mid of estimated range is the value between the lowest and highest values within a bank's estimated range of impact. <sup>3</sup> Weighted average is calculated on the basis of the % of the total assets under IAS 39 of each bank to the sample. <sup>4</sup> Conservative estimation is the highest value within a bank's estimated range of impact.			

FONTE: EBA

### 3.3. Il report Balz e la dismissione della ponderazione “risk-free”

Oltre alle recenti evoluzioni in tema di patrimonio di vigilanza degli intermediari finanziari, di assicurazione dei depositi e di normativa contabile, è stato recentemente varato dal parlamento europeo un disegno di legge promosso dell'europarlamentare democratico tedesco Burkhard Balz, relativo alla ponderazione per il rischio dei bond pubblici in base al rating del paese da cui sono stati emessi. Questo report, chiamato appunto “Report Balz<sup>64</sup>” afferma, al paragrafo 24:

<sup>64</sup> EUROPEAN PARLIAMENT, ordinary sitting of 9.12.2015. *Report on stocktaking and challenges of the EU Financial Services Regulation: impact and the way forward towards a more efficient and effective EU framework for Financial Regulation and a Capital Markets Union Committee (2015/2106(INI)).*

*“Il parlamento Europeo prende atto dei risultati ottenuti nella creazione di un'unione bancaria e sottolinea il suo ruolo cruciale nell'affrontare le interdipendenze tra rischio sovrano e rischio bancario e nel ridurre i rischi sistemici attraverso un'azione congiunta; prende atto del progressivo completamento dell'unione bancaria; sottolinea la necessità di una piena e tempestiva attuazione della legislazione esistente; prende atto delle discussioni su un sistema europeo di garanzia dei depositi (EDIS), in merito al quale il Parlamento si esprimerà in qualità di colegislatore; sottolinea l'obiettivo di evitare l'azzardo morale, assicurando che il principio di responsabilità rimanga il filo conduttore; critica la scarsa sensibilità al rischio nel calcolo dei contributi per l'SRF (Single Resolution Fund); riconosce gli sforzi finalizzati a concludere il regolamento sulla riforma strutturale del settore bancario;<sup>65</sup>”*

Pare quindi evidente come nel Parlamento Europeo sia già in atto un disegno di riformulazione e ponderazione degli asset pubblici presenti negli attivi degli stati patrimoniali bancari, e che sta spingendo il sistema bancario italiano verso un nuovo possibile scenario che vede una completa riformulazione di alcune poste presenti in bilancio. Il fine di questo disegno - che potrebbe compiersi tra il 2017 e il 2019 – sarebbe dunque quello di “ri-equilibrare” i valori assegnati agli asset pubblici in base al rating di ciascuno stato Europeo, promuovendo, da un lato, una maggiore equità in termini di fair value e rischio, ma dall'altra dimenticandosi che l'Europa nasce non da valori prettamente monetari ma da un ideale di pace e serenità, serenità che è difficile mantenere se si pensa anche solo per un attimo a quale impatto potrebbe avere una correzione a tavolino dei valori di certi asset su scala nazionale. La Bce e i regolatori internazionali stanno dunque analizzando più da vicino il settore del credito, dimenticandosi totalmente del rischio che rappresenta la finanza speculativa e i tanti prodotti difficilmente quantificabili, come i derivati, di cui sono piene le banche sia italiane che estere, che in questi anni hanno cercato rendimenti più elevati grazie all'acquisto in massa di titoli di stato domestici per via dei bassi tassi di interesse adottati dalla Banca Centrale Europea. Nel caso questo disegno di legge venisse approvato, nei prossimi anni diverse banche italiane non supererebbero gli stress test Bce e sarebbero costrette a ricapitalizzazioni e salvataggi di stato insostenibili,

---

<sup>65</sup> BURKHARD BALZ, 2016. *On stocktaking and challenges of the EU Financial Services Regulation: impact and the way forward towards a more efficient and effective EU framework for Financial Regulation and a capital Markets Union (2015/2106(INI))*. EUROPEAN PARLIAMENT, ordinary sitting. Committee on Economic and Monetary Affairs. [online]. 9.12.2015, par. 24.

oltre al fatto che, dall'entrata in vigore del "Single Supervisory Mechanism" o SSM, la Bce analizzerà più nel dettaglio le consistenze patrimoniali bancarie e tramite questo comitato interno alla Bce, che ha il compito di ispezionare le banche europee per stilare una lista degli istituti di credito più solidi e di quelli più a rischio, e si occuperà degli istituti che potranno essere salvati e di quelli che invece saranno obbligati a pagare ad ogni costo. Bisogna però sottolineare come questa valutazione dei maggiori istituti di credito europei non coinvolga anche gli "asset di livello 3", ovvero i titoli così detti "opachi": i titoli derivati. Questi titoli, il cui valore deriva dall'andamento del valore di un'altra attività, ovvero dal verificarsi nel futuro di un evento osservabile oggettivamente, sono dei veri e propri contratti il cui valore dipende da dei sottostanti che hanno una vita propria e un andamento a sé stante. Di questi titoli, infatti, non si sa l'esatto valore, perché le banche li valutano autonomamente secondo quanto stabilito dallo IAS 32, confrontando il valore contabile con quello recuperabile dalla vendita in un mercato attivo, e quest'ultimo incide in maniera significativa sul patrimonio degli istituti di credito del Nord Europa. Tutto questo però, non va quindi a colpire i così detti "Titoli Tossici" che nella Grande Recessione del 2007-2008 fecero registrare colossali perdite e svalutazioni in bilancio ad aziende ed istituti di credito, quelli che causano problemi di rischio sistemico all'economia internazionale: non verranno nemmeno presi in considerazione nel corso di questi controlli da parte dell'autorità di vigilanza semplicemente perché sono esonerati dalla normativa di riferimento. Il loro ammontare, in realtà è enorme: secondo uno studio dell'ufficio della CGIA di Mestre<sup>66</sup>, che ha analizzato gli ultimi dati forniti dall'Autorità Bancaria Europea (EBA) relativi a marzo del 2016, evidenzia che le banche Finlandesi, del Regno Unito e della Germania detengono più del 20% del loro attivo in derivati, per un controvalore di circa 813 miliardi di euro; in Italia questa quota è di appena il 5,3% con controvalore di appena 123 miliardi, ovvero meno della metà rispetto alla media dell'Unione Europea (12,9%).

---

<sup>66</sup> CGA DI MESTRE: Elaborazione Ufficio Studi CGIA su dati Autorità Bancaria Europea (EBA) – 9 luglio 2016. [online]. Disponibile su: [http://www.cgiamestre.com/wp-content/uploads/2016/07/Derivati-e-banche\\_bozza.pdf](http://www.cgiamestre.com/wp-content/uploads/2016/07/Derivati-e-banche_bozza.pdf).

**Tabella 24 - Banche in Europa: incidenza dei derivati sul totale attivo (dati %)**

Rank per inc. % (mar-16)	Paesi UE	mar-15	mar-16	Punti % di var. mar 16-mar 15
1	Finlandia	26,5%	20,7%	-5,8%
2	Regno Unito	22,1%	20,4%	-1,6%
3	Germania	23,5%	20,0%	-3,4%
4	Francia	16,1%	13,9%	-2,1%
5	Svezia	12,2%	8,9%	-3,3%
6	Danimarca	11,0%	7,7%	-3,3%
7	Belgio	9,3%	7,6%	-1,7%
8	Paesi Bassi	8,2%	6,6%	-1,6%
9	Irlanda	6,7%	5,8%	-0,9%
10	Spagna	6,3%	5,3%	-0,9%
11	Italia	7,0%	5,3%	-1,7%
12	Austria	4,7%	3,7%	-1,1%
13	Repubblica Ceca	3,9%	3,1%	-0,8%
14	Grecia	3,3%	2,5%	-0,8%
15	Lussemburgo	1,3%	1,9%	0,6%
16	Ungheria	2,4%	1,8%	-0,6%
17	Portogallo	1,7%	1,5%	-0,3%
18	Polonia	2,4%	1,4%	-0,9%
19	Croazia	1,1%	0,8%	-0,3%
20	Lituania	0,9%	0,7%	-0,2%
21	Lettonia	0,9%	0,7%	-0,2%
22	Slovacchia (**)	0,7%	0,6%	-0,1%
23	Estonia	n.d.	0,4%	n.d.
24	Slovenia	n.d.	0,3%	n.d.
25	Bulgaria	0,5%	0,3%	-0,2%
26	Romania	0,3%	0,2%	0,0%
27	Malta	n.d.	0,1%	n.d.
28	Cipro	0,2%	0,0%	-0,2%
	<b>Unione Europea</b>	<b>15,2%</b>	<b>12,9%</b>	<b>-2,3%</b>

FONTE: CGIA di Mestre

In altre parole, con le regole che si prospettano, il nostro sistema bancario rischia di andare incontro ad un default, in quanto ad essere analizzato è soltanto il rischio di mercato. Nella prima parte del Report Baltz si inneggia alla bontà del bail-in, mentre nella seconda parte si prende atto del contributo del Comitato di Basilea per ridurre l'esposizione bancaria al debito sovrano. Nel paragrafo 24 del report Balz si è però espliciti: *“l'Unione Bancaria deve affrontare le interdipendenze tra rischio sovrano e rischio bancario e ridurre i rischi attraverso un'azione congiunta”*<sup>67</sup>. La direttiva intende quindi che i titoli di stato non siano più considerati risk-free, cioè a rischio zero, ma risk-weighted, ponderati per il rischio

<sup>67</sup> BURKHARD BALZ, 2016. *On stocktaking and challenges of the EU Financial Services Regulation: impact and the way forward towards a more efficient and effective EU framework for Financial Regulation and a capital Markets Union (2015/2106(INI))*. EUROPEAN PARLIAMENT, ordinary sitting. Committee on Economic and Monetary Affairs. [online]. 9.12.2015, par. 24.

riscontrabile con il rating dello stato che emana tali Titoli del Tesoro. L'impatto sulle banche italiane di un simile provvedimento sarebbe disastroso: i nostri istituti, secondo i dati di Banca d'Italia di giugno, hanno in bilancio circa 375 miliardi di euro di titoli di stato. Non considerarli più risk-free equivarrebbe ad aprire voragini nei bilanci, perché i titoli a rischio zero hanno un coefficiente di ponderazione zero (secondo approccio RWA, cioè Risk-Weightned-Asset) e non richiedono quindi accantonamenti per far fronte a possibili perdite dovute alla loro rischiosità, e quindi non comportano alcun assorbimento di patrimonio. Sotto analisi saranno dunque i maggiori istituti bancari europei e nei prossimi mesi, dopo le verifiche iniziali avviate nelle scorse settimane, saranno passati al setaccio i modelli avanzati relativi a tre rischi: credito, mercato e controparte. Sul fronte del "credit risk" ad essere revisionati saranno i portafogli di molte banche relativi al retail (e quindi prestiti e mutui) e alle Piccole e medie imprese (Sme). Facendo un breve esempio pratico, mentre per gli investimenti in titoli di stato le banche non dovevano accantonare capitali (in quanto tutti erano considerati risk-free) oggi nel parlamento Europeo si inizia a pensare che le banche li valutino con una percentuale di rischio: ne consegue che, oltre a dover coprire sofferenze e incagli con il capitale sociale e le obbligazioni (bail-in su 375 miliardi meno la parte coperta con la svalutazione), serviranno ulteriori capitali (dai 15 ai 20 miliardi) per far fronte ai 375 miliardi di Titoli del Tesoro Italiano che le banche italiane detengo nei loro attivi patrimoniali. Tale disegno, oltre a danneggiare il nostro sistema bancario, spingerà con tutta probabilità al ribasso i tassi dei Titoli di Stato tedeschi (e al rialzo i titoli italiani). Con qualche calcolo, relativo ad una possibile applicazione del report Balz, i 375 miliardi di euro presenti nei bilanci delle banche italiane sotto forma di titoli di stato domestici presentano attualmente una "vecchia" ponderazione Risk Weightned Asset (RWA) dello 0% e con un conseguente accantonamento in bilancio nullo. Nel caso di una nuova ponderazione per il rischio dei Titoli di Stato domestici del 50%, con un 8% di capitale richiesto da Basilea 3, ovvero un 8% di capitale proprio sul totale impieghi dello stato patrimoniale, si avrebbe dunque un accantonamento di capitale richiesto così determinato:

$$\text{Accantonamento richiesto} = 375 \frac{\text{Mld}}{\text{€}} (0,08)(50\%) = 15 \frac{\text{Mld}}{\text{€}}$$

Ovvero sarebbe richiesto un incremento di capitale sociale pari a 15 miliardi di euro, distribuito in proporzione tra tutte le banche italiane che detengono titoli di stato domestici in bilancio. Va da sé che un incremento così ingente di capitale avrebbe un effetto distorsivo enorme sul prezzo delle azioni stesse, oltre a costringere molti soci a dover sottoscrivere nuove azioni per detenere la stessa percentuale di partecipazione sociale, senza contare il fatto che crescerebbe così in modo relativo l'attrattività dei Bund tedeschi rispetto a quelli del nostro Paese. Nel prossimo capitolo passeremo ad analizzare nel dettaglio l'esposizione al rischio sovrano delle maggiori banche del nostro paese, cercando di fare alcune analisi numeriche sui possibili scenari che potrebbero scaturire da una ponderazione per il rischio, e dall'impatto che il tutto potrebbe avere sia sui patrimoni delle banche, sia nei confronti di famiglie, imprese e risparmiatori.

## **4. L'IMPATTO DI UNA RIFORMA SULLE ESPOSIZIONI SOVRANE: IL CASO DELLE BANCHE ITALIANE**

In questo capitolo andremo ad analizzare l'impatto che potrebbe avere una riforma sul trattamento del rischio sovrano e dei titoli di stato presenti nei bilanci delle banche Italiane attraverso l'analisi di un campione di 17 banche. Questa analisi avrà lo scopo primario di misurare, in termini quantitativi, l'esposizione totale degli istituti del nostro territorio e di quali scenari si possano poi prevedere in diversi casi di trattamento prudenziale di tali esposizioni. La questione sul trattamento dei titoli di stato è in ogni caso molto dibattuta, sia dal punto di vista delle istituzioni centrali europee, che spesso si ritrovano a mediare molti interessi differenti, che possono variare dalle esigenze dei singoli intermediari, sino a giungere poi ai possibili impatti che il tutto potrebbe generare all'interno dello stesso settore del credito. Anche dal punto di vista dei commentatori e degli studiosi la questione è assai dibattuta, è stato infatti più volte rimarcato il trattamento troppo favorevole delle esposizioni sovrane e di come non si sia tenuto assolutamente conto, anche solo a livello teorico, di un possibile cambiamento e di ciò che avrebbe comportato. Ciò appare evidente e soprattutto rilevante in questo preciso momento storico, appena successivo alla crisi del debito sovrano dell'area euro e della conseguente Grande Recessione: per questo motivo l'analisi seguente sarà volta, prima di tutto ad una contestualizzazione del fenomeno in esame, ovvero ad una definizione del mercato del rischio sovrano, della regolamentazione che attualmente lo disciplina e a definire un perimetro del fenomeno. Si procederà poi a quella che è l'analisi vera e propria, dunque ad una selezione di istituti che verranno poi analizzati nel dettaglio: in questo caso lo studio verterà prevalentemente sulla parte aziendale dei campioni presi in esame, quindi valutando una serie di indici e misure statistiche che in generale daranno un quadro "micro-economico". Fatto ciò, si cercherà di dare anche una interpretazione di più ampie vedute, considerando non solo i campioni ma provando a definire un trend e quindi un modello che spieghi quali possibili impatti possa avere un cambio del trattamento delle esposizioni sovrane sul mercato dei beni e dei servizi e di cosa concretamente comporterà per l'intero settore.

### **4.1. Il trattamento prudenziale delle esposizioni sovrane**

Un importante punto preliminare riguarda la definizione del settore del debito sovrano, talvolta controverso. Questo settore include sempre nel calcolo delle esposizioni i governi e le banche centrali, ma esistono anche altre controparti, in particolare le istituzioni

“minori” del settore pubblico, come ad esempio le singole regioni, che vengono considerate come governi centrali per scopi prudenziali. Il trattamento di queste istituzioni è però diverso in tutte le giurisdizioni. Normalmente, sono classificate come istituti sovrani, se hanno poteri (e relative autonomie) di incrementare le proprie entrate mediante un differente livello di tassazione. Tuttavia, esistono anche altri modi per determinare i diversi trattamenti applicabili a diversi tipi di istituzioni pubbliche minori, ad esempio concentrandosi sull'entità delle garanzie fornite dallo stesso governo. La stessa definizione di queste istituzioni la si trova nel trattato di Basilea<sup>68</sup> che specifica essere: 1) i governi regionali e le autorità locali; 2) organi amministrativi responsabili nei confronti dei governi centrali, dei governi regionali o delle autorità locali e di altre imprese non commerciali di proprietà di governi o di enti locali; e 3) imprese commerciali di proprietà dei governi centrali, dei governi regionali o delle autorità locali. Nella nostra analisi comunque, ogni volta che si userà il termine "esposizioni sovrane" si farà riferimento a governi centrali, banche centrali, governi regionali e governi locali garantiti dai governi centrali, senza trattare il tutto in modo differenziato ogni volta. Detto questo, è importante sottolineare come le norme di Basilea<sup>69</sup> prevedono un trattamento speciale delle esposizioni sovrane, in termini di requisiti patrimoniali, nonché requisiti di liquidità e di leva finanziaria. Questo trattamento preferenziale è stato motivato da un'ampia percezione che la rischiosità delle esposizioni sovrane è relativamente bassa, a causa delle competenze specifiche dei sovrani. Come sono stabiliti i requisiti patrimoniali nei confronti delle esposizioni sovrane dipende poi dal fatto che le banche classifichino le esposizioni scegliendo di collocarle nel portafoglio di negoziazione o nel portafoglio bancario. I requisiti per le esposizioni classificate nel portafoglio di negoziazione sono determinati dal loro rischio di mercato, mentre i requisiti per le esposizioni nel portafoglio bancario sono funzione del loro rischio di credito, e vengono poi classificate a seconda che siano strumenti detenuti per la vendita (Available for Sale o AFS) come le partecipazioni strumentali, strumenti detenuti fino a scadenza (Held to Maturity o HTM), o strumenti che rappresentano finanziamenti, crediti e/o titoli obbligazionari (Loans & Receivable o L&R) come obbligazioni non quotate in mercato attivo. Va precisato tuttavia che il limite che separa il portafoglio di negoziazione dal portafoglio bancario non è mai stato definito formalmente ma deriva da vigilanza e

---

<sup>68</sup> BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, 2010. *Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*. December (rev June 2011) pag. 53.

<sup>69</sup> BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, 2010. *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards*. Pag 2-12.



normativa contabile. Qui di seguito si può vedere un schema di stato patrimoniale -sezione attivo- che riporta le principali classificazioni degli strumenti finanziari:

**Tabella 25 - Voci di collocamento dei TDS nel bilancio bancario**

<b>STATO PATRIMONIALE - ATTIVO</b>
10. Cassa e disponibilità liquide
20. Attività finanziarie detenute per la negoziazione
30. Attività finanziarie valutate al fair value
40. Attività finanziarie disponibili per la vendita
50. Attività finanziarie detenute sino alla scadenza
60. Crediti verso banche
70. Crediti verso clientela
80. Derivati di copertura
90. Adeguamento di valore delle attività finanziarie oggetto di copertura generica (+/-)
100. Partecipazioni
110. Attività materiali
120. Attività immateriali di cui: avviamento
130. Attività fiscali a) correnti b) anticipate
140. Attività non correnti e gruppi di attività in via di dismissione
150. Altre attività

FONTE: bilanci depositati

Nella nostra analisi sui titoli di stato presenti nei bilanci sono stati considerati esclusivamente gli strumenti finanziari presenti in queste 4 aree: alla voce 20 “Attività finanziarie detenute per la negoziazione” figurano tutte le attività finanziarie (obbligazioni, certificati di deposito, buoni fruttiferi, azioni, finanziamenti, derivati, fondi, ecc.) allocate nel portafoglio di negoziazione, nonché le partecipazioni in imprese sottoposte ad influenza notevole o a controllo congiunto che gli IAS 28 e 31 consentono di assegnare a tale portafoglio, alla voce 30 “Attività finanziarie valutate al fair value” figurano invece tutte le attività finanziarie (obbligazioni, certificati di depositi, buoni fruttiferi, azioni, finanziamenti, derivati, fondi, ecc.) iscritte al fair value con i risultati valutativi in conto economico, sulla base della c.d. “fair value option” riconosciuta dagli IAS 39, 28 e 31 e quindi soggetti periodicamente a controlli e impairment, alla voce 40 troviamo poi le “Attività finanziarie disponibili per la vendita”, ovvero tutte le attività finanziarie (obbligazioni, certificati di deposito, buoni fruttiferi, azioni, finanziamenti, derivati, fondi,

ecc.) classificate nel portafoglio disponibile per la vendita e quindi che generalmente generano flussi di cassa determinati e certi e che si pensa di detenere sino alla loro naturale scadenza. Infine, alla voce 50 “Attività finanziarie detenute sino alla scadenza” sono indicati i titoli di debito quotati e i finanziamenti quotati allocati nel portafoglio detenuto sino alla scadenza.

#### **4.1.1. Metodologie di trattamento del rischio sovrano**

Secondo le regole di Basilea, i requisiti patrimoniali per il rischio di credito possono essere determinati mediante due tipi di approccio:

- 1. Un approccio standardizzato; oppure
- 2. Un approccio basato sulle valutazioni interne (IRB) sviluppato dalla banca e autorizzato dall'autorità di vigilanza, a sua volta diviso in “Foundation” e “Advanced”.

Nell'approccio standardizzato, il peso del rischio assegnato ad una determinata esposizione sovrana dipende dal rating assegnato allo stato sovrano da un'agenzia di rating del credito che è anche un istituto di valutazione creditizio esterno riconosciuto ufficialmente, o da un'agenzia di credito all'esportazione (per esempio SACE in Italia); se una banca sceglie di non utilizzare le valutazioni disponibili o se non è disponibile una valutazione, viene assegnato un peso pari al 100% dell'esposizione. Tuttavia, vi è una specifica disposizione (la regola di espulsione) per le esposizioni sovrane nazionali: le banche sono autorizzate ad assegnare un peso di rischio zero alle esposizioni verso i governi centrali e le banche centrali denominate e finanziate nella moneta nazionale di quella del governo centrale e la banca centrale. Ciò rispecchia l'assenza di rischi relativi alla disponibilità e al trasferimento di valuta estera su tali crediti, così le esposizioni sovrane domestiche sono trattate più favorevolmente di quelle straniere. Le esposizioni sovrane estere invece ricevono un peso di rischio zero solo in circostanze specifiche (ad esempio se il loro rating esterno è fra AAA e AA). Nell'approccio IRB, invece, ogni singola banca calcola il requisito patrimoniale per il rischio di credito delle esposizioni sovrane utilizzando le proprie stime sulla probabilità

di default (PD), la perdita dovuta default (LGD)<sup>70</sup>, l'importo effettivamente prestato alla data di default (EAD) e la riduzione relativa di valore che riceve l'esposizione dopo l'evento di default (M), utilizzando la seguente formula:

$$RW = [LGD * N(\frac{N^{-1}(PD) + \sqrt{R} * N^{-1}(0,999)}}{\sqrt{1-R}}) - (ELGD * PD)] \frac{1+(M-2,5)b}{1-1,5b} * 12,5 * 1,06$$

L'approccio IRB "Foundation" differisce da quello IRB "Advanced" in quanto nel primo il parametro PD è determinato dalla singola banca, mentre nel secondo tutti i parametri sono determinati dall'Autorità di Vigilanza. In entrambi i casi, questi parametri vengono alimentati in una formula regolamentare fornita dal Comitato di Basilea, che produce il peso del rischio. Nella tabella sottostante si fornisce la mappatura tra PD e pesi di rischio per le banche che utilizzano l'approccio IRB "Advanced". Infine, è importante sottolineare che alcune grandi banche transfrontaliere - identificate secondo una metodologia specifica sviluppata dal comitato di stabilità finanziaria e dal comitato di vigilanza bancario di Basilea - sono tenute a soddisfare un requisito patrimoniale supplementare che varia tra l'1% e il 2,5% per ridurre il rischio sistemico, l'azzardo morale e le esternalità negative associate alle istituzioni considerate troppo grandi per fallire, sebbene non esista una formula specifica per determinare quali siano quelle sistemicamente rilevanti.

**Tabella 26 - Requisiti di capitale richiesto per il rischio di mercato**

Rating esterno	Coefficiente patrimoniale di rischio
AAA ; AA-	0%
A+ ; BBB-	0.25% (scadenza inferior ai 6 mesi). 1.00% (scadenza tra i 6 e i 24 mesi). 1.60% (scadenza superiore ai 24 mesi).
BB+ ; B-	8.00%
Sotto B-	12.00%
Senza rating	8.00%

<sup>70</sup> BASEL III, 2013. *Notice of Proposed Rulemaking (NPR) Preamble - V. Calculation of Risk-Weighted Assets.* [online]. Disponibile su: <https://www.federalregister.gov/documents/2013/10/11/2013-21653/regulatory-capital-rules-regulatory-capital-implementation-of-basel-iii-capital-adequacy-transition>.

FONTE: Basel Committee on Banking Supervision

Tuttavia, il quadro comunitario diverge parzialmente dalle norme di Basilea per tener conto di alcune specificità del mercato europeo. Le due differenze più importanti riguardano la “regola di scissione” (o carved-out rule), e le banche che utilizzano “l’approccio standard” (con la regola di utilizzo permanente degli assets), per le banche che adottano l’approccio IRB. Per quanto riguarda la regola della scissione, il quadro europeo consente alle banche di assegnare un peso zero non solo alle esposizioni sovrane denominate e finanziate nella valuta dello Stato membro corrispondente, ma anche alle esposizioni sovrane denominate e finanziate nelle valute di qualsiasi altro stato membro. Di conseguenza, il trattamento preferenziale previsto per le esposizioni sovrane nazionali è applicabile a tutti gli altri Stati membri europei che adottano la moneta unica. In questo modo, una banca dell’area dell’euro che utilizza l’approccio standard non sarà tenuta a detenere il capitale contro le esposizioni in euro rispetto a qualsiasi stato sovrano dell’area euro, così anche per le esposizioni nei confronti di paesi non membri dell’area euro denominati in valute locali. La “regola permanente di utilizzo”<sup>71</sup> consente alle banche di adottare l’approccio IRB di applicare l’approccio standardizzato alle loro esposizioni sovrane - con riserva di autorizzazione preventiva da parte delle autorità competenti - a condizione che tali esposizioni siano assegnate a un peso del rischio dello 0% sotto l’approccio standardizzato<sup>72</sup>. Questo trattamento agevolato presenta però anche delle controversie, se non dei rischi rilevanti, come ad esempio il fatto che gli stati membri dell’Unione Europea sono considerati remotamente se non per nulla esposti al rischio di fallimento, e quindi le loro probabilità di default (PD) sono considerate così basse che nemmeno vengono fatte simulazioni interne su cosa potrebbe accadere in quel caso e a quali riserve bisognerebbe dar fondo per ristabilire la situazione. Oltre a questo, si aggiunge il fatto che sarebbe difficile anche solo far stime e ipotizzare degli scenari dal punto di vista quantitativo, perché nella storia si sono verificati pochissimi casi di default di stati sovrani, come quello della Germania nel secondo dopoguerra, dell’Albania nel 1990 e dell’Argentina, oltre al caso recente della Grecia, e dunque casi diversi in momenti storici diversi sorti da differenti problematiche non rendono agevole fare stime attendibili su queste eventualità.

---

<sup>71</sup> LANOTTE MICHELE et. Al. 2016. *Easier said than done? Reforming the prudential treatment of banks’ sovereign exposures*. Banca d’Italia. Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers). N.326. Pag.11-12.

<sup>72</sup> Reg. (Eu) No 575/2013, art. 150.

Nel quadro di Basilea, anche il trattamento dei rischi di mercato dipende dal fatto che una banca utilizzi modelli interni o l'approccio standardizzato per determinare i requisiti patrimoniali. Nell'approccio standardizzato, le attività finanziarie detenute nel portafoglio di negoziazione sono soggette a due oneri calcolati separatamente:

- Un requisito patrimoniale per i "rischi generali di mercato", vale a dire i rischi di tasso d'interesse, calcolato a livello di portafoglio (dove le posizioni lunghe e corte in diversi titoli o strumenti finanziari possono essere compensati); e
- Un requisito patrimoniale per "rischi specifici", calcolato separatamente per ogni singola garanzia e designato come copertura di oscillazioni negative del valore. Per quanto riguarda invece il rischio di mercato globale, le esposizioni sovrane non sono soggette a trattamenti speciali, invece per quanto riguarda il rischio specifico, il fattore di rischio è identificato utilizzando due fattori: 1) il rating esterno, e 2) la scadenza residua, come si può vedere nella tabella sottostante.

Inoltre, la regola dello scorporo si applica anche a rischi specifici. Il paragrafo 711 delle regole di Basilea afferma che “Quando i titoli di Stato sono denominati in valuta nazionale e finanziati dalla banca nella stessa moneta, a discrezione dell'autorità di vigilanza nazionale può essere applicato un requisito più basso<sup>73</sup>”. Tale disposizione rispecchia esattamente la regola di scissione per il rischio di credito sovrano, e quindi, di conseguenza, il peso del rischio per queste esposizioni è normalmente zero. Va però precisato che le regole appena enunciate si riferiscono esclusivamente all'approccio standardizzato, mentre per l'IRB le banche non utilizzano degli indici e dei valori predeterminati, bensì esclusivamente modelli interni o calcolano i requisiti patrimoniali moltiplicando il rischio di mercato per le esposizioni sovrane. Il regime delle grandi esposizioni sovrane è stato introdotto nella normativa europea negli anni '90 dalla direttiva 89/299 / UE<sup>74</sup>. Attualmente, la disciplina europea è stabilita nella Capital Requirement regulation (CRR), e le banche sono tenute a limitare le loro esposizioni ad un'unica controparte al 25% del loro «capitale ammissibile». Tuttavia, le esposizioni sovrane sono esentate dall'applicazione di questo

---

<sup>73</sup> COMITATO DI BASILEA PER LA VIGILANZA BANCARIA, *Convergenza internazionale della misurazione del capitale e dei coefficienti patrimoniali*. 2006. (Versione integrale), pag.182, par.711.

<sup>74</sup> Direttiva 89/299/CEE del Consiglio del 17 aprile 1989 concernente i fondi propri degli enti creditizi.

limite, a condizione che ricevano un peso del rischio del 0% nell'approccio standardizzato per il rischio di credito. Una delle cause della recente crisi finanziaria mondiale è stata l'accumulo di una eccessiva leva finanziaria (fuori bilancio) da parte di diversi gruppi bancari che hanno mantenuto i rapporti di rischio basati sui rischi. Realizzando la natura imperfetta dei metodi di ponderazione del rischio disponibili, il Comitato di Basilea ha introdotto un rapporto di Leverage minimo non basato sui rischi per integrare e contrastare i requisiti patrimoniali basati sul rischio. Nota che il rapporto di Leverage è pari al capitale di Tier 1 diviso per una misura di esposizioni (quindi un rapporto più elevato implica un bilancio più sicuro). Sotto il quadro di leva, le esposizioni sovrane sono considerate al loro valore nominale; nessuna deroga specifica è prevista. Ciò implica l'introduzione di requisiti patrimoniali nei confronti di tali posizioni: se si assume un rapporto di capitale dell'8%, un rapporto di leva del 3% è circa equivalente a un rischio di rischio del 35%. Dal gennaio 2015 i gruppi bancari rivelano il loro rapporto di Leverage secondo modelli specifici. La calibrazione finale e eventuali ulteriori adeguamenti alla definizione verranno completati dal comitato di Basilea entro il 2017, al fine di effettuare una migrazione al trattamento del 1° pilastro (requisito minimi di capitale) il 1° gennaio 2018.

#### **4.2. Effetto marginale della ponderazione “risk-weighted” sul campione analizzato**

Il dibattito internazionale sulla revisione del regolamento prudenziale delle esposizioni sovrane è attualmente in corso e non sono ancora state presentate proposte con degli studi specifici riguardo alla loro fattibilità, e nemmeno ci si è ancora preoccupati di trovare delle linee guida, o dei valori, che diano una idea di come si voglia andare a riformare il rischio sovrano presente nei bilanci delle banche Europee, dunque nulla di concreto è ancora disponibile su questo tema, sebbene il Report Balz faccia presagire che sicuramente ci saranno delle evoluzioni riguardo a questo tema. Di seguito, ai fini della nostra analisi, ci concentreremo su un campione di 17 gruppi di banche e singoli istituti di credito italiani, andando ad indagare principalmente tre aspetti: 1) L'esposizione sovrana di ciascun gruppo o singolo istituto, 2) L'effetto di un trattamento prudenziale su alcuni indici patrimoniali, 3) Nuovo capitale e patrimonio di vigilanza assorbito. I 17 istituti oggetto dell'analisi sono stati selezionati utilizzando dei criteri che dessero, da un lato, la massima rappresentatività possibile: con il minimo numero di campioni bisognava avere un livello adeguato di capitalizzazione rispetto al totale attivo complessivo di tutti gli istituti italiani, e in questo senso si è riusciti ad arrivare con solo 17 istituti di credito a circa 2.250 miliardi di

patrimonio su un totale complessivo di 3.370<sup>75</sup> miliardi di euro del totale attivo delle banche italiane, e aggiornato al 31/12/2016, comprendendo circa un 66,5% del totale impieghi, e analizzando quindi una risposta su una parte molto significativa del totale. Oltre a ciò si sono suddivisi gli istituti su base dimensionale utilizzando una definizione utilizzata dalla Banca d'Italia, dato che le recenti evoluzioni del quadro normativo in materia di banche, che hanno portato alla trasformazione delle banche popolari in S.p.A., non permettevano di confrontare agevolmente (con i dati disponibili al 31/12/2016) gli istituti che avessero già effettuato la trasformazione con quelli che non l'avessero ancora completata, e contemporaneamente classificarli dal punto di vista dimensionale. Si è dunque preferito risolvere il problema utilizzando una classificazione trasversale tramite il totale attivo, secondo lo schema utilizzato da Banca d'Italia<sup>76</sup>: il primo raggruppamento comprende i 5 principali gruppi Italiani, dunque Unicredit, Intesa Sanpaolo, Monte dei Paschi di Siena, Banco Popolare e Unione di banche Italiane. Questo gruppo è stato sicuramente quello più significativo dal punto di vista dimensionale, dato che da solo rappresenta circa  $\frac{3}{4}$  del totale attivo, avendo quasi 2.000 miliardi. Per i restanti 12 istituti analizzati si è invece suddiviso secondo le categorie “grandi”, “piccole” e “minori”, che comprendono banche appartenenti a gruppi o banche indipendenti con totale dei fondi intermediati, nell'ordine, superiori a 21,5 miliardi di euro, compresi tra 3,6 e 21,5 miliardi, inferiori a 3,6 miliardi. Del secondo gruppo appartenente alle “grandi” fanno dunque parte Banca Popolare dell'Emilia-Romagna, Cassa di risparmio di Parma, Mediolanum e Veneto Banca; per la categoria “piccole”, invece troviamo Banco di Desio, Nuova Banca delle Marche, BCC di Roma e Banco Popolare dell'Alto Adige; infine, per la categoria “minori” abbiamo Banca del Piemonte, Banca Etica, Banca del Centroveneto e Banca Adria. Ovviamente, i gruppi più piccoli e in particolare il gruppo delle banche “minori” è poco rappresentativo se comparato alla dimensione degli altri gruppi, ma si è voluto comunque inserirlo sia perché questi istituti sono numericamente significativi, dato che da uno studio di Banca d'Italia<sup>77</sup>, su un totale di 605 istituti presenti su suolo italiano ben 416 appartengono a questa categoria, sia perché può essere utile ai fini dell'analisi e dell'interpretazione dei dati identificare eventuali trend specifici di istituti di questo tipo, data anche la loro diffusione capillare sul territorio. Per concludere, ciascun gruppo o singolo istituto doveva necessariamente indicare nel bilancio ufficiale approvato sia una tabella prescritta per legge, relativa alle

---

<sup>75</sup>BANCA D'ITALIA: *Relazione Annuale – Appendice*. Roma, 31 maggio 2017, tabella A13.13, pag.100.

<sup>76</sup>BANCA D'ITALIA: *Relazione Annuale – Appendice*. Roma, 31 maggio 2017, pag.204.

<sup>77</sup>BANCA D'ITALIA: *Relazione Annuale – Appendice*. Roma, 31 maggio 2017, tabella pag.204.

esposizione sovrane complessive, sia l'indicazione da quali paesi fossero stati acquistati titoli governativi, con annessa anche la loro durata temporale e data di scadenza. Oltre a questi dati, in tabella sono stati inseriti anche altri indicatori principali riguardanti gli istituti analizzati, come le attività ponderate per il rischio, o Risk-Weighted Assets (RWA), che rappresentano la sintesi dei principali fattori di rischio riconducibili a una data attività finanziaria. Tali fattori vengono contemplati allo scopo di "correggere" il valore nominale del totale attivo in modo da poter esprimere una più appropriata misurazione del suo valore reale contabilizzato. L'ammontare degli RWA influenza poi l'entità del patrimonio che le banche devono detenere per soddisfare i requisiti di adeguatezza patrimoniale richiesti dal Comitato di Basilea, che come visto si attestano ad almeno l'8% delle attività ponderate per il rischio. Essi fanno sì che una parte del patrimonio – quella che deve essere accantonata a fronte degli impieghi rischiosi – diventi di natura indisponibile (non può cioè essere impiegata in attività rischiose). La banca dovrà quindi coprire con del patrimonio di base una determinata percentuale dei propri RWA, la quale aumenterà al crescere dei rischi assunti. Le banche chiamate a predisporre un adeguato livello di copertura patrimoniale delle proprie attività si sono dotate di accurati sistemi di rilevazione e controllo interno degli RWA, al fine di tendere in maniera continua e decisa alla riduzione e ottimizzazione della rischiosità degli impieghi, e di conseguenza alla minimizzazione del costo opportunità determinato dalla necessità di accantonare capitale a fronte di impieghi dall'elevato grado di rischio. Si è quindi inserito anche un coefficiente ( $\beta$ ) di rischio globale che serve a determinare quale sia, nel "complesso" la ponderazione media di tutti gli impieghi per arrivare al RWA, oltre anche al capitale Tier1 di ciascun istituto e al Tier 1 Ratio. Il capitale Tier 1 - o patrimonio di base - è una grandezza, definita dal Comitato di Basilea, che identifica le principali componenti del capitale proprio di una banca, e rappresenta la quantità di capitale che consente di assorbire le perdite senza dover intaccare gli interessi dei correntisti. Determina quindi la capacità di operare in condizioni di solvibilità. Esso è dato dal capitale sociale, dalle riserve indisponibili di bilancio e dagli utili non distribuiti agli azionisti e accumulati nel corso della vita della banca. La regolamentazione dettata dal Comitato di Basilea identifica il capitale delle Banche in 3 livelli (appunto Tier 1, 2 e 3), classificati per grado crescente di liquidità e decrescente di priorità nel rimborso agli azionisti. Il capitale Tier 1 inoltre cerca di superare la nozione strettamente contabile di patrimonio netto avvicinandosi invece a quella di valore attuale, in un dato istante, di tutti i flussi di cassa che la banca sarà in grado di generare nel corso della propria vita. Flussi di cassa e non utili di esercizio, appunto perché si tratta di una



misura creata per monitorare la solvibilità, e non la profittabilità, del capitale. In questo senso il capitale Tier 1 identifica quello che sarebbe il fair value, o valore equo, della banca stessa considerata nella sua interezza una volta nettato il valore attuale del capitale di terzi dalle attività ponderate per il rischio. Infine nell'ultima colonna della tabella sottostante si trova il Tier1 Ratio, indice della solidità patrimoniale delle banche espresso in percentuale, che si calcola dividendo il capitale Tier1 (o patrimonio di base) dell'istituto di credito al totale delle attività ponderate per il rischio. La situazione sino a qui delineata evidenzia degli istituti che mediamente presentano un coefficiente implicito di rischio globale che tende ad aumentare al diminuire della dimensione delle banche: gli istituti più piccoli si avvicinano a valori prossimi al 0,5%, mentre quelli più grandi rimangono invece vicini a valori del 0,3%, forse per via delle minori diversificazioni di portafoglio fatte o alle differenze nella struttura dei loro attivi patrimoniali. Per quanto riguarda invece gli indici, si può dire che generalmente gli istituti presentino un Tier 1 Ratio superiore al 10%, che denota dunque un buono stato di salute del patrimonio di base a copertura della parte rischiosa dell'attivo, e che rispetti i valori minimi del comitato di Basilea, fissati ad un livello minimo dell'8,5%, costituito dalla somma: 1) Del requisito minimo ai sensi dell'art. 92 del Regolamento (UE) 575/2013 del Parlamento Europeo e del Consiglio sui requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento (4,50%), 2) Del livello di CET1 in eccesso del requisito minimo secondo l'art. 16 del Regolamento (UE) 1024/2013 (la componente P2R pari a 1,50%), e 3) Del buffer di conservazione del capitale secondo l'art. 129 della Direttiva 2013/36/UE come trasposta nell'ordinamento italiano (2,5%). Appaiono invece critici i valori presentati da Veneto Banca e Nuova Banca delle Marche, al di sotto dei limiti consentiti.

**Tabella 27 - Campione di banche analizzato, classificazione per Totale Attivo (al 31/12/2016)**

<b>Banche e Gruppi Bancari</b>	<b>Totale Attivo (milioni di euro)</b>	<b>Coefficiente implicito di rischio globale (β)</b>	<b>RWA</b>	<b>Capitale Tier1 (Attuale)</b>	<b>Tier 1 Ratio (Attuale)</b>
Unicredit	891.477	0,23	200.612	25.678	12,8%
Intesa Sanpaolo	725.100	0,39	283.918	36.058	12,7%
Monte dei Paschi di Siena (MPS)	153.178	0,46	70.984	5.821	8,2%
Banco Popolare (BP)	117.411	0,33	38.815	5.077	13,1%
Unione di Banche Italiane (UBI)	112.384	0,53	59.486	6.829	11,5%
<b>Top 5 banche Italiane:</b>	<b>1.999.550</b>	<b>0,33</b>	<b>653.815</b>	<b>79.463</b>	<b>12,4%</b>
Banca popolare dell'Emilia-Romagna	64.957	0,50	32.594	4.561	14,0%
Cassa di Risparmio di Parma	52.992	0,46	24.130	2.855	11,8%
Mediolanum	41.971	0,26	9.865	1.973	20,0%
Veneto Banca	28.078	0,68	19.091	1.218	6,4%
<b>Banche di grandi dimensioni:</b>	<b>187.998</b>	<b>0,46</b>	<b>85.680</b>	<b>10.607</b>	<b>13,6%</b>
Banco di Desio	12.366	0,65	7.982	878	11,0%
Nuova Banca delle Marche	11.781	0,54	6.308	229	3,6%
BCC di Roma	11.099	0,44	4.864	715	14,7%
Banca Popolare dell'Alto Adige	9.316	0,66	6.176	724	11,7%
<b>Banche di piccole dimensioni:</b>	<b>44.562</b>	<b>0,57</b>	<b>25.330</b>	<b>2.546</b>	<b>10,1%</b>
Banca del Piemonte	1.882	0,52	981	152	15,5%
Banca Etica	1.556	0,41	637	79	12,4%
Banca del Centroveneto	1.421	0,42	592	87	14,7%
Banca Adria	1.214	0,82	990	98	9,9%
<b>Banche minori:</b>	<b>6.073</b>	<b>0,53</b>	<b>3.200</b>	<b>416</b>	<b>13,4%</b>
<b>TOTALE:</b>	<b>2.238.183</b>	<b>0,47</b>	<b>768.025</b>	<b>93.032</b>	<b>12,4%</b>

FONTE: Bilanci depositati

Nella tabella che segue andiamo invece ad analizzare più nel dettaglio l'esposizione sovrana specifica di ciascun istituto preso in considerazione, riportando, per semplicità di

consultazione, i dati con riferimento alla singola categoria di appartenenza (ponderando per il totale degli impieghi del gruppo o del singolo istituto). Come si evince immediatamente dalla prima colonna, le banche italiane del campione analizzato hanno una esposizione sovrana pari a circa 270 miliardi, che sui 375 miliardi<sup>78</sup> complessivi stimati dalla Banca d'Italia rappresentano quasi il 75% del totale delle esposizioni verso governi centrali, garantendo dunque una buona base per fare simulazioni e identificare trend. L'esposizione sovrana poi sembra avere una correlazione inversa con quella che è la dimensione degli istituti di credito analizzati: le banche più grandi hanno generalmente una esposizione inferiore e più diversificata rispetto ai loro impieghi, che si attesta ad un 11,5% per i 5 maggiori gruppi e un 14,7% per quelle di grandi dimensioni, come per Unicredit, che presenta un rapporto tra esposizione sovrana e attività del 6,5%. La situazione cambia invece con istituti più piccoli, dove si ha una concentrazione di esposizioni sovrane maggiori: in particolare, per le banche piccole e minori che hanno un totale impieghi inferiore ai 12 miliardi di euro, le esposizioni sovrane spesso arrivano a toccare valori anche superiori al 40% come nel caso di Nuova Banca delle Marche e Banca del Centroveneto. Questo per il fatto che le banche, e in particolare le minori, sono abituate ad utilizzare i titoli di stato come collaterali, ossia come garanzie delle operazioni di finanziamento infragiornaliero con la Banca d'Italia e altri istituzioni. Vengono poi utilizzati nei contratti pronti contro termine, nei contratti derivati e in generale, nei sistemi di pagamento all'ingrosso. Essi consentono alle istituzioni finanziarie di gestire il rischio di mercato con un limitato rischio di controparte, il che a sua volta facilita la gestione e il controllo delle esposizioni creditorie complessive nell'attività di negoziazione, permettendo un utilizzo più efficiente del capitale economico e regolamentare. Passando poi alla specifica esposizione nei confronti dello Stato Italiano, si può notare come essa sia molto elevata, superando nel complesso l'80% del totale delle esposizioni sovrane, ma avendo ancora una volta delle differenze significative tra i diversi gruppi: le banche maggiori hanno infatti una esposizione che in termini assoluti è ovviamente maggiore a quelle delle rimanenti 3 classi, ma è differente dal punto di vista della diversificazione. Gli istituti maggiori hanno infatti una esposizione sovrana domestica che si attesta attorno al 78% del totale della loro esposizione: è stata quindi fatta una diversificazione rilevante soprattutto da istituti come Intesa San Paolo e Monte dei Paschi di Siena, che hanno acquistato anche molti titoli da altri paesi Europei, primi tra tutti Germania e Spagna, per quantitativi che vanno dal 12%

---

<sup>78</sup> BANCA D'ITALIA: *Rapporto di stabilità finanziaria*. 1/2016, pag.38.

all'8%, e in piccola parte anche in paesi Extra-Europei (poco più dell'1%). Non si può dire lo stesso per le banche di piccole dimensioni, che invece hanno esposizioni prevalentemente denominate in titoli di stato domestici, che si attesta sempre ampiamente al di sopra del 90%, e che per buona parte dei campioni analizzati consiste nel 100% dell'esposizione sovrana totale: per questi istituti la parola "diversificare" sembra essere priva di senso.

**Tabella 28 - Esposizione al rischio sovrano nelle banche Italiane**

<b>Banche e Gruppi Bancari</b>	<b>Esposizione sovrana Totale (milioni di euro)</b>	<b>Esposizione sovrana Totale/Totale Attivo (%)</b>	<b>Titoli Italiani (milioni di euro)</b>	<b>Esposizione sovrana Domestica/Esposizione sovrana Totale (%)</b>
Top 5 banche Italiane:	230.007	11,5%	179.310	78,1%
Banche di grandi dimensioni:	25.696	14,7%	24.653	95,0%
Banche di piccole dimensioni:	12.455	27,9%	11.556	95,1%
Banche minori:	1.983	32,7%	1.838	93,1%
<b>TOTALE:</b>	<b>270.141</b>	<b>12,1%</b>	<b>217.357</b>	<b>80,5%</b>

FONTE: Bilanci depositati

Come è stato spiegato in precedenza, le norme europee sui requisiti patrimoniali delle banche (CRR) consentono alle banche di non mettere da parte capitale contro le esposizioni sovrane denominate e finanziate nelle valute di qualsiasi stato membro poiché considerate a rischio zero. Per esplorare cosa potrebbe accadere applicando un rating sovrano alle esposizioni degli istituti bancari andiamo adesso ad analizzare cosa potrebbe accadere in due possibili scenari, utilizzando, nel primo caso il rating sovrano secondo l'approccio standardizzato, mentre nel secondo caso, una ponderazione per il rischio generalizzata del 10% applicata trasversalmente a qualsiasi esposizione sovrana indipendentemente dal rating. Per quanto riguarda l'approccio standardizzato, esso obbliga le banche ad applicare un peso per il rischio, nel calcolo dei RWA, che riflette il rating reale assegnato a tale paese da una istituzione esterna per la valutazione del rischio di credito ufficiale (nel nostro caso considereremo il rating di S&P, aggiornato a settembre 2017), utilizzando la seguente tabella di conversione:

**Tabella 29 - Conversione tra rating e rischio ponderato (Approccio Standardizzato)**

<b>Valutazione Rating (Standardized approach)</b>	<b>Rischio Ponderato</b>
<b>AAA; AA-</b>	0%
<b>A+;A-</b>	20%
<b>BBB+;BBB-</b>	50%
<b>BB+;B-</b>	100%
<b>Sotto B-</b>	150%
<b>Senza Rating</b>	100%

FONTE: Bank for International Settlements

Per esempio, le esposizioni sovrani italiane, dato il rating di livello BBB-, avrebbero un peso di rischio del 50% nel RWA, quelle irlandesi invece avrebbero una ponderazione del 20% dato il rating A+, quelle nei confronti di Francia e Germania 0% visto il rating AAA, e così via.

**Tabella 30 - Rating principali paesi di denominazione dei TDS**

<b>Paese</b>	<b>S&amp;P</b>	<b>Ponderazione</b>	<b>%</b>
<b>Italia</b>	BBB-	0,50	50%
<b>Germania</b>	AAA	1,00	0%
<b>Francia</b>	AA	1,00	0%
<b>Spagna</b>	BBB+	0,50	50%
<b>Austria</b>	AAA	1,00	0%
<b>Polonia</b>	BBB+	0,50	50%
<b>Irlanda</b>	A+	0,20	20%
<b>EUROPA</b>	AA+	1,00	0%
<b>EXTRA-UE (US)</b>	AA+	1,00	0%

FONTE: Thomson Reuters

La Tabella 5 valuta l'effetto delle due opzioni alternative precedentemente enumerate.

#### **4.2.1. Effetti sul Tier 1 Ratio**

Cominciamo dunque dall'ipotesi A) partendo quindi dal Tier 1 Ratio attuale aggiornato al 31 dicembre 2016, e poi valutando gli effetti derivanti dall'applicazione dei pesi di rischio collegati ai rating attuali dei TDS, avvalendoci della tabella 3 e 4 per le conversioni. Per il calcolo utilizziamo la seguente formula:

$$\text{Tier1 Ratio (rating Sovrano)} = \frac{\text{Capitale Tier 1}}{[\text{RWA} * (\sum_{\text{TDS}=1}^n (\text{TDS} * \text{Rischio Sovrano}))]}$$

In questo modo manterremo il capitale Tier 1 costante del calcolo degli indici, ma andremo a riponderare il denominatore che considera le attività ponderate per il rischio: così facendo, andremo ad aggiungere ai RWA attuali il nuovo rischio generato dal rating specifico di ogni paese moltiplicato per il numero di titoli di stato di quel paese presenti nell'attivo patrimoniale. Per quanto riguarda invece il caso B) la formula applicata è la stessa, solamente che la ponderazione è semplicemente del 10%<sup>79</sup> a tavolino per tutti i titoli di stato di ciascun paese:

$$\text{Tier1 Ratio (10\%)} = \frac{\text{Capitale Tier 1}}{[\text{RWA} * (\sum_{\text{TDS}=1}^n (\text{TDS} * 10\%))]}$$

Sulla base aggregata, entrambe le opzioni comporterebbero una modesta riduzione del rapporto medio ponderato Tier 1 Ratio, che passerebbe dal 12,4% attuale al 10,5% nel caso di applicazione del rischio sovrano ponderato secondo l'approccio standardizzato, mentre si ridurrebbe all'11,7% in caso di una ponderazione del 10% applicata a ciascun paese. Tuttavia, i dati aggregati nascondono un'eterogeneità tra le diverse classi dimensionali di banche prese in considerazione: le banche di grandi dimensioni hanno delle esposizioni sovrane generalmente più diversificate come in precedenza sottolineato, ma oltre a ciò hanno anche delle esposizioni minori in valore assoluto rispetto al totale impieghi, e dunque una ponderazione per il rischio genera un impatto molto più lieve sugli indici patrimoniali presi in considerazione. Per contro, le banche più piccole presentano una diversificazione molto più blanda, se non assente, come per esempio negli istituti di minori dimensioni con totale attivo inferiore ai 12 miliardi di euro, ma ad aggravare la situazione è comunque la grande quantità di titoli presente, soprattutto per alcuni istituti di credito come Nuova Banca delle Marche, Banca del Centroveneto e Banca Etica, i cui indici patrimoniali subirebbero

---

<sup>79</sup> LANOTTE MICHELE et. Al. 2016. *Easier said than done? Reforming the prudential treatment of banks' sovereign exposures*. Banca d'Italia. Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers). N.326.

un calo anche del 40%. L'ipotesi alternativa (10% di ponderazione per ciascun paese di appartenenza dei TDS) comporterebbe una notevole riduzione degli indici patrimoniali specialmente per quelle banche la cui esposizione sovrana è maggiore in valore assoluto. In particolare, le banche italiane dovrebbero affrontare una riduzione del loro rapporto di capitale che mediamente si aggira attorno al 6%, con picchi per alcune grandi banche come Mediolanum, e altre di minori dimensioni, anche se l'impatto sarebbe sicuramente più sostenibile che applicando direttamente il rating sovrano alle esposizioni. Da segnalare infine che l'effetto, seppur generalmente più rilevante per le banche di piccole e minori dimensioni data la loro esposizione mediamente più elevata e non diversificata, presenta anche alcuni casi di banche "virtuose" come Banco di Desio e Banco popolare dell'Alto Adige, che in valore assoluto presentano concentrazioni di titoli di stato nei loro attivi minori rispetto alle medie del settore, e di conseguenza l'impatto di una ponderazione del 10% genera un incremento dei RWA modesto e che si traduce in un incremento percentuale minimo della solidità dell'istituto analizzata attraverso il Tier 1 Ratio.

**Tabella 31 - Revisione della ponderazione del rischio sovrano: effetti sulle principali banche italiane**

<b>Banche e Gruppi Bancari</b>	<b>Tier 1 Ratio attuale</b>	<b>(Caso A) Tier 1 Ratio applicando Rating Sovrano</b>	<b>Impatto % Ponderazione rating sovrano su Tier 1 ratio attuale</b>	<b>(Caso B) Tier 1 Ratio applicando ponderazione 10%</b>	<b>Impatto % Ponderazione e 10% su Tier 1 ratio attuale</b>
Top 5 banche Italiane:	12,40%	10,60%	-17,00%	11,70%	-5,20%
Banche di grandi dimensioni:	13,60%	10,80%	-25,60%	12,00%	-13,10%
Banche di piccole dimensioni:	10,10%	8,20%	-23,70%	9,60%	-5,70%
Banche minori:	13,40%	10,10%	-32,60%	12,20%	-9,40%
<b>TOTALE:</b>	<b>12,40%</b>	<b>10,50%</b>	<b>-18,20%</b>	<b>11,70%</b>	<b>-6,10%</b>

FONTE: Bilanci depositati

#### **4.2.2. Effetti sul Leverage ratio**

Passiamo ora ad analizzare un altro indice patrimoniale molto importante per le banche del nostro campione: la leva finanziaria o Leverage ratio. Questo indice è molto importante perché uno dei principali fattori che ha reso così grave la crisi economica e finanziaria

iniziata nel 2007 è stato che i sistemi bancari di numerosi paesi presentavano un'eccessiva leva finanziaria in bilancio e fuori bilancio, che si era accumulata nel corso degli anni precedenti, dunque attraverso la sua analisi cercheremo di prevedere cosa succederebbe nei due scenari precedentemente ipotizzati e vedremo se il tutto può essere sostenibile nel lungo periodo, soprattutto in relazione ai limiti imposti da Basilea 3, che obbligano ad avere dei rapporti di leva finanziaria massima del 3% entro il 2019<sup>80</sup>. Il Leverage ratio è così calcolato:

$$\text{Leverage ratio} = \frac{\text{Capitale Tier 1}}{\text{Totale Attivo}}$$

Il Leverage ratio nel settore bancario è in genere definito come il rapporto tra il capitale netto dell'istituto o patrimonio di base (Tier1) e il totale delle attività. Questo significa che più è alta la leva più la banca in questione opera non usando capitali propri, tenendo quindi un maggior profilo di rischio. Quando la leva è eccessiva il pericolo è che una svalutazione di alcune voci dell'attivo (strumenti finanziari come TDS principalmente, ma ovviamente anche derivati come è accaduto nella Grande Recessione) comporti un'erosione ampia del patrimonio. Oggigiorno la struttura finanziaria delle banche si caratterizza per l'elevato livello del Leverage: in Europa il rapporto Capitale proprio/Totale Attivo delle banche è in media pari al 5%: questo significa che, a fronte di un attivo ad esempio di 100, la banca si finanzia con 95 unità di debito e con 5 unità di capitale. In altre parole, l'attivo è 20 volte il capitale e il debito è 19 volte il capitale, e ad esempio la perdita di valore del 5% delle attività porta di fatto all'azzeramento del capitale e quindi all'insolvenza dell'istituto di credito stesso. Come si può osservare<sup>81</sup>, sottraendo agli attivi degli stati patrimoniali i TDS di ciascun paese avremo, come era prevedibile, un incremento dell'indice di leva dato dal diminuire del denominatore della frazione:

$$\text{Leverage ratio (Rating Sovrano)} = \frac{\text{Capitale Tier 1}}{(\text{Totale Attivo} - (\sum_{\text{TDS}=1}^n (\text{TDS} * \text{Rischio Sovrano}))}$$

<sup>80</sup> COMITATO DI BASILEA PER LA VIGILANZA BANCARIA - Basilea 3. *Schema di regolamentazione internazionale per il rafforzamento delle banche e dei sistemi bancari*, pag.73

<sup>81</sup> Per i dettagli si veda tabella 4 in appendice.



In questo modo vengono riadattati gli attivi patrimoniali, e il risultato è che gli istituti di minori dimensioni, avendo elevate esposizioni, si troverebbero ad avere degli incrementi di leva finanziaria maggiori che quelli più grandi, fattore poi che si ravvisa applicando anche la ponderazione per il rischio del 10%, anche se presenta valori minori rispetto a quella con i rating specifici. Gli istituti più colpiti sono, tra quelli più grandi, Banca Mediolanum, con un Leverage che passa dal 4,7% al 5,53%, tra gli istituti piccoli, BCC di Roma, che passa da un 6,44% ad un 7,36% e infine, per gli istituti minori, Banca Adria, che passa da un 8,07% a 9,95%. Di seguito i risultati di sintesi:

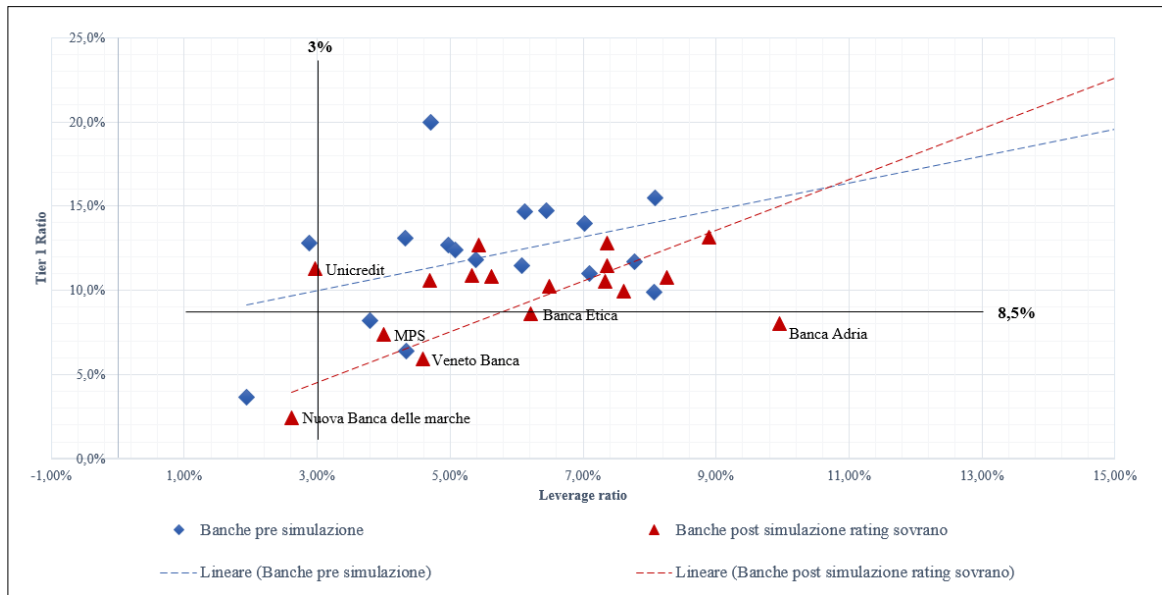
**Tabella 32 - Esposizione sovrana e leva finanziaria**

<b>Banche e Gruppi Bancari</b>	<b>Leverage ratio attuale</b>	<b>Leverage ratio applicando rating sovrano</b>	<b>Impatto rating sovrano su Leverage ratio</b>	<b>Leverage ratio applicando ponderazione 10%</b>	<b>Impatto ponderazione 10% su Leverage ratio</b>
Top 5 banche Italiane:	3,97%	4,18%	+5,19%	4,02%	+1,16%
Banche di grandi dimensioni:	5,64%	6,04%	+7,03%	5,72%	+1,39%
Banche di piccole dimensioni:	5,71%	6,56%	+14,9%	5,88%	+2,88%
Banche minori:	6,85%	8,07%	+17,83%	7,08%	+3,38%
<b>TOTALE:</b>	<b>4,16%</b>	<b>4,39%</b>	<b>+5,55%</b>	<b>4,21%</b>	<b>+1,22%</b>

FONTE: Bilanci depositati

Confrontando poi i dati relativi al Tier 1 ratio e Leverage ratio prima e dopo la simulazione sull'applicazione del rating sovrano, si vede come i singoli istituti passino da una media di Tier 1 ratio del 12% circa e un Leverage ratio del 4% a dei valori rispettivamente del 10,5% e 4,4% con un significativo peggioramento che colloca quasi tutti i casi analizzati al di sotto della retta di regressione che segnala il trend della situazione attuale pre-simulazione, con peggioramenti che spesso portano al di sotto degli attuali limiti proposti da Basilea III, rispettivamente del 3% per il Leverage ratio e dell'8,5% per il Tier 1 ratio.

**Figura 12 - Confronto tra Tier1 ratio e Leverage ratio prima e dopo la simulazione**



FONTE: Elaborazione personale

La cosa più interessante riguarda però i RWA: con il conseguente aumento che riceverebbero dopo l'applicazione del rating sovrano, non verrà meno la quota dell'8% del patrimonio di vigilanza<sup>82</sup> (somma tra patrimonio di base e patrimonio supplementare al netto delle deduzioni) che dovrà obbligatoriamente essere detenuta, proprio perché lo scopo dei rapporti minimi di adeguatezza patrimoniale è quello di garantire che le banche siano in grado di assorbire un livello ragionevole di perdite prima di diventare insolventi, e prima che i fondi dei depositanti vengano persi. Per questo infatti, moltiplicando i nuovi RWA aggiuntivi per la quota dell'8% obbligatoria e sommandola per ciascun istituto del campione analizzato, sarebbero necessari 11,8 miliardi di ricapitalizzazione obbligatoria per rispettare i limiti imposti per legge. Ciò fa sorridere se si pensa che solo nel periodo 2008-2014<sup>83</sup> ci sono state in Italia ricapitalizzazioni per 40,6 miliardi e aiuti di stato per 6,3 miliardi, dunque sarà assai difficile che in un solo anno si riescano a trovare quasi 12 miliardi per far fronte anche a questa eventualità della ponderazione per il rischio sovrano dei titoli di stato, a meno che non vi sia l'ennesimo salvataggio statale con conseguenze molto gravi su avanzo primario e poi sul debito pubblico che irrimediabilmente registrerà un aumento, come si può evincere dal primo capitolo del presente lavoro.

<sup>82</sup> COMITATO DI BASILEA PER LA VIGILANZA BANCARIA: *Basilea 3 – Schema di regolamentazione internazionale per il rafforzamento delle banche e dei sistemi bancari*, Par. 50 pag. 20.

<sup>83</sup> ANON, 2015. *Banche operanti in Italia: il contesto operativo di riferimento*, ABI, [online]. Pag.4.

**Tabella 33 - Nuovo capitale e patrimonio assorbito nel caso di una ponderazione con rating sovrano**

<b>Banche e Gruppi Bancari</b>	<b>RWA</b>	<b>RWA dopo applicazione rating sovrano</b>	<b>Nuovo capitale assorbito (Caso rating sovrano)</b>	<b>Patrimonio di vigilanza assorbito (Caso rating sovrano)</b>
Top 5 banche Italiane:	653.815	780.421	126.606	10.128
Banche di grandi dimensioni:	85.680	99.008	13.328	1.066
Banche di piccole dimensioni:	25.330	32.007	6.677	534
Banche minori:	3.200	4.145	945	76
<b>TOTALE:</b>	<b>768.025</b>	<b>915.580</b>	<b>147.555</b>	<b>11.804</b>

FONTE: Bilanci depositati

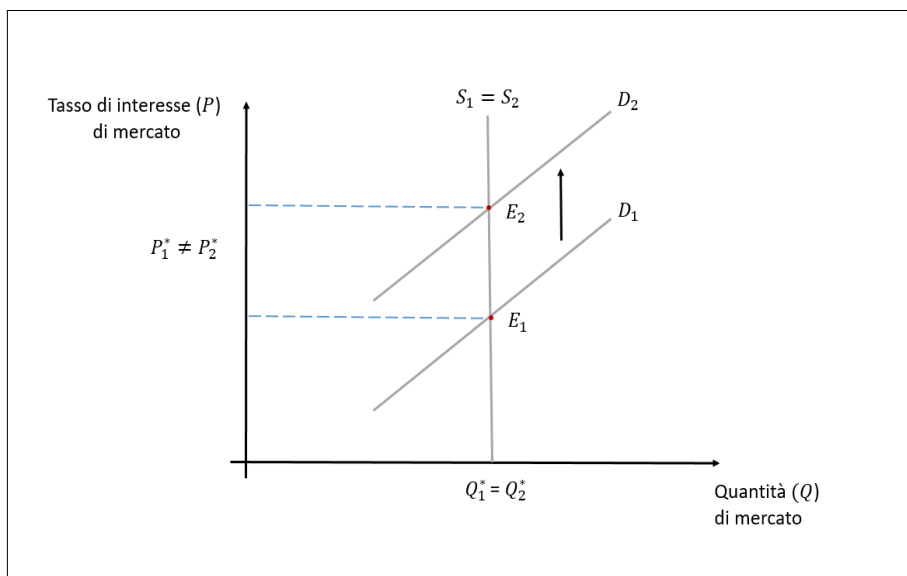
#### **4.2. Macro-effetti di una ponderazione “risk-weighted”**

Veniamo ora ad analizzare quali potrebbero essere le macro-conseguenze che potrebbe avere una ponderazione per il rischio dei titoli di Stato sul mercato. Eseguiamo la nostra analisi attraverso un modello standard di equilibrio parziale di offerta e domanda di titoli di Stato: dal lato della domanda, supponiamo che i titoli di Stato si comportino come un bene normale, cioè maggiore è il loro tasso di rendimento (*ceteris paribus*), maggiore sarà la quantità richiesta. Questo è un presupposto importante: l'esperienza maturata durante la crisi del debito sovrano in Europa suggerisce che il tasso di interesse può rimanere abbastanza stabile generalmente nel breve periodo e in tempi normali<sup>84</sup>, se ad esempio vengono applicate politiche monetarie standard per il mantenimento dell'equilibrio. Il tasso di interesse però può anche cadere o crescere bruscamente in circostanze eccezionali: basta pensare a cosa è successo alla Grecia a fine 2011 dopo la scoperta del buco nei conti pubblici, quando i tassi dei TDS a 10 anni hanno subito un incremento vertiginoso sino a rendimenti di oltre il 30%, per poi scendere a cascata a rendimenti del 5-6%. Dobbiamo poi anche supporre che l'offerta di TDS da parte dello Stato sia perfettamente inelastica o rigida, dunque insensibile al variare dei tassi di interesse e rappresentabile graficamente da una linea retta perfettamente verticale. Questo è verosimile soprattutto nel breve periodo

<sup>84</sup>GRANDE GIUSEPPE, MASCIANTONIO SERGIO, TISENO ANDREA. 2014. *The interest-rate sensitivity of the demand of sovereign debt. Evidence from the OECD countries (1995-2011)*. Banca d'Italia. Temi di Discussione (Working Paper). N.988.

per il fatto che i vincoli istituzionali e le forze politiche fanno spesso fatica ad aggiustare velocemente i conti pubblici secondo le esigenze di liquidità, basti pensare all'iter di approvazione di una nuova legge o alla simulazione degli effetti che può comportare un cambio dei tassi di interesse, oltre anche al tener conto delle direttive Europee e ai vincoli già presenti, dunque non è sempre immediato l'aggiustamento del tasso di interesse. Le recenti evidenze empiriche suggeriscono che, in ogni caso, la fornitura di TDS ha una bassa sensibilità del tasso di interesse<sup>85</sup>. L'aumento della ponderazione per il rischio dei TDS riduce però il rendimento netto che una banca ottiene su un bond sovrano: un tale aumento impone alla banca di avere più capitale, cioè di modificare la composizione delle sue passività, dirottandole verso fonti di finanziamento più costose.

**Figura 13 - Effetto di un incremento del rischio sovrano sulla domanda di TDS**



FONTE: Elaborazione Personale

Il costo aggiunto del capitale può essere considerato come un cambio di domanda parallelo: se una banca richiedeva una certa quantità di obbligazioni sovrane per un dato rendimento lordo prima dell'incremento dei pesi di rischio sovrani, continuerà a richiedere la stessa quantità di obbligazioni solo se il loro rendimento lordo aumenterà per un importo pari al costo aggiunto del capitale. In altre parole, l'aumento dei pesi di rischio sui TDS si comporterà come un'imposta, come illustrato nel grafico, dove S rappresenta l'offerta

<sup>85</sup>GRANDE GIUSEPPE, MASCIANTONIO SERGIO AND TISENO ANDREA, 2014. "The interest-rate sensitivity of the demand for sovereign debt. Evidence from OECD countries (1995-2011)". Banca d'Italia. Temi di Discussione (Working Paper). N.988. Pag. 24.

(inelastica) di TDS, D1 è la domanda di TDS prima dell'incremento di rischio e D2 è la domanda di TDS dopo l'aumento. Come è noto dalla teoria microeconomica della tassazione che si studia in scienza delle finanze, l'onere di un'imposta è più elevato per il lato più rigido del mercato (che in questo caso è l'offerta di TDS), e per il teorema di Dalton si ha che<sup>86</sup>: “L'entità della traslazione d'imposta sui consumatori dipende inversamente dall'elasticità della curva di domanda rispetto al prezzo, e direttamente dall'elasticità della curva di offerta rispetto al prezzo”. Qui di seguito troviamo una definizione analitica di come determinare l'elasticità totale utilizzando l'elasticità della domanda e dell'offerta utilizzate da Dalton<sup>87</sup>:

$$\text{Elasticità della Domanda: } \epsilon_d = \frac{\Delta Q^d}{\Delta P^d} * \left( \frac{P_1^d}{Q_1^d} \right) = \frac{Q_2 - Q_1}{P_2 - P_1} * \frac{P_1}{Q_1}$$

$$\text{Elasticità dell'Offerta: } \epsilon_s = \frac{\Delta Q^s}{\Delta P^s} * \left( \frac{P_0^d}{Q_0^d} \right) = \frac{Q_2 - Q_1}{[(P_2 - t) - P_1]} * \frac{P_1}{Q_1}$$

$$\text{Elasticità Totale: } \frac{\epsilon_s}{\epsilon_d} = \frac{\frac{Q_2 - Q_1}{[(P_2 - t) - P_1]} * \frac{P_1}{Q_1}}{\frac{Q_2 - Q_1}{P_2 - P_1} * \frac{P_1}{Q_1}} = \frac{P_2 - P_1}{[(P_2 - t) - P_1]} = \frac{\text{Traslazione di } t \text{ sul consumatore (Banche)}}{\text{Quota di } t \text{ in capo al produttore (Stato)}}$$

$$\text{Elasticità Totale: } \frac{\epsilon_s}{\epsilon_d} = 0$$

Nel nostro caso, non esiste effetto di traslazione perché il rapporto di elasticità è uguale a zero: non esiste infatti alcun impatto sulle Banche (che rappresentano il consumatore di TDS e guardano quindi all'asse x del grafico), perché c'è la stessa situazione anche dopo un aumento della ponderazione per il rischio dei TDS (che è in pratica un aumento di prezzo dovuto ad una certa tassa t), mentre tutto l'onere viene assorbito dallo Stato. Quindi, come già anticipato, per aumentare l'ammontare del patrimonio di vigilanza, le banche avranno bisogno di finanziare le loro attività più attraverso il patrimonio netto (equity) piuttosto che mediante capitale di debito, visto che andrebbe a ridurre il rendimento netto dei TDS a cui

<sup>86</sup> PAOLO BOSI. 2015. *Corso di scienza delle finanze*. Il mulino, Sesta edizione. Pag.229.

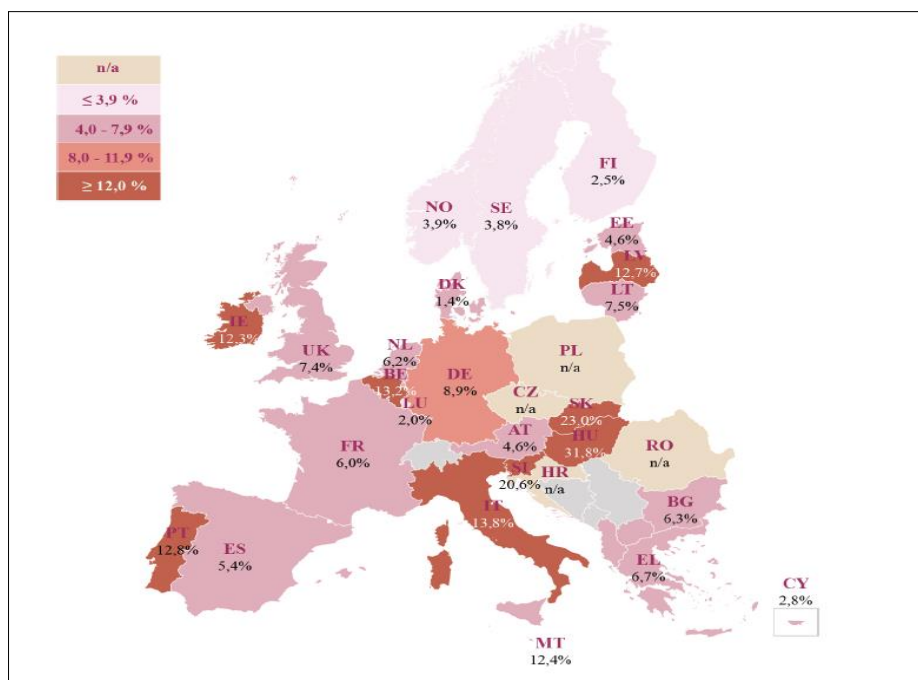
<sup>87</sup> BISES BRUNO. 2013. *Lezioni di Scienza delle Finanze*. Sesta edizione. Giapichelli editore. Pag.78.

si dovrebbero togliere gli oneri finanziari dovuti al finanziamento tramite indebitamento. La soluzione quindi è semplice: ipotizzando che un investitore informato veda cambiare il quadro normativo, e la propria banca sia così messa in difficoltà, con necessità di nuovo capitale, difficilmente si riuscirà a convincerlo a sottoscrivere un aumento di capitale date le prospettive di avere rendimenti uguali o inferiori e maggior rischio dovuto al capitale versato. Quindi, se la banca sceglierà di finanziarsi attraverso l'indebitamento, avrà un calo della redditività, o in estrema ratio, si arriverà ad un salvataggio da parte dello Stato.

#### 4.2.1. È sufficiente una nuova normativa? Una prospettiva internazionale

A questo punto però è lecito chiedersi se sia sufficiente una nuova normativa per impedire nuove crisi nel settore bancario. Ebbene, difficile sarebbe prevedere tutti gli effetti che potrebbero scaturire da un provvedimento di questo tipo, ma la figura<sup>88</sup> sottostante potrebbe aiutare a capire soprattutto quale potrebbe essere la diversità di tali conseguenze, da paese a paese.

Figura 14 - Paesi Europei ed esposizioni sovrane domestiche



FONTE: EGOV

<sup>88</sup> MAGNUS M., CIUCCI M., 2017, *Banks exposures to home sovereign bonds*. European Parliament. [online]. 15 maggio.

In Europa, si sa, non tutti gli Stati sono nelle stesse condizioni, chi per crescita, chi per debito pubblico e chi per rating e così via, ma pare evidente come alcuni paesi, quali Germania, Francia e Austria in primis, avrebbero pochi problemi nel rivedere le loro ponderazioni dei TDS, visto che l'esposizione sovrana domestica per gli ultimi due è di poco superiore al 4%, e in ogni caso verrebbero comunque ponderate come rischio zero data l'alta affidabilità attribuita ai loro rating. Pare dunque evidente che ci sia un'Europa "spaccata in due", quasi tra nord e sud, dove i paesi core, come Francia, Austria e Germania cercano di promuovere un tipo di provvedimento, e altri paesi come Spagna, Portogallo e Italia sembrano invece destinati a subirne le conseguenze.

**Tabella 34 - Esposizione sovrana principali Paesi Europei**

<b>Paese:</b>	<b>Esposizione sovrana domestica/Totale Attivo</b>	<b>CET1 ratio</b>	<b>Esposizione sovrana/Tier 1 Ratio</b>
Austria	4,60%	12,30%	37%
Germania	8,90%	13,20%	68%
Danimarca	1,40%	16,60%	9%
Finlandia	2,50%	20,20%	12%
Regno Unito	7,40%	12,30%	60%
Francia	6%	13,30%	45%
Spagna	5,40%	10,80%	50%
Irlanda	12,30%	12,70%	97%
Italia	13,80%	11,50%	120%
Lettonia	12,70%	9,60%	131%
Malta	12,40%	15,40%	80%
Portogallo	12,80%	9,70%	132%
Slovenia	20,60%	19,10%	108%
Ungheria	31,80%	13,20%	242%

FONTE: EGOV





## CONCLUSIONI

Al termine del presente lavoro ci si può fare una idea più chiara di quelli che sono gli aspetti cruciali dell'attualità in tema di debito pubblico, riforme e sistema finanziario del nostro paese. Tuttavia alcuni argomenti avrebbero meritato una trattazione molto più approfondita che, purtroppo, in questa sede non si è potuto fare in quanto essi esulano da quello che è l'obiettivo principale di questo elaborato. Nel complesso, il quadro che si è cercato di dipingere nei vari capitoli risulta abbastanza chiaro: le proposte di riforma spesso nascono per porre rimedio a situazioni critiche che minacciano l'equilibrio generale, cercando di limitare alcuni effetti potenzialmente insostenibili. L'Italia, in questo senso, e come analizzato in dettaglio nei primi capitoli, non è un esempio dei più virtuosi: basti pensare che relativamente al rating, dopo la crisi del 2008, quasi tutti i paesi sono riusciti a migliorare, arrivando a settembre 2017 con trend di crescita positivi, mentre l'Italia rimane stazionaria. Ciò è evidente soprattutto per i "PIIGS": il Portogallo è passato da BBB- a BB+ il 15 settembre 2017, la Grecia addirittura è passata dal grado speculativo CCC a B- il 18 agosto scorso, la Spagna ha migliorato nel 2015 il suo rating da BBB a BBB+, e anche altri paesi, come l'Irlanda, nel 2016 hanno migliorato la loro situazione passando da Baa1 ad A3, invece l'Italia non riceve un incremento dal lontano 17 giugno 2002. Di pari passo vanno anche le stime relative alla crescita del PIL, dove l'Italia, con il suo attuale +1,2% fa peggio di quasi tutti gli altri paesi Europei, e lo stesso si può dire per il debito pubblico, caso Grecia a parte. Queste premesse sono molto importanti perché da sole rendono già l'idea di che impatto potrebbe avere una riforma prudenziale delle esposizioni sovrane per questi paesi.

L'analisi condotta non è stata tra le più semplici: molti limiti, come l'inesattezza dei dati dovuta alle diverse fonti, e lo stesso campione di istituti analizzati, che per ragioni di tempo e complessità non poteva ricomprendere tutti quelli interessati, hanno reso il lavoro difficile in alcuni punti. Anche la questione del quadro normativo non è stata di aiuto, dato che il susseguirsi di riforme rispetto alla struttura e classificazione delle banche, delle norme sui depositi e le politiche contabili, spesso hanno generato effetti che non sono ancora del tutto chiari o quantificabili con esattezza.

Quello che però è evidente è che una riforma prudenziale delle esposizioni sovrane avrebbe un effetto di grandissima rilevanza per tutti gli istituti di credito italiani. Le Top 5 banche del nostro paese e le grandi banche avrebbero dei cali rilevanti in termini di Tier1 ratio, che scenderebbe tra il 17% e il 25,6%, mentre gli istituti più piccoli avrebbero invece delle

situazioni ancora più critiche, vista la mole di titoli statali in loro possesso, con Tier 1 ratio che calerebbe del 23,7% per le piccole, e del 32,6% per le banche minori, avvicinandosi pericolosamente ai limiti previsti dalla legge.

Analizzando i possibili vantaggi di una ponderazione “Risk-Weight”, bisogna tenere però presente che da sola non sarebbe una sufficiente garanzia contro alcuni eventi remoti, quali i default di stato. Infatti, se da un lato ci sarebbe certamente una salvaguardia degli attivi bancari, che meglio rappresenterebbero la realtà dei rischi ad essi associati, dall’altro bisogna ricordare che l’economia è in realtà un fenomeno sociale e non sempre spiegabile matematicamente o dal punto di vista quantitativo. Il ruolo predominante sarà sempre occupato dalla componente emotiva e sebbene si cerchi di imporre “paletti” più stringenti, in realtà ci sono molte altre relazioni che potrebbero mettere in crisi il settore bancario; basti pensare alle turbolenze associate al debito pubblico, e alle conseguenze su fiducia, mercati finanziari, investimenti, imprese, lavoro e famiglie. Di conseguenza, una modifica della regolamentazione volta a isolare un sistema bancario dal default del suo stato non è probabile che raggiunga il suo obiettivo, semplicemente per il fatto che non vi è un singolo legame tra i due. Bisogna poi ricordare che esistono già elementi dell’attuale quadro normativo che prendono in considerazione il rischio sovrano: il Leverage ratio comprende le esposizioni sovrane al suo interno; l’EBA nel 2011 ha chiesto alle banche di costruire dei buffer di capitale contro le loro esposizioni sovrane; e gli stress test, come quelli svolti nel 2014 nell’Unione europea, hanno esplicitamente considerato scenari applicati ai titoli di stato e hanno chiesto alle banche di rafforzare dove necessario.

D’altro canto però i costi non sarebbero pochi: dalle stime effettuate sul campione di banche preso in considerazione ci sarebbe un peggioramento globale delle condizioni della maggior parte degli istituti di credito, in special modo quelli più piccoli, che difficilmente riuscirebbero a rispettare gli attuali “paletti” imposti dalla legge. Pensando poi in un’ottica dei flussi di cassa, un’applicazione diretta del rating sovrano implicherebbe ricapitalizzazioni per il solo campione analizzato pari a 11,8 miliardi di euro, cifra inverosimile in un solo anno se si pensa che dal 2009 al 2014 le ricapitalizzazioni delle banche italiane sono state di 40,6 miliardi, al netto dei salvataggi di stato. È quindi giusto pensare che gli effetti della rimozione dell’attuale ponderazione “Risk-Free” non possa essere adeguatamente gestibile nel breve periodo, a meno che non vi sia un arco temporale abbastanza lungo in cui vengano fissati obiettivi di medio termine per dare il tempo agli istituti bancari di adattarsi, o, altrimenti, potrebbe essere più plausibile una ponderazione meno aggressiva, come quella del 10%, applicata a tavolino per tutti i titoli statali. Dal

punto di vista macroeconomico, imporre una riduzione delle esposizioni sovrane delle banche potrebbe comportarsi come una imposta, che renderebbe di fatto necessario rivedere se finanziarsi tramite debito o equity, portando a eventuali ricapitalizzazioni che in alcuni casi vedrebbero pochi consensi tra gli investitori e la necessità di un nuovo intervento dello Stato.

In conclusione, alla luce dei dati e delle considerazioni fatte sino ad ora, si può certamente affermare che sia i costi marginali per i singoli istituti di credito, che quelli macroeconomici di una riforma, potrebbero essere notevoli, mentre i benefici sono incerti. Il modo principale per allentare lo stretto legame tra paesi sovrani e banche non è quello di andare a tappezzare con proposte di riforme difficilmente realizzabili i buchi che irrimediabilmente si creano tra i due: alla base di tutto vi è e sarà sempre la solidità dei conti dello stato, che non può essere artificiosamente mascherata, dato che i titoli di stato ne sono in qualche modo lo specchio. Le forze politiche dovrebbero dunque impegnarsi per risolvere il problema all'origine e non farlo gravare sulle generazioni future, impegnandosi con le riforme per rafforzare la solidità dei conti pubblici e a livello Europeo varare contromisure che non portino a provvedimenti *“una tantum”* o a proposte drastiche, ma impegnarsi per avere un sistema più compatto ed efficiente, come si avrebbe sviluppando appieno l'unione bancaria. Tutto questo però non può sostituirsi a quelli che dovrebbero essere i capisaldi dell'Unione Europea. La scuola ci insegna che in economia l'offerta segue la domanda, ma prima di seguire ciecamente questa legge dobbiamo domandarci se è giusto che proprio in Europa, dove l'art.3 del Trattato sull'Unione Europea sostiene che essa è nata per: *“[...] promuovere la pace, i suoi valori e il benessere dei suoi popoli”*, si accetti di avere trattamenti normativi che non abbiano al centro questi valori, ma solamente la quadratura dei conti e la salvaguardia degli interessi dei più potenti. Spesso infatti, le riforme non sono ispirate da bisogni di equità, ma dalla salvaguardia delle disparità, lasciando che paesi come la Grecia, la Spagna, il Portogallo, l'Irlanda e l'Italia continuino a versare in condizioni di stagnazione, disoccupazione e indebitamento sistematico nei confronti di altri paesi che traggono da queste situazioni occasioni per degli extraprofitti. Tutto questo segue un principio antichissimo, come sosteneva lo stesso Eraclito quando recitava *“panta rei”*: nulla si crea e nulla si distrugge, ma in realtà tutto scorre. In economia vige lo stesso principio, perché la ricchezza non nasce dal nulla, ma solo si trasforma, e ne è un esempio la celebre frase del monetarista Milton Friedman: *“nessun pasto è gratuito”*, per dire che il costo di un pasto qualcuno irrimediabilmente lo pagherà. Quando si fanno delle proposte di legge come il Report Balz sulla ponderazione dei titoli di stato, non si tiene infatti conto di quello

che c'è al di là degli interessi commerciali e finanziari, perché l'Europa stessa non è una media di numeri e percentuali, ma un insieme di popoli, etnie, culture, valori, famiglie e persone diverse che compongono uno stesso quadro, che a volte sembra essere estraneo a tutto questo. Con questo elaborato invito dunque a riflettere, perché non è ammissibile, secondo quanto riportato sopra, che il regolatore di ultima istanza sia solamente il mercato.

## APPENDICE:

### Appendice 1 - Prezzo TDS, serie storica.

data	ultimo	apertura	max	min	vol	var%					
giu-17	133,85	133,06	134,01	132,31	-	0,64%					
mag-17	133	131,48	134	131,48	-	1,14%					
apr-17	131,5	130,71	132,49	130,21	-	0,60%					
mar-17	130,71	132,85	133,08	127,62	-	-1,68%					
feb-17	132,94	130,9	133,09	129,65	-	1,47%					
gen-17	131,01	135,39	136,51	130,3	-	-3,30%					
dic-16	135,48	134,99	136,04	131,76	-	0,24%					
nov-16	135,16	138,44	138,81	132,39	-	-2,42%					
ott-16	138,51	143,04	143,08	138,13	-	-3,10%					
set-16	142,94	145,32	145,55	141,15	-	-1,68%					
ago-16	145,38	144,76	146,48	143,96	-	0,39%					
lug-16	144,81	144,92	144,93	143,15	-	-0,27%					
giu-16	145,2	139,65	145,44	136,93	-	4,02%					
mag-16	139,59	138,02	139,84	137,56	-	1,20%					
apr-16	137,93	140,74	140,76	137,13	-	-1,88%					
mar-16	140,57	140,12	140,78	137,59	-	0,28%					
feb-16	140,18	140,19	140,38	136,1	2,34M	0,17%					
gen-16	139,94	137,97	140,22	136,66	2,00M	1,46%					
dic-15	137,92	140,92	141,59	136,27	1,70M	-2,14%					
nov-15	140,94	138,76	141,42	136,2	1,99M	1,44%					
ott-15	138,94	136,22	140	136,11	1,97M	1,94%					
set-15	136,29	134,96	136,54	133,64	1,83M	0,83%					
ago-15	135,17	136,81	137,33	134,32	1,31M	-1,12%					
lug-15	136,7	129,87	136,78	128,95	1,63M	4,98%					
giu-15	130,21	135,12	135,12	125,65	2,66M	-3,51%					
mag-15	134,94	138,71	138,71	132,18	2,19M	-2,49%					
apr-15	138,38	140,58	141,29	137,2	1,83M	-1,56%					
mar-15	140,58	140,89	142,72	139,05	2,20M	-0,22%					
feb-15	140,89	138,6	141,24	137,11	1,96M	1,95%					
gen-15	138,19	135,7	140,17	134,76	1,95M	1,91%					
dic-14	135,6	134,09	135,74	132,82	1,36M	1,18%					
nov-14	134,02	130,62	134,21	129,66	1,15M	2,84%					
ott-14	130,32	130,69	131,29	126,56	2,02M	-0,12%					
set-14	130,48	130,45	132,54	128,77	1,66M	-0,03%					
ago-14	130,52	127,71	131,36	125,41	1,34M	2,16%					
lug-14	127,76	126,2	128,39	125,05	1,12M	1,25%					
giu-14	126,18	125,17	127,23	124,66	1,17M	0,81%					
mag-14	125,17	124,27	125,83	121,62	1,64M	0,94%					
apr-14	124	121,64	124,14	121,25	993,63K	1,88%					
mar-14	121,71	120,26	122,07	119,96	944,34K	1,30%					
feb-14	120,15	117,67	120,43	117,3	952,48K	2,11%					
gen-14	117,67	114,84	117,77	114,61	987,14K	2,48%					
dic-13	114,82	116,14	116,22	113,53	488,46K	-1,20%					
nov-13	116,21	114,96	116,4	114,23	649,75K	1,11%					
ott-13	114,93	110,44	115,16	110,24	870,67K	4,12%					
set-13	110,38	111,57	112,39	108,27	624,31K	-1,17%					
ago-13	111,69	111,49	113,64	110,96	492,93K	0,38%					
lug-13	111,27	109,88	112,19	109,11	649,17K	1,46%					
giu-13	109,67	114,27	115,1	106,39	852,95K	-4,25%					
mag-13	114,54	115,85	117,87	113,75	764,64K	-1,22%					
apr-13	115,95	108,38	116,23	108,18	667,00K	6,86%					
mar-13	108,51	109,47	110,91	107,5	723,95K	-0,96%					
feb-13	109,56	112,8	114,2	107,72	889,52K	-2,92%					
gen-13	112,86	110,87	114,68	110,78	560,38K	1,97%					
dic-12	110,68	111,77	112,93	107,11	401,33K	-0,98%					
nov-12	111,78	107,35	111,96	106,64	427,89K	3,92%					
ott-12	107,56	104,75	109,5	104,75	383,91K	2,05%					
set-12	105,4	101,35	106,98	101,07	407,46K	4,27%					
ago-12	101,08	99,13	103,16	96,4	378,17K	2,13%					
lug-12	98,97	100,06	102,34	94,34	455,13K	-1,48%					
giu-12	100,46	99,72	103,69	96,21	455,62K	0,92%					
mag-12	99,54	101,94	103,59	98,52	444,84K	-2,13%					
apr-12	101,71	104,82	105,56	99,62	287,77K	-2,74%					
mar-12	104,57	106,15	110,2	103,25	283,54K	-1,49%					
feb-12	106,15	99,8	106,43	99,43	293,92K	6,78%					
gen-12	99,41	91,65	100,58	90,34	222,39K	8,51%					
dic-11	91,61	90,6	98,99	89,55	187,91K	0,89%					
nov-11	90,8	97,15	97,77	87,46	290,61K	-6,52%					
ott-11	97,13	100	101,55	96,57	144,07K	-3,12%					
set-11	100,26	106,75	107,06	97,65	206,07K	-6,05%					
ago-11	106,72	100,4	108,25	96	224,64K	6,74%					
lug-11	99,98	107,6	108,18	97,87	261,96K	-7,24%					
giu-11	107,78	109,73	111,39	106,38	176,54K	-1,89%					
mag-11	109,86	109,25	110,67	108,89	133,59K	0,65%					
apr-11	109,15	108,2	109,6	107,84	124,84K	1,10%					
mar-11	107,96	109,12	109,5	106,05	173,43K	-1,05%					
feb-11	109,11	109,73	111,67	108,97	156,10K	-0,72%					
gen-11	109,9	109,85	110,8	108,32	127,94K	1,04%					
dic-10	108,77	111	114,09	108,4	86,85K	-2,05%					
nov-10	111,05	116,6	116,85	109,99	157,17K	-4,74%					
ott-10	116,58	116,62	118,59	116,42	78,42K	-0,09%					
set-10	116,68	118,4	119,14	115,33	89,06K	-1,76%					
ago-10	118,77	116,34	118,84	116,28	67,70K	2,04%					
lug-10	116,39	114,22	116,5	113,86	72,82K	1,98%					
giu-10	114,13	115,15	115,34	111,7	113,98K	-0,93%					
mag-10	115,2	115,76	117,64	112,35	127,47K	-0,54%					
apr-10	115,82	116,76	117,18	114,38	114,53K	-0,80%					
mar-10	116,75	116,8	117,54	115,22	123,61K	-0,17%					
feb-10	116,95	115,47	117,04	115,39	146,56K	1,30%					
gen-10	115,45	114,71	116,36	114,6	97,85K	0,58%					
dic-09	114,78	117,13	118,14	114,78	71,50K	-1,95%					
nov-09	117,06	116,04	117,1	115,41	75,87K	0,84%					
ott-09	116,09	115,17	116,56	114,59	97,45K	0,69%					
Massimo:	146,48	Minimo:	87,46	Differenz:	59,02	Media:	120,64	Var. %:	16,09		

## Appendice 2 - Tasso d'interesse TDS, serie storica.

DATA_OSS	VALORE
aprile-17	2,25705
marzo-17	2,40073
febbraio-17	2,35192
gennaio-17	1,99107
dicembre-16	1,88618
novembre-16	1,94278
ottobre-16	1,45047
settembre-16	1,26606
agosto-16	1,17635
luglio-16	1,22722
giugno-16	1,45346
maggio-16	1,52632
aprile-16	1,44177
marzo-16	1,37516
febbraio-16	1,5585
gennaio-16	1,5343
dicembre-15	1,57864
novembre-15	1,57018
ottobre-15	1,69606
settembre-15	1,92014
agosto-15	1,83856
luglio-15	2,04214
giugno-15	2,19919
maggio-15	1,81211
aprile-15	1,3574
marzo-15	1,29423
febbraio-15	1,55683
gennaio-15	1,70214
dicembre-14	1,9898
novembre-14	2,29036
ottobre-14	2,4239
settembre-14	2,40013
agosto-14	2,6327
luglio-14	2,79361
giugno-14	2,91968
maggio-14	3,12329
aprile-14	3,22823
marzo-14	3,39943
febbraio-14	3,65119
gennaio-14	3,86587
dicembre-13	4,11398
novembre-13	4,09506
ottobre-13	4,24765
settembre-13	4,54105
agosto-13	4,41911
luglio-13	4,41831
giugno-13	4,37887
maggio-13	3,96398
aprile-13	4,27767
marzo-13	4,64036
febbraio-13	4,4929
gennaio-13	4,20769
dicembre-12	4,54158
novembre-12	4,85144
ottobre-12	4,95287
settembre-12	5,2543
agosto-12	5,82165
luglio-12	5,99562
giugno-12	5,90366
maggio-12	5,78334
aprile-12	5,67583
marzo-12	5,04876
febbraio-12	5,54646
gennaio-12	6,5366
dicembre-11	6,81193
novembre-11	7,05709
ottobre-11	5,9719
settembre-11	5,7457
agosto-11	5,27054
luglio-11	5,46328
giugno-11	4,81559
maggio-11	4,75615
aprile-11	4,84077
marzo-11	4,87539
febbraio-11	4,73561
gennaio-11	4,72908
dicembre-10	4,603
novembre-10	4,18408
ottobre-10	3,80021
settembre-10	3,86227
agosto-10	3,80208
luglio-10	4,02583
giugno-10	4,1022
maggio-10	3,98492
aprile-10	3,99558
marzo-10	3,94527
febbraio-10	4,04712
gennaio-10	4,07788

dicembre-09	4,00728
novembre-09	4,05652
ottobre-09	4,10144
settembre-09	4,08809
agosto-09	4,11556
luglio-09	4,37291
giugno-09	4,60624
maggio-09	4,41509
aprile-09	4,35597
marzo-09	4,45835
febbraio-09	4,53581
gennaio-09	4,62129
dicembre-08	4,46882
novembre-08	4,74252
ottobre-08	4,78
settembre-08	4,8041
agosto-08	4,61387
luglio-08	5,09463
giugno-08	5,10565
maggio-08	4,70282
aprile-08	4,53189
marzo-08	4,37747
febbraio-08	4,35443
gennaio-08	4,39891
dicembre-07	4,53849
novembre-07	4,44929
ottobre-07	4,59088
settembre-07	4,57357
agosto-07	4,58355
luglio-07	4,76033
giugno-07	4,77197
maggio-07	4,48971
aprile-07	4,37021
marzo-07	4,17622
febbraio-07	4,28009
gennaio-07	4,2628
dicembre-06	4,0376
novembre-06	3,97009
ottobre-06	4,06997
settembre-06	4,03582
agosto-06	4,1707
luglio-06	4,30648
giugno-06	4,29471
maggio-06	4,28469
aprile-06	4,22184
marzo-06	3,92284
febbraio-06	3,69735
gennaio-06	3,54353
dicembre-05	3,55319
novembre-05	3,65516
ottobre-05	3,44443
settembre-05	3,28701
agosto-05	3,44898
luglio-05	3,43842
giugno-05	3,40502
maggio-05	3,55261
aprile-05	3,65325
marzo-05	3,83727
febbraio-05	3,67836
gennaio-05	3,71143
dicembre-04	3,79167
novembre-04	3,99979
ottobre-04	4,12889
settembre-04	4,25079
agosto-04	4,27713
luglio-04	4,43989
giugno-04	4,54392
maggio-04	4,49304
aprile-04	4,35086
marzo-04	4,16873
febbraio-04	4,34284
gennaio-04	4,31655
dicembre-03	4,4588
novembre-03	4,51138
ottobre-03	4,38222
settembre-03	4,31445
agosto-03	4,29336
luglio-03	4,13202
giugno-03	3,82209
maggio-03	4,03517
aprile-03	4,31189
marzo-03	4,18462
febbraio-03	4,15661
gennaio-03	4,37548
dicembre-02	4,54822
novembre-02	4,7354
ottobre-02	4,75706
settembre-02	4,61844
agosto-02	4,82842
luglio-02	5,10932
giugno-02	5,25533
maggio-02	5,40598
aprile-02	5,40396
marzo-02	5,41067
febbraio-02	5,19949
gennaio-02	5,14738
dicembre-01	5,04714
novembre-01	4,80034
ottobre-01	4,96395
settembre-01	5,196
agosto-01	5,21455
luglio-01	5,4162
giugno-01	5,39902
maggio-01	5,4487
aprile-01	5,28228
marzo-01	5,13048
febbraio-01	5,18368
gennaio-01	5,1831

### Appendice 3 - Analisi del debito pubblico, serie storica.

Anno	PIL a prezzi di mercato (Milioni Euro)	Var % Annuo	Debito pubblico nominale (Milioni Euro)	Var % Annuo	Deficit	Saldo interessi sul debito	Saldo primario (entrate pubbliche - spese pubbliche)	Saldo primario - Interessi	Rapporto % Debito/PIL	Rapporto Deficit/PIL	Rapporto Interessi/PIL	Rapporto % Saldo Primario/PIL
1980	203.382,80	24,96%	114.065,98	20,32%	14.168,00	7.694,00	6.474,00	-1.220,00	56,08%	6,97%	3,78%	3,18%
1981	243.632,40	19,79%	142.427,14	24,86%	26.488,00	10.483,00	16.005,00	5.522,00	58,46%	10,87%	4,30%	6,57%
1982	287.552,30	18,03%	181.567,83	27,48%	28.784,00	17.016,00	11.768,00	-5.248,00	63,14%	10,01%	5,92%	4,09%
1983	334.832,90	16,44%	232.385,48	27,99%	33.855,00	24.254,00	9.601,00	-14.653,00	69,40%	10,11%	7,24%	2,87%
1984	382.830,70	14,33%	286.744,39	23,39%	43.957,00	29.908,00	14.049,00	-15.859,00	74,90%	11,48%	7,81%	3,67%
1985	429.648,80	12,23%	347.592,62	21,22%	53.210,00	33.678,00	19.532,00	-14.146,00	80,90%	12,38%	7,84%	4,55%
1986	475.030,70	10,56%	404.335,88	16,32%	56.801,00	38.317,00	18.484,00	-19.833,00	85,12%	11,96%	8,07%	3,89%
1987	519.650,60	9,39%	463.083,44	14,53%	59.833,00	38.304,00	21.529,00	-16.775,00	89,11%	11,51%	7,37%	4,14%
1988	577.455,10	11,12%	524.528,44	13,27%	63.785,00	45.186,00	18.599,00	-26.587,00	90,83%	11,05%	7,83%	3,22%
1989	634.021,20	9,80%	591.618,70	12,79%	72.462,00	55.074,00	17.388,00	-37.686,00	93,31%	11,43%	8,69%	2,74%
1990	701.352,00	10,62%	667.847,73	12,88%	80.248,00	67.342,00	12.906,00	-54.436,00	95,22%	11,44%	9,60%	1,84%
1991	765.806,10	9,19%	755.010,88	13,05%	87.168,00	83.383,00	3.785,00	-79.598,00	98,59%	11,38%	10,89%	0,49%
1992	805.681,80	5,21%	849.920,48	12,57%	83.631,00	94.217,00	10.586,00	-83.631,00	105,49%	10,38%	11,69%	1,31%
1993	829.758,10	2,99%	959.713,46	12,92%	83.330,00	100.657,00	17.327,00	-83.330,00	115,66%	10,04%	12,13%	2,09%
1994	877.708,10	5,78%	1.069.415,10	11,43%	79.793,00	93.209,00	13.416,00	-79.793,00	121,84%	9,09%	10,62%	1,53%
1995	985.342,30	12,26%	1.151.488,82	7,67%	70.234,00	101.681,00	31.447,00	-70.234,00	116,86%	7,13%	10,32%	3,19%
1996	1.043.466,70	5,90%	1.213.508,31	5,39%	69.830,00	108.310,00	38.480,00	-69.830,00	116,30%	6,69%	10,38%	3,69%
1997	1.090.273,40	4,49%	1.238.169,57	2,03%	28.050,00	91.980,00	63.930,00	-28.050,00	113,57%	2,57%	8,44%	5,86%
1998	1.135.930,90	4,19%	1.254.386,00	1,31%	30.481,00	82.169,00	51.688,00	-30.481,00	110,43%	2,68%	7,23%	4,55%
1999	1.172.365,30	3,21%	1.282.061,53	2,21%	19.550,00	71.218,00	51.668,00	-19.530,00	109,36%	1,67%	6,07%	4,41%
2000	1.239.758,80	5,75%	1.300.340,73	1,43%	9.962,00	72.229,00	2.427,00	-69.802,00	104,89%	0,80%	5,83%	0,20%
2001	1.299.411,80	4,81%	1.358.333,19	4,46%	38.501,00	75.011,00	36.510,00	-38.501,00	104,53%	2,96%	5,77%	2,81%
2002	1.346.360,20	3,61%	1.368.511,75	0,75%	37.085,00	68.464,00	31.379,00	-37.085,00	101,65%	2,75%	5,09%	2,33%
2003	1.391.312,80	3,34%	1.393.495,30	1,83%	46.614,00	65.497,00	18.883,00	-46.614,00	100,16%	3,35%	4,71%	1,36%
2004	1.449.016,00	4,15%	1.444.603,56	3,67%	48.312,00	63.450,00	15.138,00	-48.312,00	99,70%	3,33%	4,38%	1,04%
2005	1.490.409,40	2,86%	1.518.556,00	5,12%	60.428,00	62.133,00	1.705,00	-60.428,00	101,89%	4,05%	4,17%	0,11%
2006	1.549.188,00	3,94%	1.587.781,00	4,56%	49.634,00	65.891,00	16.257,00	-49.634,00	102,49%	3,20%	4,25%	1,05%
2007	1.610.304,90	3,95%	1.605.126,00	1,09%	29.179,00	73.409,00	44.311,00	-29.098,00	99,68%	1,81%	4,56%	2,75%
2008	1.632.933,40	1,41%	1.670.993,00	4,10%	42.700,00	81.312,00	38.621,00	-42.691,00	102,33%	2,61%	4,98%	2,37%
2009	1.573.655,10	-3,63%	1.769.226,00	5,88%	82.752,00	70.863,00	-9.441,93	-80.304,93	112,43%	5,26%	4,50%	-0,60%
2010	1.605.694,40	2,04%	1.851.217,00	4,63%	69.270,00	71.113,00	-1.605,69	-72.718,69	115,29%	4,31%	4,43%	-0,10%
2011	1.638.857,30	2,07%	1.907.612,00	3,05%	60.016,00	78.225,00	16.388,57	-61.836,43	116,40%	3,66%	4,77%	1,00%
2012	1.615.131,20	-1,45%	1.988.363,00	4,23%	47.633,00	86.119,00	40.378,28	-45.740,72	123,11%	2,95%	5,33%	2,50%
2013	1.609.462,20	-0,35%	2.068.722,00	4,04%	48.283,87	77.568,00	32.189,24	-45.378,76	128,53%	3,00%	4,82%	2,00%
2014	1.616.253,60	0,42%	2.134.906,00	3,20%	48.487,61	74.337,00	25.860,06	-48.476,94	132,09%	3,00%	4,60%	1,60%
2015	1.627.881,00	0,72%	2.194.504,00	2,79%	48.836,43	68.216,00	24.418,22	-43.797,79	134,81%	3,00%	4,19%	1,50%
2016	1.642.444,00	0,89%	2.217.695,00	1,05%	49.273,32	66.478,00	39.812,84	-26.665,16	135,20%	3,00%	4,05%	2,42%
2017	1.658.868,44	1,00%	2.250.352,00	1,01%					135,66%			
TOTALE			2.250.352,00			2.414.395,00	821.912,59					



## Appendice 4 - Analisi del campione di banche

Classifica	Totale fondi intermediati (milioni di euro)	Banche e Gruppi Bancari	Totale Attivo (milioni di Euro)	Coefficiente implicito di rischio globale (b)	RWA	Capitale Tier1 (Attuale)	Tier 1 Ratio (Attuale)	Tier 1 Ratio (Applicando Rating Sovrano)	Impatto % Ponderazione rating sovrano su Tier 1 ratio (attuale)	RWA dopo aver applicato il Rating Sovrano	RWA rischio sovrano con solo paesi UE	Tier 1 (Applicando ponderazione 10%)	Impatto % Ponderazione 10% su Tier 1 ratio (attuale)	RWA dopo aver applicato ponderazione 10%
TOP 5 gruppi italiani		Unicredit	891.477	0,225	200.612	25.678	12,8%	11,3%	-13,1%	232.409	231.199	12,4%	-2,9%	206.425
		Intesa Sanpaolo	725.100	0,392	283.918	36.058	12,7%	10,9%	-17,0%	352.816	346.522	12,2%	-4,1%	249.783
		Monte dei Paschi di Siena (MPS)	153.178	0,463	70.984	5.821	8,2%	7,8%	-10,7%	78.777	78.632	8,0%	-2,8%	63.632
		Banco Popolare (BP)	117.411	0,331	38.815	5.077	13,1%	10,6%	-23,7%	48.002	48.000	12,5%	-4,7%	34.579
		Unione di Banche Italiane (UBI)	112.384	0,529	59.486	6.829	11,5%	10,2%	-12,2%	68.418	66.754	11,2%	-2,7%	52.531
Banche di medie dimensioni		<b>Top5 banche italiane:</b>	<b>1.999.550</b>	<b>0,327</b>	<b>653.815</b>	<b>79.463</b>	<b>12,4%</b>	<b>10,6%</b>	<b>-17,0%</b>	<b>780.421</b>	<b>771.106</b>	<b>11,7%</b>	<b>-5,2%</b>	<b>606.950</b>
		Banca popolare dell'Emilia-Romagna (BPER)	64.957	0,502	32.594	4.561	14,0%	12,8%	-9,0%	36.195	35.628	13,7%	-2,0%	29.953
		Cassa di Risparmio di Parma e Piacenza Mediolanum	52.992	0,455	24.130	2.855	11,8%	10,8%	-9,2%	26.489	26.350	11,6%	-1,9%	22.510
		Veneto Banca	41.971	0,235	9.865	1.973	20,0%	12,7%	-57,3%	15.688	15.516	17,9%	-11,6%	8.316
		<b>Banche di grandi dimensioni:</b>	<b>28.078</b>	<b>0,680</b>	<b>19.091</b>	<b>1.218</b>	<b>6,4%</b>	<b>5,9%</b>	<b>-8,0%</b>	<b>20.656</b>	<b>20.614</b>	<b>6,3%</b>	<b>-1,6%</b>	<b>17.298</b>
Banche Piccole		Banco di Desio	12.366	0,645	7.982	878	11,0%	10,0%	-10,3%	8.803	8.803	10,8%	-2,1%	7.087
		Nuova Banca delle Marche	11.781	0,535	6.308	229	3,6%	2,5%	-47,9%	9.887	9.329	3,3%	-10,9%	3.484
		BCC di Roma	11.099	0,438	4.864	715	14,7%	11,5%	-28,4%	6.885	6.344	13,8%	-6,4%	3.815
		Banca Popolare dell'Alto Adige	9.316	0,663	6.176	724	11,7%	10,8%	-9,0%	6.733	6.733	11,5%	-1,8%	5.349
		<b>Banche di piccole dimensioni:</b>	<b>44.562</b>	<b>0,568</b>	<b>25.330</b>	<b>2.546</b>	<b>10,1%</b>	<b>8,2%</b>	<b>-23,7%</b>	<b>32.007</b>	<b>31.108</b>	<b>9,6%</b>	<b>-5,7%</b>	<b>19.886</b>
Banche Minori		Banca del Piemonte	1.882	0,521	981	152	15,5%	13,2%	-17,6%	1.180	1.154	14,9%	-3,8%	825
		Banca Etica	1.556	0,409	637	79	12,4%	8,6%	-44,4%	920	920	11,4%	-8,9%	462
		Banca del Centrovneto	1.421	0,417	592	87	14,7%	10,5%	-39,5%	826	826	13,4%	-9,9%	406
		Banca Adria	1.214	0,815	990	98	9,9%	8,0%	-23,2%	1.220	1.220	9,5%	-4,6%	662
		<b>Banche minori:</b>	<b>6.073</b>	<b>1</b>	<b>3.200</b>	<b>416</b>	<b>13,4%</b>	<b>10,1%</b>	<b>-32,6%</b>	<b>4.145</b>	<b>4.119</b>	<b>12,2%</b>	<b>-9,4%</b>	<b>2354</b>
	<b>TOTALE:</b>	<b>2.238.183</b>	<b>0</b>	<b>768.025</b>	<b>93.032</b>	<b>12,4%</b>	<b>10,5%</b>	<b>-18,2%</b>	<b>915.580</b>	<b>904.440</b>	<b>11,7%</b>	<b>-6,1%</b>	<b>707.657</b>	

Classifica	Totale fondi intermediati (milioni di euro)	Banche e Gruppi Bancari	Leverage	Leverage (Senza esposizione sovrana)	Impatto esposizione sovrana su Leva	Leverage applicando rating sovrano	Impatto rating sovrano su Leverage	Leverage applicando ponderazione 10%	Impatto ponderazione 10% su Leverage	Nuovo capitale assorbito (Casorating Sovrano)	Patrimonio di vigilanza assorbito (Casorating Sovrano)	Esposizione sovrana domestica/Capitale Tier 1(%)
TOP 5 gruppi italiani		<b>Unicredit</b>	2,88%	3,08%	6,98%	2,97%	3,04%	2,90%	0,66%	31.797	2.544	177,69%
		<b>Intesa Sanpaolo</b>	4,97%	5,93%	19,26%	5,33%	7,12%	5,05%	1,64%	68.898	5.512	239,84%
		<b>Monte dei Paschi di Siena (MPS)</b>	3,80%	4,38%	15,22%	4,00%	5,24%	3,85%	1,34%	7.793	623	259,87%
		<b>Banco Popolare (BP)</b>	4,32%	5,13%	18,55%	4,69%	8,48%	4,39%	1,59%	9.187	735	361,73%
		<b>Unione di Banche Italiane (UBI)</b>	6,08%	7,10%	16,84%	6,50%	6,91%	6,17%	1,46%	8.532	715	200,76%
		<b>Top5 banche Italiane:</b>	<b>3,97%</b>	<b>4,49%</b>	<b>13,00%</b>	<b>4,18%</b>	<b>5,19%</b>	<b>4,02%</b>	<b>1,16%</b>	<b>126.606</b>	<b>10.128</b>	<b>225,65%</b>
		<b>Banca popolare dell'Emilia-Romagna (BPER)</b>	7,02%	7,81%	11,26%	7,36%	4,75%	7,09%	1,02%	3.601	288	128,70%
		<b>Cassa di Risparmio di Parma e Piacenza</b>	5,39%	5,89%	9,41%	5,52%	4,37%	5,43%	0,87%	2.339	187	155,52%
		<b>Mediolanum</b>	4,70%	6,47%	37,62%	5,43%	15,56%	4,83%	2,81%	5.823	466	572,78%
		<b>Veneto Banca</b>	4,34%	4,87%	12,37%	4,59%	5,74%	4,39%	1,11%	1.565	125	249,75%
Banche di medie dimensioni		<b>Banche di grandi dimensioni:</b>	<b>5,64%</b>	<b>6,54%</b>	<b>15,83%</b>	<b>6,04%</b>	<b>7,03%</b>	<b>5,72%</b>	<b>1,39%</b>	<b>13.328</b>	<b>1.066</b>	<b>232,42%</b>
		<b>Banco di Desio</b>	7,10%	8,19%	15,30%	7,60%	7,11%	7,20%	1,34%	821	66	186,90%
		<b>Nuova Banca delle Marche</b>	1,94%	4,42%	127,39%	2,61%	34,49%	2,06%	5,93%	3.579	285	2638,43%
		<b>BCC di Roma</b>	6,44%	8,94%	38,77%	7,36%	14,20%	6,63%	2,87%	1.721	138	386,01%
		<b>Banca Popolare dell'Alto Adige</b>	7,77%	8,83%	13,57%	8,27%	6,35%	7,87%	1,21%	557	45	153,73%
		<b>Banche di piccole dimensioni:</b>	<b>5,71%</b>	<b>7,95%</b>	<b>38,79%</b>	<b>6,56%</b>	<b>14,90%</b>	<b>5,88%</b>	<b>2,88%</b>	<b>6.677</b>	<b>534</b>	<b>453,89%</b>
		<b>Banca del Piemonte</b>	8,08%	10,06%	24,55%	8,89%	10,09%	8,24%	2,01%	199	16	226,97%
		<b>Banca Etica</b>	5,08%	7,98%	57,17%	6,21%	22,23%	5,27%	3,77%	283	23	716,46%
		<b>Banca del Centroveneto</b>	6,12%	10,43%	70,38%	7,33%	19,71%	6,39%	4,31%	234	19	537,93%
		<b>Banca Adria</b>	8,07%	12,98%	60,79%	9,95%	23,31%	8,39%	3,93%	230	18	468,37%
		<b>Banche minori:</b>	<b>6,85%</b>	<b>10,17%</b>	<b>48,48%</b>	<b>8,07%</b>	<b>17,83%</b>	<b>7,08%</b>	<b>3,38%</b>	<b>945</b>	<b>76</b>	<b>441,83%</b>
		<b>TOTALE:</b>	<b>4,16%</b>	<b>4,75%</b>	<b>13,85%</b>	<b>4,39%</b>	<b>5,55%</b>	<b>4,21%</b>	<b>1,22%</b>	<b>147.555</b>	<b>11.804</b>	<b>233,64%</b>

Classifica	Totale fondi intermediari (milioni di euro)	Banche e Gruppi Bancari	Esposizione sovrana Totale/Totale Attivo (%)	Titoli Italia	Esposizione sovrana Domestica/Esposizioni sovrane Totale%	Titoli Germania	Titoli Francia	Titoli Spagna	Titoli Austria	Titoli Polonia	Altri paesi UE	Altri paesi EXTRA-UE	A Breve (< 1 anno)	A Medio termine (tra 1 e 5 anni)	A Lungo (oltre 5 anni)	CECK
TOP 5 gruppi italiani	58.129	Unicredit	6,5%	45.628	78,5%	972	3.283	6.590	0	446	990	220	14.167	39.222	6.733	60.122
	117.079	Intesa Sanpaolo	16,1%	86.480	73,9%	10.567	3.854	9.717	1	156	4.980	1.314	7.794	31.077	26.910	65.781
	20.220	Monte dei Paschi di Siena (MPS)	13,2%	15.127	74,8%	21	4	108	0	10	114	31	5.658	11.115	4.058	20.231
	18.369	Banco Popolare (BP)	15,6%	18.365	100,0%	0	0	0	2	0	2	0,06	2.534	7.933	7.597	18.064
	16.200	Unione di Banche Italiane (UBI)	14,4%	13.710	84,6%	0	0	821	0	5	23	1.641	441	4.520	8.223	13.184
	<b>230.007</b>	<b>Top5 banche Italiane:</b>	<b>11,5%</b>	<b>179.310</b>	<b>78,1%</b>	<b>11.560</b>	<b>7.141</b>	<b>17.236</b>	<b>3</b>	<b>627</b>	<b>6.109</b>	<b>3.206</b>	<b>29.994</b>	<b>93.867</b>	<b>59.521</b>	<b>177.382</b>
	6.573	Banca Popolare dell'Emilia-Romagna (BPER)	10,3%	5.870	89,3%	0	73	26	13	0	19	548	690	2.468	2.826	5.984
	4.559	Cassa di Risparmio di Parma e Piacenza	8,6%	4.440	97,8%	0	0	0	0	0	0	119	891	1.677	1.991	4.559
	11.473	Mediolanum	27,3%	11.301	98,5%	0	0	0	0	0	149	23	4.077	6.437	270	10.784
	3.091	Veneto Banca	11,0%	3.042	98,4%	0	0	4	0	0	0	42	0	0	0	0
Banche di medie dimensioni	<b>25.696</b>	<b>Banche di grandi dimensioni:</b>	<b>13,7%</b>	<b>24.653</b>	<b>95,0%</b>	<b>0</b>	<b>73</b>	<b>30</b>	<b>13</b>	<b>0</b>	<b>168</b>	<b>732</b>	<b>5.658</b>	<b>10.582</b>	<b>5.087</b>	<b>21.327</b>
	1.641	Banco di Desio	13,3%	1.641	100,0%	0	0	0	0	0	0	0	202	584	855	1.641
	6.600	Nuova Banca delle Marche	56,0%	6.042	91,5%	0	0	0	0	0	280	278	207	201	47	465
	3.101	BCC di Roma	27,9%	2.780	89,0%	0	0	0	0	0	310	31	40	636	2.425	3.101
	1.113	Banca Popolare dell'Alto Adige	11,5%	1.113	100,0%	0	0	0	0	0	0	0	136	436	366	938
	<b>12.465</b>	<b>Banche di piccole dimensioni:</b>	<b>27,9%</b>	<b>11.556</b>	<b>95,0%</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>590</b>	<b>309</b>	<b>1.857</b>	<b>3.693</b>	<b>6.815</b>
	371	Banca del Piemonte	19,7%	345	93,0%	0	0	0	0	0	11	15	81	263	27	371
	566	Banca Etica	36,6%	566	100,0%	0	0	0	0	0	0	0	123	303	226	652
	597	Banca del Centroveneto	41,3%	488	79,7%	0	0	0	0	0	0	0	11	498	78	587
	459	Banca Adria	37,8%	459	100,0%	0	0	0	0	0	0	0	211	70	178	459
Banche Minori	1.983	<b>Banche minori:</b>	<b>32,7%</b>	<b>1.838</b>	<b>92,1%</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>11</b>	<b>15</b>	<b>426</b>	<b>1.134</b>	<b>509</b>	<b>2.069</b>
	<b>270.141</b>	<b>TOTALE:</b>	<b>12,1%</b>	<b>217.857</b>	<b>80,5%</b>	<b>11.560</b>	<b>7.214</b>	<b>17.266</b>	<b>16</b>	<b>627</b>	<b>6.878</b>	<b>4.262</b>	<b>36.663</b>	<b>107.440</b>	<b>62.810</b>	<b>216.913</b>

## RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI:

ANNALISA VILLARDO, 2012. *Draghi, bisogna imparare a vivere senza agenzie di rating* [online]. Disponibile su: <<http://www.fidindustria.eu/it/news/draghi--bisogna-imparare-a-vivere-senza-agenzie-di-rating.aspx?idC=61708&idO=15518&LN=it-IT>>. [Data ultima cons. 27-04-2017].

ANON, 2015. *Banche operanti in Italia: il contesto operativo di riferimento*, ABI, [online]. Pag.4.

ANON, 2016. *Banche del nord europa piene di derivati*. Elaborazione Ufficio Studi CGIA su dati Autorità Bancaria Europea (EBA). 9 luglio.

ANON, 2016. *IFRS 9, Financial Instruments. Understanding the basics*. [online].

ANON, 14 febbraio 2012. *Moody's declassa ancora l'Italia. Borse tutte in negativo, si salva solo Milano (+0,47%)* [online]. Il Fatto Quotidiano. Disponibile su: <<http://www.ilfattoquotidiano.it/2012/02/14/governo-monti-basta-moodys-declassa-nuovamente-litalia/191136/>>. [Data ultima cons. 25-04-2017].

ATTILIO FOLLIERO. Elaborazione su dati di Banca d'Italia, Istat e FMI [online]. Dati del debito pubblico dal 1861 al 1996 tratti da Maura Francese e Angelo Pace, "*Il debito pubblico italiano dall'Unità a oggi*. Una ricostruzione della serie storica, Banca d'Italia, ottobre 2008"; dal 1997 al 2015 i dati sono tratti da "Finanza pubblica, fabbisogno e debito. Supplemento mensile al Bollettino Statistico della banca d'Italia". I dati del debito pubblico 2016 sono aggiornati ad aprile 2016. Per il PIL i dati dal 1861 al 1994 sono di fonte Banca d'Italia. Dal 1995 al 2015 fonte ISTAT; la previsione del 2016 è di fonte FMI. Disponibile su: <<https://umbvrei.blogspot.it/2015/07/il-debito-pubblico-italiano-al-massimo.html>>. [Data ultima cons.30-04-2017].

BALLARIN FRANCESCO, 2016. *Transizione al nuovo IFRS 9: effetti ed esempi pratici*. Principi contabili internazionali – Amministrazione e Finanza. Ottobre. [online].

BANCA CENTRALE EUROPEA. Eligible assets. [online]. Disponibile su: <http://www.ecb.europa.eu/paym/coll/assets/html/list-MID.en.html>. [Data ultima cons.4-06-2017].

BANCA D'ITALIA, 15 maggio 2017. *Finanza Pubblica: Fabbisogno e debito* [online]. p. 12. Disponibile su: <[http://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/finanza-pubblica/2017-finanza-pubblica/statistiche\\_FPI\\_15052017.pdf](http://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/finanza-pubblica/2017-finanza-pubblica/statistiche_FPI_15052017.pdf)> [Data ultima cons. 27-04-2017].

BANCA D'ITALIA, 2017. *Statistiche Finanza Pubblica: Fabbisogno e Debito* [online]. tab.7 pag.11-12. Disponibile su: <<https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/finanza-pubblica/>>. [Data ultima cons. 29-04-2017].

BANCA D'ITALIA, 2017. Supplementi al Bollettino Statistico [online].p.8 tavola 4. Disponibile su: <[https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/finanza-pubblica/2017-finanza-pubblica/suppl\\_03\\_17.pdf](https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/finanza-pubblica/2017-finanza-pubblica/suppl_03_17.pdf)> . [Data ultima cons. 15-05-2017].

BANCA D'ITALIA, maggio 2017, *Tassi ufficiali sulle operazioni dell'Eurosistema*. Disponibile su: <https://www.bancaditalia.it/compiti/polmon-garanzie/tassi-eurosistema/>.

BANCA D'ITALIA: *La stabilità dei prezzi*. Disponibile su: <https://www.bancaditalia.it/servizi-cittadino/cultura-finanziaria/informazioni-base/stabilita-prezzi/index.html>.

BANCA D'ITALIA: *Rapporto di stabilità finanziaria*. 1/2016, pag.38.

BANCA D'ITALIA: *Relazione Annuale – Appendice*. Roma, 31 maggio 2017, tabella A13.13, pag.100.

BANCA D'ITALIA: *Relazione Annuale – Appendice*. Roma, 31 maggio 2017, pag.204.

BANCA D'ITALIA: *Relazione Annuale – Appendice*. Roma, 31 maggio 2017, tabella pag.204.

BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, 2010. *Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*. December (rev June 2011) pag. 53.

BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, 2010. *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards*. Pag 2-12.

BASEL III, 2013. *Notice of Proposed Rulemaking (NPR) Preamble - V. Calculation of Risk-Weighted Assets*. [online]. Disponibile su: <https://www.federalregister.gov/documents/2013/10/11/2013-21653/regulatory-capital-rules-regulatory-capital-implementation-of-basel-iii-capital-adequacy-transition>.

BISES BRUNO. 2013. *Lezioni di Scienza delle Finanze*. Sesta edizione. Giapichelli editore. Pag.78.

BORIO CLAUDIO AND PITI DISYATAT, November 2009, *Unconventional monetary policies: an appraisal*. Monetary and Economic Department. Bank Of International Settlements. [online]. Disponibile su: <http://www.bis.org/publ/work292.html>.

BORIO CLAUDIO AND PITI DISYATAT, November 2009. *Unconventional monetary policy*.

BORSA ITALIANA, 2012. *Rischio Sovrano* [online]. Disponibile su: <http://www.borsaitaliana.it/bitApp/glossary.bit?target=Glossary&word=Rischio%20Paese> [Data ultima cons. 27-03-2017].

BORSA ITALIANA, 2013. Disponibile su: <http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-lalente/btp.htm>+. [Data ultima cons. 27-04-2017].

BORSA ITALIANA, 2013. *Linee guida del debito pubblico* [online]. Disponibile su: <http://www.borsaitaliana.it/obbligazioni/formazione/itolidistatoitaliani/itolidistatoitaliani.htm>+. [Data ultima cons. 27-04-2017].

BRETT W. FAWLEY AND CHRISTOPHER J. NEELY, 2013. *Four Stories of Quantitative Easing*. January/February. [online]. Disponibile su: <https://research.stlouisfed.org/publications/review/2013/01/04/four-stories-of-quantitative-easing/>.

BRUNNERMEIER ET AL., 18 giugno 2016, *The Sovereign-Bank Diabolic Loop and ESBies*, pag.2-3. Disponibile su: < <https://corpgov.law.harvard.edu/2016/04/19/the-sovereign-bank-diabolic-loop-and-esbies/>>.

BUFACCHI ISABELLA, 5 ottobre 2011. *Moody's declassa l'Italia di tre punti* [online]. Il Sole 24 Ore. Disponibile su: <<http://www.ilsole24ore.com/art/notizie/2011-10-05/moodys-declassa-italia-punti-063710.shtml?uuid=Aagvi59D>>. [Data ultima cons. 25-04-2017].

BURKHARD BALZ, 2016. *On stocktaking and challenges of the EU Financial Services Regulation: impact and the way forward towards a more efficient and effective EU framework for Financial Regulation and a capital Markets Union (2015/2106(INI))*. EUROPEAN PARLIAMENT, ordinary sitting. Committee on Economic and Monetary Affairs. [online]. 9.12.2015, par. 24.

CARLO COTTARELLI, 2015. *Il macigno: perché il debito pubblico ci schiaccia e come si fa a liberarsene*. p.38, La Feltrinelli editore.

CASIRAGHI MARCO, GAIOTTI EUGENIO, RODANO LISA, AND SECCHI ALESSANDRO, 2013, ECB. *Unconventional Monetary Policy and the Italian Economy during the Sovereign Debt Crisis*, Banca d'Italia, pag 272 e ss. Disponibile su: <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2013-0203/index.html?com.dotmarketing.htmlpage.language=1>.

CAVALLITO MATTEO. *Standard & Poor's declassa l'Italia* [online]. Disponibile su: <<http://www.ilfattoquotidiano.it/2011/09/20/debito-sp-declassa-il-rating-dellitalia-da-aad-a/158520/>>. [Data ultima cons. 25-04-2017].

CGA DI MESTRE: *Elaborazione Ufficio Studi CGIA su dati Autorità Bancaria Europea (EBA) – 9 luglio 2016*. [online]. Disponibile su: [http://www.cgiamestre.com/wp-content/uploads/2016/07/Derivati-e-banche\\_bozza.pdf](http://www.cgiamestre.com/wp-content/uploads/2016/07/Derivati-e-banche_bozza.pdf).

COMITATO DI BASILEA PER LA VIGILANZA BANCARIA, *Convergenza internazionale della misurazione del capitale e dei coefficienti patrimoniali*. 2006. (Versione integrale), pag.182, par.711.

COMITATO DI BASILEA PER LA VIGILANZA BANCARIA: *Basilea 3 – Schema di regolamentazione internazionale per il rafforzamento delle banche e dei sistemi bancari*, Par. 50 pag. 20.

COMITATO DI BASILEA PER LA VIGILANZA BANCARIA: *Basilea 3. Schema di regolamentazione internazionale per il rafforzamento delle banche e dei sistemi bancari*, pag.73.

CONSOB, 2011. *La trasmissione del rischio sovrano al settore bancario*, pag. 146-147. Disponibile su: <[www.consob.it](http://www.consob.it)>.

DIPARTIMENTO DEL TESORO, 2016. *Ammontare Titoli di Stato e Debito Pubblico* [online]. Disponibile su: <[http://www.dt.tesoro.it/it/debito\\_pubblico/\\_link\\_rapidi/debito\\_pubblico.html](http://www.dt.tesoro.it/it/debito_pubblico/_link_rapidi/debito_pubblico.html)>. [Data ultima cons. 23-04-2017].

DIPARTIMENTO DEL TESORO, 2017. *Linee guida alla gestione del debito pubblico* [online]. Disponibile su: <[http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti\\_it/debito\\_pubblico/presen\\_tazioni\\_studi\\_relazioni/Linee\\_Guida\\_della\\_Gestione\\_del\\_Debito\\_Pubblico\\_-\\_Anno\\_2017.pdf](http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/debito_pubblico/presen_tazioni_studi_relazioni/Linee_Guida_della_Gestione_del_Debito_Pubblico_-_Anno_2017.pdf)>. [Data ultima cons. 27-04-2017].

EBA, 2016. *On results from the EBA impact assessment of IFRS 9*. Report. 10 November. pag.31.

EBA, 2016. *On results from the EBA impact assessment of IFRS 9*. 10 novembre.

ECB ECONOMIC BULLETIN, ISSUE 7 / 2015. *The transmission of the ECB's recent non-standard monetary policy measures*. [online]. Articles. pag. 3. Disponibile su: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2017/html/ecb.sp170911.en.html>.

ECB, 2009. *La stabilità dei prezzi e perché è importante per te*, pag.23. [online]. Disponibile su: [https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/whypricestability\\_it.pdf?341026fb3de63b56cb0f67865f6f7a36](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/whypricestability_it.pdf?341026fb3de63b56cb0f67865f6f7a36).

ECB, 2015. *The role of The central bank balance sheet in monetary policy*. Economic Bulletin, Issue 4 / 2015, ARTICLES. Disponibile su: [https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/art01\\_eb201504.en.pdf](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/art01_eb201504.en.pdf).

ESMA, 18 December 2015: *CRA Market Share Competition - Competition and choice in the credit rating industry* [online]. [Data ultima cons. 4-04-2017].

EUGENIO GAIOTTI AND ALESSANDRO SECCHI, novembre 2012. *Monetary policy and fiscal dominance in Italy from the early 1970s to the adoption of the euro: a review*. Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers).

EUROPEAN CENTRAL BANK, 2 maggio 2016, *Addressing the causes of low interest rate*. Introductory speech by Mario Draghi, President of the ECB. Disponibile su: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2016/html/sp160502.en.html>.

EUROPEAN PARLIAMENT, ordinary sitting of 9.12.2015. *Report on stocktaking and challenges of the EU Financial Services Regulation: impact and the way forward towards a more efficient and effective EU framework for Financial Regulation and a Capital Markets Union Comitee (2015/2106(INI))*.

EY, *Applying IFRS: Classification of financial instruments under IFRS 9*. May 2015, Paragraph 3.1. [Data ultima cons. 19-07-2017].

EY, Applying IFRS: *Classification of financial instruments under IFRS 9*, May 2015, Paragraph 3.1. [Data ultima cons. 19-07-2017].

EY, Applying IFRS: *Classification of financial instruments under IFRS 9*, May 2015, Paragraph 3.2. [Data ultima cons. 15-06-2017].

EY, Applying IFRS: *Classification of financial instruments under IFRS 9*. [online]. May 2015, Paragraph 3.3. [Data ultima cons. 15-06-2017].

FIBA: Federazione Italiana Bancari e Assicurati, 26/07/2012, pag.3.

FITCH RATINGS Inc., 2016. *Procedures and Methodologies* [online]. Disponibile su: <<https://www.fitchratings.com>>. [Data ultima cons. 25-04-2017].

GRANDE GIUSEPPE, MASCIANTONIO SERGIO, TISENO ANDREA. 2014. *The interest-rate sensitivity of the demand of sovereign debt*. Evidence from the OECD countries (1995-2011). Banca d'Italia. Temi di Discussione (Working Paper). N.988.

IL SOLE 24 ORE, 03 novembre 2016. *Flight to quality* [online]. Il Sole 24Ore. Disponibile su: <<http://argomenti.ilsole24ore.com/parolechiave/flight-to-quality.html>>. [Data ultima cons. 25-04-2017].

IL SOLE 24 ORE, 07 dicembre 2016. *I dieci motivi per cui lo spread si è «stretto»* [online]. Il Sole 24Ore. Disponibile su: <<http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2016-12-07/chi-detiene-debito-pubblico-italiano-100218.shtml?uuid=ADzhSC9B>>. [Data ultima cons. 30-04-2017].

IL SOLE 24 ORE, 12 aprile 2017, *Pil a +1,1% e debito stabile. Juncker: «Italia è su strada risanamento»* [online]. Il Sole 24Ore. Disponibile su: <<http://www.ilsole24ore.com/art/notizie/2017-04-12/crescita-pil-11percento-e-debito-stabile-def-conferma-priorita-crescita-e-occupazione--090653.shtml?uuid=AEGLTy3>>. [Data ultima cons. 30-05-2017].

IL SOLE 24 ORE, 15 gennaio 2013. *Perché con un rapporto debito/Pil al 236% il Giappone spende e spende mentre l'Italia va giù a colpi di austerità?* [online]. Il Sole 24Ore. Disponibile su: <[http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2013-01-15/perche-debitopil-giappone-spende-091020.shtml?uuid=AbdBNSKH&refresh\\_ce=1](http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2013-01-15/perche-debitopil-giappone-spende-091020.shtml?uuid=AbdBNSKH&refresh_ce=1)>. [Data ultima cons. 25-04-2017].

IL SOLE 24 ORE, 2017. *Rating Dbrs giù. La storia del rating sull'Italia* [online]. Il Sole 24Ore. 14 gennaio. Disponibile su: <[http://www.infodata.ilsole24ore.com/2017/01/14/rating-dbrs-giu-la-storia-del-rating-sullitalia/?refresh\\_ce=1](http://www.infodata.ilsole24ore.com/2017/01/14/rating-dbrs-giu-la-storia-del-rating-sullitalia/?refresh_ce=1)> [Data ultima cons. 29-04-2017].

INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD (IASB), *IFRS 9 Financial Instruments – Project summary*. July 2014, pag. 8-10. [Data ultima cons. 19-07-2017].

ISTAT. *Il nuovo sistema dei conti nazionali* [online]. Disponibile su: <<http://www.istat.it/it/archivio/113139>>. [Data ultima cons. 29-04-2017].



JEFFREY R. CAMPBELL, EVANS CHARLES, FISHER JONAS, JUSTINIANO ALEJANDRO, *Macroeconomic Effects of Federal Reserve Forward Guidance*, FSBC Working Papers 2012-03, Federal Reserve Bank of Chicago, marzo 2012, p. 3.

KLAUS-JÜRGEN GERN, NILS JANNSEN, STEFAN KOOTHS AND MAIK WOLTERS, 2015, *Quantitative Easing in the Euro Area: Transmission Channels and Risks*. Intereconomics. Disponibile su: <https://link.springer.com/article/10.1007/s10272-015-0543-1>.

LANOTTE MICHELE et. Al. 2016. *Easier said than done? Reforming the prudential treatment of banks' sovereign exposures*. Banca d'Italia. Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers). N.326.

MAGNUS M., CIUCCI M., 2017, *Banks exposures to home sovereign bonds*. European Parliament. [online]. 15 maggio.

MARINA BROGI, *Corporate Governance* [online]. Egea editore SpA, par. 4.4. [Data ultima cons. 28-03-2017].

MARINA PONTI, DAVIDE ZANONI: *Liberalizzazione dei mercati finanziari: opportunità per tutti?* [online]. Disponibile su: [http://www.socialwatch.org/sites/default/files/pdf/en/mercatifinanziari2001\\_ita.pdf](http://www.socialwatch.org/sites/default/files/pdf/en/mercatifinanziari2001_ita.pdf). [Data ultima cons. 23-04-2017].

MAURO MEGGIOLARO, 11 agosto 2011. *Dietro le agenzie di rating gli interessi della finanza mondiale* [online]. Disponibile su: <http://www.ilfattoquotidiano.it/2011/08/11/dietro-le-agenzie-di-rating-interessi-in-conflitto-della-finanza-mondiale/151056/>. [Data ultima cons. 23-04-2017].

MOODY'S INVESTORS SERVICE, 2016. *Rating Metodologies* [online]. Disponibile su: [https://www.moody's.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC\\_186998](https://www.moody's.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_186998). [Data ultima cons. 21-04-2017].

OFFICIAL JOURNAL OF EUROPEAN UNION: *Decision of the European Central Bank*, n.34 2014, 29-06-2014.

PAOLO BIFFIS, 2015. *Il Settore bancario*, cap. 3.1.1, pag. 156.

PAOLO BOSI. 2015. *Corso di scienza delle finanze*. Il mulino, Sesta edizione. Pag.229.

STANDARD&POOR RATING SERVICES. *La regolamentazione europea delle agenzie di rating*. [online]. Disponibile su: <https://www.spratings.com/documents/20184/86990/La%2BRegolamentazione%2BEuropea%2BDelle%2BAgenzie%2BDi%2BRating/a1a816ba-3e36-4d3d-9005-a94ad9f14e03>. [Data ultima cons. 26-04-2017].

WORK PLAN FOR IFRS, 2016. *Financial instruments (replacement of IAS 39)*. [online]. Disponibile su: [www.ifrs.org](http://www.ifrs.org). Section: Projects. [Data ultima cons. 17-07-2017].

## **SITOGRAFIA:**

<http://www.borsaitaliana.it>  
<https://it.tradingeconomics.com/>  
<http://www.ilsole24ore.com/>  
<https://www.bloomberg.com/europe>  
<https://it.finance.yahoo.com/>  
<http://www.teleborsa.it/Quotazioni/Rating>  
<http://www.ilfattoquotidiano.it/>  
<https://nodefiles.com/users/magazine>  
<http://www.bancaditalia.it/>  
<http://ec.europa.eu/eurostat>  
<http://www.istat.it/it/>  
<https://www.slideboom.com/>  
<https://www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html>  
<http://www.ifrs.org/>  
<https://www.pwc.com/it/it.html>  
<https://home.kpmg.com/it/it/home.html>  
<http://www.ey.com/it/it/home>  
<http://www.eba.europa.eu/>  
<https://www.abi.it/>  
<http://www.cgiamestre.com/>  
<https://www.bis.org/bcbs/>  
<https://www.unicredit.it/>  
<https://www.intesasanpaolo.com/>  
<https://www.mps.it/>  
<http://www.bancobpmspa.com/>  
<https://www.ubibanca.com/>  
<http://www.bper.it/>  
<http://www.credit-agricole.it/>  
<https://www.bancamediolanum.it/>  
<https://www.venetobanca.it/>  
<https://www.bancodesio.it/it>  
<http://www.bancamarche.it/>

<http://www.bccroma.it/>

<http://www.creditocooperativo.it>

<https://www.bancadelpiemonte.it/>

<http://www.bancaetica.it/>

<http://www.centroveneto.it/>

<http://www.bancadria.it/>

#### **FONTI NORMATIVE:**

Reg. (Eu) No 575/2013, art. 150.

Regolamento UE n. 575/2013.

Dlgs. 16 novembre 2015, n. 180.

Direttiva 89/299/CEE del Consiglio del 17 aprile 1989.