



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di Laurea triennale in Economia e Commercio

**Mercato interbancario europeo e la sua
importanza per la stabilità del sistema finanziario**

**European interbank market and its importance for
the stability of the financial system**

Relatore:
Prof. Camilla Mazzoli

Rapporto Finale di:
Liuba Guriuc

Anno Accademico 2019/2020

Indice:

Introduzione	2
Capitolo 1 – Caratteristiche del mercato interbancario	
1.1. Aspetti generali.....	4
1.2. Tassi di interesse.....	7
1.3. Target2: il sistema dei pagamenti all'ingrosso.....	12
Capitolo 2 – Fattori che incidono sugli scambi nel mercato interbancario	
2.1. Fiducia.....	15
2.2. Rete interbancaria.....	17
2.3. Relazioni con la clientela interbancaria.....	21
Capitolo 3 – Instabilità nel mercato interbancario	
3.1. La crisi finanziaria e gli effetti causati.....	23
3.2. La crisi del debito sovrano.....	28
3.3. L'intervento della BCE.....	31
Conclusione	36
Bibliografia	38
Sitografia	40

Introduzione

Il mercato interbancario rappresenta una frazione del mercato finanziario, all'interno del quale diversi istituti bancari nazionali ed esteri si scambiano liquidità principalmente a brevissimo termine, ma anche con scadenze più lunghe. “Il mercato interbancario era inizialmente un mercato informale di collocamenti a breve termine di depositi a tasso fisso” (Bernard e Bisignano, 2000). Oggi, grazie allo sviluppo di numerosi strumenti informatici, questo mercato è diventato molto internazionale. Diversi istituti bancari, infatti, hanno la possibilità di offrire o domandare risorse, senza alcuna difficoltà, ad altre banche sia nazionali che estere.

Il sistema finanziario europeo è maggiormente orientato alle banche, a differenza di quello statunitense orientato ai mercati. Questo vuol dire che le imprese (come anche le famiglie) per ottenere un finanziamento si rivolgono principalmente alle banche e in maniera minore si finanziano attraverso il collocamento sui mercati di diversi strumenti finanziari (azioni, obbligazioni). Per questa ragione in Europa il mercato interbancario assume una maggiore rilevanza, in quanto il suo corretto funzionamento è necessario affinché le banche possano fare fronte alle esigenze di liquidità giornaliera e di conseguenza soddisfare la domanda di liquidità da parte dell'economia reale. Oltre a questo, è fondamentale sottolineare il ruolo da protagonista del mercato interbancario nell'ambito della trasmissione degli impulsi di politica monetaria, poiché la Banca Centrale Europea interviene su questo mercato per guidare i tassi di interesse ed è mediante il suo funzionamento che la liquidità offerta dalla Banca Centrale viene immessa nel sistema economico e arriva successivamente alle imprese e alle famiglie.

Con questo lavoro ho cercato di evidenziare le principali caratteristiche del mercato secondario di liquidità nei paesi membri dell'Unione Europea, senza

pretendere di esaurire l'argomento soggetto di molteplici studi e pubblicazioni da parte di importanti economisti a livello mondiale. Oltre alla descrizione delle peculiarità del mercato interbancario, con questa tesi ho voluto sottolineare quanto il suo corretto funzionamento sia importante per la stabilità del sistema finanziario, e anche dell'intera economia di un paese.

Il primo capitolo illustra le principali proprietà del mercato interbancario europeo, ossia, si fa una breve descrizione delle diverse tipologie di mercato interbancario, dei tassi di interesse praticati, cioè il costo che devono sostenere i mutuatari per ottenere un finanziamento sull'interbancario o la remunerazione che le banche finanziatrici ottengono dai prestiti, e viene analizzato il sistema Target2 all'interno del quale avvengono gli scambi di liquidità tra i diversi istituti bancari europei. Il secondo capitolo tratta dei principali fattori che agevolano gli scambi nel mercato interbancario, il venire meno dei quali comporta un'importante riduzione del volume delle transazioni. Infine, il terzo capitolo fa riferimento alle turbolenze nel mercato secondario di liquidità, cioè descrive come il mercato interbancario abbia reagito alle due gravi crisi che hanno colpito il sistema finanziario europeo nel periodo 2008-2012 e come gli interventi della BCE abbiano influenzato il volume degli scambi nell'interbancario in questo periodo.

1. Caratteristiche del mercato interbancario

1.1 Aspetti generali

Il mercato interbancario è un segmento del mercato finanziario all'ingrosso che possiamo definire come un mercato costituito da un insieme di operazioni di credito e di debito svolto tra le banche. Il suo corretto funzionamento è fondamentale per la stabilità del sistema finanziario, in quanto da una parte permette alle banche di gestire al meglio le esigenze temporanee di liquidità e rispettare gli obblighi di riserva obbligatoria imposti dalla BCE, mentre dall'altra parte le banche centrali possono intervenire per guidare i tassi di interesse. Il mercato interbancario rappresenta quindi uno dei canali fondamentali di trasmissione di politica monetaria.

Nel primo caso, facciamo riferimento all'equilibrio finanziario sia di breve che di lungo periodo in quanto uno degli obiettivi dei diversi istituti bancari è mantenere il pareggio tra le entrate e le uscite finanziarie. Per poter raggiungere questo equilibrio le banche possono ricorrere a tre strumenti diversi: la mobilitazione della riserva obbligatoria, le riserve libere di liquidità, il mercato interbancario. È attraverso quest'ultimo strumento, infatti, che le banche possono prestare la liquidità in eccesso oppure domandare liquidità in caso di deficit. Quindi il mercato interbancario permette alle banche di fare fronte agli shock di liquidità.

Nel secondo caso, si fa riferimento al legame esistente tra il mercato primario (mercato di approvvigionamento delle banche presso la BCE) e il mercato secondario di liquidità (mercato interbancario). I due mercati della liquidità all'ingrosso sono strettamente collegati, in quanto il mercato primario può essere considerato il "motore" della liquidità, cioè la principale fonte di liquidità nel sistema finanziario; il mercato secondario è il mercato principale dove questa

liquidità viene collocata e scambiata tra i diversi istituti bancari. Il mercato primario di liquidità viene gestito in regime di monopolio dalla BCE, essendo l'unica ad avere il potere di prendere le decisioni in merito alla quantità di liquidità in circolazione. Gli effetti di queste decisioni si ripercuotono in maniera rilevante sul mercato secondario, tanto è vero che una politica monetaria espansiva attuata dalla Banca Centrale comporta un eccesso di offerta di liquidità nel mercato interbancario, perché le banche avendo più liquidità a disposizione tendono ad offrirla sul mercato interbancario e, di conseguenza, si assiste ad una riduzione dei tassi di interesse praticati sull'interbancario. Al contrario, una politica monetaria restrittiva che prevede un assorbimento della liquidità in circolazione da parte della banca centrale comporta di conseguenza un eccesso di domanda di liquidità nell'interbancario e quindi un aumento dei tassi di interesse praticati. È molto importante sottolineare, oltre a tutto, che il tasso interbancario tende ad allinearsi al tasso di rifinanziamento principale (i_{RP}), che rappresenta il tasso ufficiale di policy fissato dalla BCE. Perciò le decisioni di politica monetaria delle banche centrali hanno ripercussioni rilevanti sul mercato interbancario, a partire dal quale le singole banche commerciali decidono come meglio impiegare la propria liquidità in eccesso.

Gli scambi nel mercato interbancario possono essere di varie scadenze, che possono variare da un giorno fino ad un anno. Gli scambi più frequenti sono di tipo Overnight, cioè le risorse scambiate vengono trasferite il giorno stesso di contrattazione e il rimborso avviene il giorno lavorativo seguente, in questo modo le banche possono fare fronte alle esigenze di liquidità di brevissimo termine. Altre scadenze praticate sul mercato interbancario sono: Tomorrow next, cioè i fondi sono trasferiti nella giornata lavorativa immediatamente successiva a quella di negoziazione e restituiti nella seconda giornata lavorativa successiva a quella di negoziazione, Spot next che permette ai contraenti di effettuare lo scambio il

giorno successivo alla contrattazione e il rimborso avviene nella terza giornata lavorativa successiva a quella di negoziazione. Gli scambi, inoltre, possono avvenire con scadenze di più lungo termine: si può distinguere in questo caso tra Depositi a tempo in base al quale lo scambio avviene il giorno successivo alla negoziazione e il rimborso viene effettuato con scadenza prefissata a 1, 2, 3 settimane o 1, 2, 3, 4, 5, 6, 12 mesi e Depositi Broken Date che prevedono delle condizioni più flessibili di trasferimento e di rimborso dei fondi, in quanto queste condizioni possono essere liberamente concordate dalle due parti bancarie.

Un'ulteriore distinzione meritevole di attenzione è tra il mercato interbancario regolamentato e il mercato fuori borsa (over-the counter). Gli scambi sui mercati regolamentati sono più sicuri per le controparti, in quanto avvengono in forma anonima e sotto il coordinamento di un gestore del mercato come Borsa Italiana S.p.a.. Questi mercati, quindi, sono caratterizzati dalla presenza di una Clearing House che garantisce la conclusione della transazione e sono anche controllati dalle Autorità di vigilanza come, per esempio, la Consob oppure la Banca d'Italia. Queste autorità, di fatto, hanno il potere di indagare e imporre sanzioni in caso di comportamenti scorretti da parte dei contraenti. Le informazioni sul mercato regolamentato sono trasparenti e sono a disposizione di tutti i trader, quindi ogni banca può offrire una determinata quantità di liquidità a un determinato tasso di interesse oppure rispondere a una determinata offerta. Il mercato Over-the-counter è un mercato fuori borsa, per questo motivo le contrattazioni avvengono in modo informale attraverso trattative bilaterali tra le parti per telefono oppure in maniera telematica, senza un mercato regolamentato e senza garanzie o intervento di una controparte centrale che possa garantire il corretto svolgimento delle operazioni. Le transazioni effettuati nei mercati non regolamentati non sono visibili a tutte le controparti, perciò sono dei mercati meno trasparenti e meno sicuri. In Italia il mercato Over-the-counter più conosciuto ed utilizzato, fino a pochi anni fa, per le

transazioni interbancarie era e-MID, costituito nel 1990. Negli ultimi anni questo mercato non riusciva più ad ottenere gli stessi rendimenti e ad offrire servizi soddisfacenti, per questo motivo è stata acquistata nel 2019 da Nex Group.

1.2 Tassi di interesse

Il tasso di interesse interbancario è il tasso al quale le banche possono prendere in prestito o prestare liquidità tra di loro. I tassi interbancari assolvono un'ulteriore e considerevole funzione di indicatore sintetico della situazione di liquidità nel mercato secondario. Nel caso in cui, infatti, nel mercato si registri un eccesso di domanda di liquidità che superi l'offerta di risorse da parte delle banche in surplus, i tassi di interesse tenderanno ad aumentare, segnalando la presenza di uno shock di liquidità. Il contrario, ossia una tendenza al ribasso dei tassi di interesse, avviene invece nel caso di un eccesso di offerta di liquidità nel mercato interbancario.

I tassi praticati sul mercato interbancario si distinguono in Eonia, che rappresenta il tasso overnight, cioè il tasso applicato alle transazioni di brevissimo termine, e l'EURIBOR, che viene applicato alle transazioni di più lungo termine (da una settimana fino ad un anno). Questi tassi vengono utilizzati per le transazioni svolte nel area euro, come anche LIBOR per le transazioni nel mercato londinese e Federal Fund Rate nel mercato statunitense.

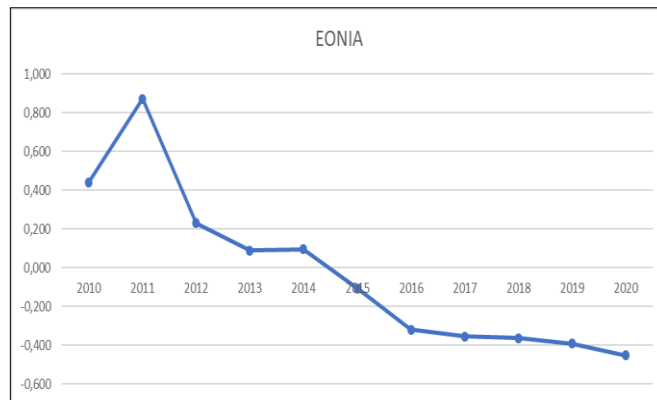


Figura 1.1: Andamento del tasso EONIA
Fonte: The European Money Markets Institute (EMMI)

Il tasso Eonia (Euro overnight index average) è stato pubblicato per la prima volta la sera del 4 gennaio 1999, sulla base delle operazioni di prestito notturno non garantite effettuate in quel giorno nei paesi dell'UE e dell'EFTA (European Free Trade Association) dalle banche del Panel Eonia. Questo tasso, quindi, viene calcolato come la media ponderata delle operazioni di prestito overnight non garantite svolte in un determinato giorno. Nel 2017 la Banca Centrale Europea ha annunciato il suo intento di sviluppare entro il 2020 un nuovo tasso di interesse overnight non garantito in euro, cioè € STR, che viene costruito per misurare quanto effettivamente costa ad una banca prendere in prestito risorse con scadenza overnight da diverse controparti, non solo bancarie.

Questo tasso si baserà interamente sulle transazioni in euro comunicate dalle banche nelle segnalazioni statistiche del mercato monetario (MMSR) della BCE. La differenza principale tra i due tassi, quindi, consiste nel fatto che the European Short Term Rate viene calcolato sulle transazioni effettive registrate nel mercato monetario e non in base alle segnalazioni dei 20 istituti di credito più importanti e ricopre un ambito più vasto rispetto all'Eonia, che fa riferimento esclusivamente agli scambi interbancari.

Il 2 ottobre 2019 la BCE ha pubblicato, per la prima volta, il tasso €STR con un valore pari a -0.549%. L'introduzione del nuovo tasso di interesse ha comportato un cambiamento anche nel tasso EONIA, che adesso viene calcolato aggiungendo ad € STR uno spread fisso di 0,085% (8,5 punti base). Gli operatori del mercato dovranno gradualmente passare al nuovo tasso, in quanto la BCE prevede entro il 3 gennaio 2022 la cessazione di Eonia e la completa sostituzione di quest'ultimo con €STR.

Un ulteriore tasso di interesse praticato sul mercato interbancario, per le operazioni con scadenze più lunghe è EURIBOR (Euro Inter Bank Offered Rate), che viene calcolato giornalmente e riflette il tasso di interesse al quale i principali istituti di credito europei si prestano denaro tra di loro. Perciò, questo tasso non viene fissato a priori, come i tassi di policy della BCE, ma viene determinato in base alle dichiarazioni dei tassi applicati dalle 20 più grandi ed importanti banche europee. Per di più, l'EURIBOR rappresenta un tasso di riferimento, in quanto considerato come punto di partenza per il calcolo dei tassi di interesse applicati dalle banche commerciali europei ai mutui e ai prestiti per i loro clienti finali. Come Eonia, anche l'EURIBOR è soggetto negli ultimi anni a una serie di modifiche. A partire dal 2 dicembre 2018, si è deciso di cessare la pubblicazione dei tassi con scadenze a 2 settimane, 2 mesi e 9 mesi. Oltre a questo, l'EMMI sta applicando gradualmente una nuova metodologia di calcolo "ibrida" per l'Euribor, che considera quanto più possibile le operazioni di scambio effettive sul mercato interbancario, ricorrendo però al giudizio degli esperti quando le informazioni relative a queste operazioni non sono disponibili o sono insufficienti. Questo metodo di calcolo, quindi, considera sia le transazioni effettivamente avvenute sul mercato che le dichiarazioni delle 20 principali banche. Negli ultimi anni il tasso considerato ha avuto un andamento tendenzialmente stabile e in linea con le decisioni di politica monetaria della BCE. A causa della situazione creatasi negli

ultimi mesi, i mercati hanno registrato un insolito incremento del tasso EURIBOR a 3, 6 e 12 mesi. Questo incremento, si presuppone possa essere in parte giustificato dall'instabilità finanziaria causata dalla pandemia COVID-19 su tutti i mercati e in parte dall'incertezza degli operatori del mercato, principalmente le banche, a causa del nuovo metodo di calcolo del tasso stesso. Questa instabilità ha riguardato esclusivamente gli scambi interbancari non garantiti da collaterale, proprio perché in una situazione di incertezza, come quella attuale, gli operatori tendono ad aumentare la loro preferenza per la liquidità e ad essere più cauti nel prestare le riserve a disposizione, in particolar modo sui mercati non garantiti. Per queste ragioni, negli ultimi mesi il tasso EURIBOR ha registrato un'elevata volatilità.

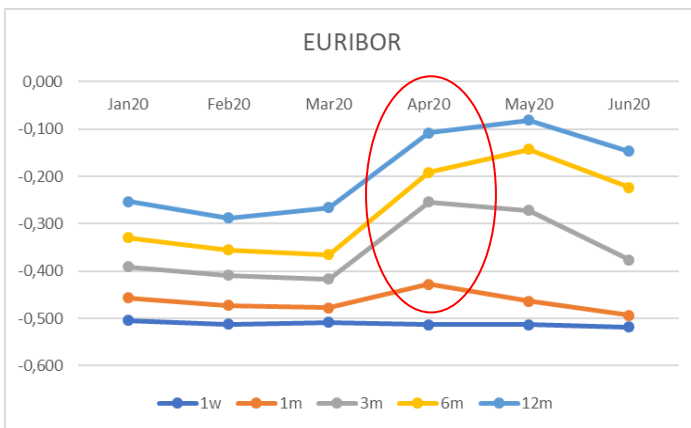


Figura 1.2: Incremento del tasso EURIBOR 2020
Fonte: The European Money Markets Institute (EMMI)

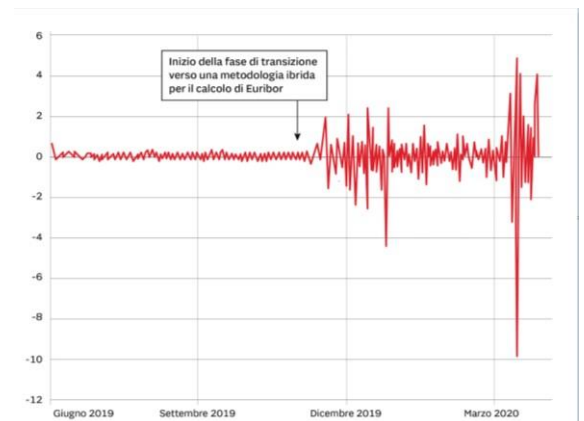


Figura 1.3 Volatilità del tasso Euribor
Fonte: Il sole 24 ore “Anche l’Euribor resta contagiato dal coronavirus: tassi in risalita a -0,22%”

I tassi di interesse interbancari overnight tendono a rimanere all'interno del cosiddetto corridoio dei tassi, fissato dalla BCE e composto dai 3 tassi di policy principali: il tasso di rifinanziamento principale, il tasso sui Deposit Facilities e il tasso di finanziamento marginale. Il “tetto” di questo corridoio è rappresentato dal tasso di finanziamento marginale (Marginal Lending Facility, i_{FMg}), cioè il tasso

che le banche sono chiamate a pagare per ottenere un finanziamento overnight dalla banca centrale, in alternativa al mercato interbancario. Il tasso considerato il “pavimento” del corridoio è il tasso sui Deposit Facilities (i_{Df}), che può essere definito come la remunerazione ottenuta dalle banche per depositare overnight le proprie risorse in eccesso presso la banca centrale. Le banche ricorrono in particolar modo a questo strumento quando viene a mancare la fiducia nel mercato interbancario e per evitare il rischio controparte le banche depositano presso la banca centrale le loro risorse in eccesso con scadenza overnight. Infine, il tasso di rifinanziamento principale (i_{RP}), che rappresenta il costo al quale le banche possono approvvigionarsi di liquidità presso la banca centrale tramite le operazioni di mercato aperto (OMA), tende a muoversi al centro di questo corridoio. Il tasso interbancario overnight, come detto, in linea generale rimane all'interno del corridoio, in quanto un tasso più elevato di i_{FMg} , spingerebbe le banche a richiedere liquidità esclusivamente alla banca centrale e a rinunciare a rivolgersi al mercato interbancario perché meno conveniente. Ugualmente, se Eonia fosse più bassa di i_{Df} le banche non presterebbero più sull'interbancario, ma andrebbero a depositare la liquidità in eccesso presso la banca centrale per ottenere una remunerazione maggiore.

Fino al 2009 il tasso overnight era allineato al tasso di rifinanziamento principale, quindi oscillava nel centro del corridoio. Le instabilità avvenute successivamente, cioè gli effetti causati dalla crisi finanziaria e dalla crisi del debito sovrano, hanno comportato un necessario intervento da parte della BCE che, attraverso delle operazioni non convenzionali di politica monetaria, ha aumentato la quantità di liquidità a disposizione delle banche creando un eccesso di liquidità nel sistema bancario. Come risposta a questa abbondanza di liquidità i mercati hanno registrato una riduzione del tasso Eonia, che a partire dal 2015 si trova in territorio

negativo e di conseguenza tende ad avvicinarsi di più al “pavimento” del corridoio dei tassi di policy.

1.3 Target2: il sistema dei pagamenti all'ingrosso

Target2 rappresenta la principale piattaforma europea per il regolamento dei pagamenti di importi rilevanti e consente il trasferimento di denaro in tempo reale tra le banche dell'Unione Europea. Viene definito dall'economista Andrea Terzi (2015) come “dispositivo che ha trasformato una spesa di un italiano a Parigi o a Berlino in una spesa ‘interna’ e non più ‘estera’, non diversa da una spesa effettuata nel proprio quartiere”. Nell'ambito dell'argomento trattato è importante fare riferimento a questo sistema dei pagamenti, perché tutte le transazioni interbancarie avvengono proprio tramite questa piattaforma che permette alle banche di prestarsi denaro in modo sicuro, affidabile ed efficiente.

La nascita dell'Unione Monetaria Europea ha comportato la necessità di creare un sistema di pagamenti che possa garantire una maggior sicurezza e facilità per la circolazione della moneta tra i paesi membri. Nel 1999, infatti, con l'obiettivo di avviare una politica monetaria unica, è stato istituito il sistema Target che operava secondo il principio di “armonizzazione minima”, cioè collegava tra loro le diverse strutture RTGS già esistenti a livello nazionale. Nel corso di pochi anni, però, la situazione è cambiata: aderirono all'Unione Europea nuovi paesi e cambiarono di conseguenza anche gli obiettivi perseguiti, rivolgendo l'attenzione verso una crescente integrazione finanziaria tra i paesi membri, quindi una struttura decentrata divenne non più efficiente. Per questo motivo il 19 novembre 2007 è stato lanciato il nuovo Target2, che da maggio 2008 ha completamente sostituito la prima generazione di Target.

Target2 si avvale di un'unica piattaforma condivisa (Single Shared Platform, SSP), realizzata e gestita da tre banche centrali europee: Banca d'Italia, Deutsche Bundesbank e Banque de France ("3CB"). Questo sistema dei pagamenti viene utilizzato per i trasferimenti di moneta relativi alle decisioni di politica monetaria prese dalla BCE, i pagamenti interbancari, i pagamenti svolti dalle banche commerciali per conto della clientela e le transazioni dei cosiddetti sistemi ancillari (come i sistemi di pagamento al dettaglio, i sistemi di regolamento titoli, i mercati monetari).

Dal 2019 ad oggi, Target2 è considerato il sistema dei pagamenti leader non solo in Europa ma anche a livello mondiale. Questo piattaforma è accessibile ad una larga platea di partecipanti, infatti più di 1000 istituti di credito in Europa lo utilizzano per effettuare pagamenti per conto proprio, per conto di altri partecipanti (indiretti) o per conto dei loro clienti; prendendo in considerazione anche le filiali e le succursali, è possibile raggiungere tramite questo sistema più di 45000 (Target Annual Report 2019) banche in tutto il mondo. Per il mercato interbancario questo rappresenta un fattore molto importante, in quanto permette ai diversi istituti di credito di prestarsi risorse con maggior facilità non solo a livello nazionale, ma anche europeo e addirittura mondiale. Lo sviluppo di Target2, pertanto agevola notevolmente gli scambi interbancari transfrontalieri.

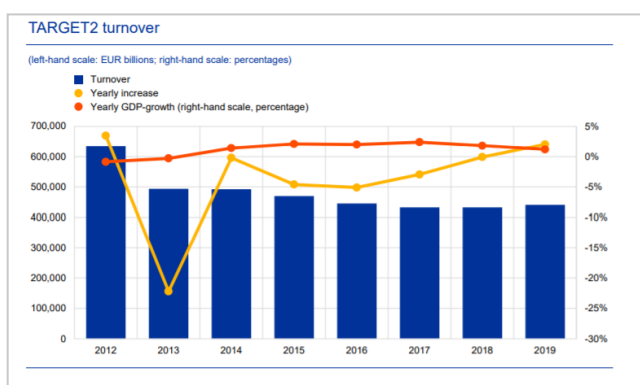


Figura 1.4: L'evoluzione del valore del traffico TARGET2 negli ultimi otto anni
Fonte: Target Annual Report 2019

Per capire la grandezza e l'importanza di questa piattaforma per il sistema finanziario europeo, è stato fatto un confronto tra il fatturato di Target2 e il PIL annuo dell'area euro, che è equivalente a quasi 11 trilioni di euro. Da questo confronto si è rivelato che Target2 regola l'equivalente del PIL annuo in meno di sette giorni di operazioni. Nel 2019, infatti, questo sistema dei pagamenti ha fatturato 441,3 mila miliardi di euro, corrispondente a una media giornaliera di 1,7 mila miliardi di euro. Tra il 2015 e il 2017 il fatturato del Target2 è diminuito di quasi il 15%, a causa del lancio di T2S.

Nel 2018 tale valore si è stabilizzato e ha registrato un incremento del 2% nel 2019. Per quanto riguarda le transazioni effettuate dagli operatori del mercato, escludendo le operazioni realizzate dalle banche centrali e dai sistemi ancillari, le operazioni interbancarie occupano una fetta del 77% del valore totale dei pagamenti su Target2 (78% nel 2018) e la parte rimanente è rappresentata dalle operazioni svolte dalla clientela (operazioni per conto di soggetti non bancari sia privati che società).

È importante sottolineare, quindi, che un sistema unico dei pagamenti istituito nell'ambito dell'euro zona è il pilastro necessario per il corretto funzionamento dell'Unione monetaria e anche per il raggiungimento dell'integrazione tra i paesi dell'UE. Oltre a questo, però, Target2 permette lo sviluppo del mercato interbancario, in quanto le banche possono liberamente contrattare con diversi istituti bancari europei.

2. Fattori che influenzano gli scambi nel mercato interbancario

2.1 Fiducia

Nel suo discorso del 2008, un importante economista italiano e membro del comitato esecutivo della Banca centrale europea, Lorenzo Bini Smaghi ha dichiarato che “la fiducia è alla base dell’economia di mercato”. La fiducia, infatti, rappresenta un fattore fondamentale per il funzionamento dei diversi mercati, perché in virtù della presenza di questo fattore che gli operatori economici ricorrono ai mercati finanziari per investire i propri risparmi oppure ottenere un finanziamento in caso di necessità. Il mercato interbancario non rappresenta un’eccezione, in particolar modo se si considera che la maggior parte degli scambi sono overnight e non sono garantiti da controparti centrali. La fiducia è, quindi, molto importante nell’ambito del mercato interbancario perché “aiuta le banche a ottenere liquidità in questo mercato non garantito, attenuando le asimmetrie informative sul rischio di credito della controparte e sviluppando relazioni di prestito” (Allen, Covi, Gu, Kowalewski e Montagna, 2019). La mancanza di tale fattore tra gli istituti di credito potrebbe, quindi, ridimensionare in modo rilevante il mercato interbancario a livello nazionale e/o ridurre il volume degli scambi transfrontalieri, come avvenuto, di fatto, durante la grave crisi finanziaria del 2008 chiamata anche da vari economisti “crisi di fiducia”.

Nel momento in cui viene a mancare questo elemento le banche diventano molto più prudenti. Questo comporta tendenzialmente una maggior propensione al risparmio e una riduzione dei prestiti offerti agli altri istituti bancari, in particolar modo dei prestiti di più lunga scadenza e dei prestiti sui mercati non garantiti. Le banche in questa situazione, quindi, offrono sul mercato interbancario la liquidità

in eccesso principalmente con scadenza overnight e agli istituti di credito più affidati. In genere la carenza di fiducia comporta una maggior preferenza da parte delle banche commerciali per la detenzione della liquidità sotto forma di riserve libere oppure per il deposito della liquidità in eccesso sui conti di gestione della banca centrale, anche se meno remunerativi rispetto ai prestiti sul mercato secondario della liquidità.

Il livello di fiducia all'interno di un mercato interbancario viene influenzato da una serie di fattori che indicano la stabilità del sistema finanziario in determinato paese. Tra questi fattori, secondo uno studio di Allen, Covi, Gu, Kowalewski e Montagna (2019) i più importanti sono la durata della crisi e la probabilità di fallimento di una determinata banca in un paese.

Con riferimento al primo fattore, una crisi bancaria sistemica si definisce come “una crisi che produce significativi segnali di sofferenza finanziaria nel settore bancario e che innesca significativi interventi politici di assistenza o di intervento” (Allen, Covi, Gu, Kowalewski e Montagna, 2019). Sicuramente più è lunga una crisi finanziaria e più questo influisce sulla fiducia nel mercato interbancario, in quanto gli effetti disastrosi di una crisi prolungata incrementa notevolmente il rischio controparte percepito dalle banche, e quindi la paura dell'impossibilità da parte delle altre banche di rimborsare il prestito offerto alla scadenza. Questo fatto spinge gli istituti di credito a non prestare liquidità ma a detenerla come scorta per le eventuali situazioni di necessità. Secondo i risultati dello studio citato prima un ulteriore anno di crisi finanziaria potrebbe ridurre il volume degli scambi sull'interbancario del 4,3%.

Quanto al secondo fattore che influenza il livello di fiducia tra gli istituti bancari, si fa riferimento al numero delle banche che in un periodo di tempo considerato hanno avuto gravi problemi finanziari. Si considera fallimento di una banca se quest'ultima è contrassegnata nel database come “fallita” o “in liquidazione”. È

importante, in questo caso, il modo in cui le autorità di un paese gestiscono questi fallimenti, perché il fatto di poter contare sull'intervento delle autorità in caso di difficoltà finanziarie rappresenta, in una certa misura, una sicurezza per gli istituti finanziari e di conseguenza una minor percezione del rischio controparte. Si considera che un incremento di 1% dei fallimenti bancari in un determinato paese potrebbe comportare una riduzione del 2,4% del volume degli scambi nel mercato interbancario.

Come appena visto, anche i fattori istituzionali rappresentano un fattore rilevante che influenza il livello di fiducia tra gli attori nel mercato interbancario. Nei paesi caratterizzati da un funzionamento efficace dei governi, una miglior applicazione della legge e una miglior qualità della regolamentazione, gli effetti negativi di una crisi finanziaria sarebbero molto più attenuati e di conseguenza anche la fiducia tra gli istituti bancari non verrebbe ridimensionata. Dunque, un solido quadro istituzionale agevola gli scambi di liquidità nel mercato interbancario, in quanto fornisce una miglior garanzia contro i fallimenti.

Si può affermare, quindi, che la presenza della fiducia è fondamentale per il corretto funzionamento del mercato interbancario perché solo in questo modo le banche percepiscono un minor rischio nel prestare la liquidità in eccesso ad altri operatori in deficit e sono maggiormente propense agli scambi sul mercato stesso.

2.2 Rete interbancaria

Un'ulteriore fattore che agevola gli scambi nel mercato interbancario è la rete interbancaria, cioè l'appartenenza ad un gruppo di banche che si scambiano abitualmente risorse tra di loro. Il fatto di essere parte di una rete interbancaria comporta rilevanti agevolazioni alle banche che, per diversi motivi, incontrerebbero difficoltà nell'ottenere prestito autonomamente. Questi vantaggi,

in particolar modo, sono a favore delle piccole banche, le quali “soffrono di svantaggi informativi che impediscono loro di aumentare la propria esposizione al mercato interbancario internazionale” (Ehrmann e Worms, 2004) Mediante l’appartenenza ad una rete interbancaria, infatti, che le banche possono aggirare questa condizione sfavorevole derivante dagli aspetti dimensionali e ricevere dei prestiti dalle banche più grandi, appartenenti alla stessa rete, che hanno maggior possibilità di relazionarsi con altri istituti di credito a livello internazionale. Un’ulteriore aspetto positivo derivante dall’istituzione di legami (diretti o indiretti) tra le banche consiste nel fatto che, nel corso del tempo, si rafforzano i legami tra gli istituti bancari appartenenti alla stessa comunità e ciò, permette alle banche di affrontare con maggior facilità le situazioni problematiche, in quanto possono più facilmente ottenere un prestito overnight o di più lunga scadenza. Nei periodi di crisi, invece, quando la fiducia sul mercato interbancario viene a mancare, l’appartenenza ad una comunità può mitigare gli effetti negativi causati da questa situazione e agevolare le banche in deficit ad ottenere prestiti.

I legami che nascono tra le diverse banche, come detto prima, possono essere diretti o indiretti. Nel primo caso una banca all’interno della rete è direttamente collegata alla banca principale o ad altre banche. Nel secondo caso, invece, una banca fa parte della rete in quanto collegata ad una sola banca appartenente e attraverso questo legame che riesce ad essere collegata alla rete stessa. Per gli scambi interbancari è importante considerare la struttura della rete, in quanto all’interno della rete potrebbe esserci una banca che svolge la funzione di anello di collegamento di tutte le altre banche, il fallimento della quale comporterebbe lo scioglimento della rete oppure più banche potrebbero essere collegate tra di loro e di conseguenza l’uscita dalla rete di una banca non provocherebbe la disconnessione delle altre.

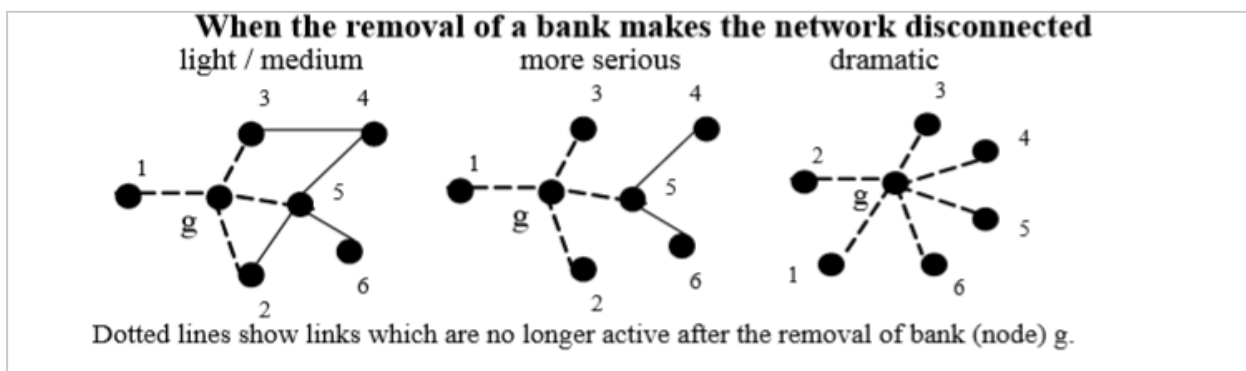


Figura 2.1: Strutture della rete interbancaria

Fonte: C. Iazzetta, M. Manna “The topology of the interbank market: developments in Italy since 1990” Bank of Italy Temi di Discussione (Working Paper) No. 711

La figura 2.1 riporta le diverse strutture che può assumere una rete interbancaria. Nel caso della prima struttura l’uscita o il fallimento della banca contrassegnata con la lettera g comporterebbe l’isolamento solo della banca numero uno; il resto delle banche possono continuare a sfruttare i legami esistenti all’interno della rete. Nel secondo caso la situazione è più problematica, in quanto l’uscita della banca g dalla rete lascerebbe isolate tre banche. Infine, l’ultima situazione è la più drastica perché la banca g rappresenta un unico punto di collegamento tra i diversi istituti bancari. L’uscita di questa banca dalla rete comporterebbe lo scioglimento della rete stessa, pertanto i depositi non verranno più scambiati. La posizione di ogni banca all’interno della rete interbancaria è molto importante e può incidere, di conseguenza, sugli scambi e sulle relazioni tra le banche all’interno del mercato interbancario.

Anche Allen e Gale (2000) nella loro pubblicazione infatti, identificano tre diverse tipologie di reti bancarie:

- La rete interbancaria a struttura completa, dove ogni banca è collegata a tutte le altre banche;

- La rete interbancaria a struttura incompleta, dove alcuni dei collegamenti sono solo indiretti;
- La rete interbancaria a struttura scollegata, dove almeno una coppia di banche non è collegata (direttamente o indirettamente).

La struttura e il funzionamento della rete interbancaria varia nei diversi paesi europei. Le banche francesi, per esempio, hanno in media la più elevata importanza sia globale che locale nella rete interbancaria dell'Unione Europea, e di conseguenza registrano anche un volume di scambi più elevati sul mercato interbancario nei diversi paesi membri. La rete interbancaria tedesca è per lo più locale, quindi le diverse banche tedesche sono collegate direttamente tra loro a livello nazionale, registrando volume di scambi più basso con i diversi paesi europei. Anche l'Italia, Finlandia e l'Austria come la Germania hanno una rete interbancaria a livello nazionale molto importante. In Italia, per esempio, la maggior parte delle transazioni avviene tra le banche appartenenti allo stesso gruppo. Inoltre, la struttura della rete interbancaria italiana è caratterizzata dalla sempre minor presenza delle banche che svolgono il ruolo di "hub globale" (Iazzetta e Manna, 1990) cioè delle banche che stanno al centro della rete e la scomparsa delle quale comporterebbe la disconnessione delle altre banche.

L'appartenenza ad una rete interbancaria comporta molteplici vantaggi per le banche e favorisce notevolmente le transazioni interbancarie. Nei diversi studi sul mercato interbancario si è constatato, infatti, che nei diversi paesi europei i volumi degli scambi all'interno del gruppo sono più elevati rispetto agli scambi tra i gruppi o con le controparti estere, in particolar modo durante i periodi di crisi ma anche nei periodi di stabilità finanziaria.

2.3 Relazioni con la clientela interbancaria

Un ultimo fattore meritevole di attenzione che produce un effetto positivo sugli scambi nel mercato interbancario sono le relazioni con la clientela interbancaria. Nel corso del tempo tra le banche (prestatrici) e i loro clienti, che possono essere persone fisiche oppure giuridiche (mutuatari), tendono ad instaurarsi delle relazioni stabili, durature nel tempo e forti. Nel momento in cui sia i finanziatori che i mutuatari sono istituti bancari le relazioni che si vanno a creare vengono definite “relazioni interbancarie”, che nascono a causa degli scambi frequenti e ripetuti sul mercato interbancario tra le diverse coppie di banche. Molti economisti analizzando il mercato interbancario hanno fatto riferimento alla relazioni con la clientela bancaria, tra cui Afonso et al. (2010), Furfine (2001) che ha ipotizzato gli effetti dei rapporti tra le banche prodotti sul mercato interbancario e anche M. Affinito (2011) che nella sua pubblicazione ha dimostrato l’esistenza di queste relazioni e analizzato il loro impatto durante una crisi. Quest’ultimo, infatti, sostiene che “esistono relazioni con la clientela interbancaria e persistono nel tempo permettendo alle banche di non perdere la fiducia reciproca, in modo che le banche più sane possano fornire i fondi necessari a coloro che sono stati colpiti più duramente dalla crisi” (Affinito, 2011)

Queste relazioni che si stabiliscono tra le diverse banche assicurano dei vantaggi sia per i prestatori che per i mutuatari. Dal punto di vista dei finanziatori avere un rapporto fisso e duraturo con una determinata controparte permette di superare il problema delle asimmetrie informative, in quanto si ha maggior possibilità di monitorare costantemente la banca alla quale viene concesso il finanziamento. Le banche che si trovano in surplus, di conseguenza, hanno a disposizione più informazioni per valutare i rischi controparte e decidere se offrire o meno risorse alla banca richiedente. Anche i mutuatari ottengono una serie di vantaggi, tra cui il

più importante consiste nella possibilità di ottenere prestiti in situazioni di turbolenze finanziarie e anche nel fatto di ottenere finanziamenti a un costo più basso rispetto ad altre banche.

M. Affinito (2011) afferma che “circa il 70% delle banche e l'80% del mercato interbancario mantiene almeno un rapporto molto duraturo (almeno 81 mesi consecutivi o più dell'80% dei periodi di attività interbancaria)”. Secondo questo economista, quindi, le relazioni interbancarie vengono influenzate positivamente dalla durata, cioè più il rapporto con una banca è duraturo e più bassa è la probabilità che questo rapporto venga sciolto. Per di più, anche le caratteristiche delle diverse banche incidono sulla durata della relazione interbancaria. Si pensa, infatti, che il rapporto è più lungo quando le banche mutuatarie sono illiquide, di piccola dimensione, prive di rating ma comunque con una capitalizzazione solida e, infine, se offrono prestiti all'economia reale. Al contrario, per mantenere una relazione interbancaria duratura le banche prestatrici dovrebbero essere liquide, ben capitalizzate e meno impegnate in altre tipologie di attività.

Dunque, i tre fattori analizzati in questo capitolo possono essere visti come la base del mercato interbancario, in quanto sono gli elementi principali che favoriscono gli scambi e permettono al mercato stesso di funzionare correttamente assicurando, di conseguenza, la stabilità del sistema finanziario.

3. Instabilità nel mercato interbancario

3.1 La crisi finanziaria e gli effetti causati

L'importanza del mercato interbancario per la stabilità del sistema finanziario si percepisce in particolar modo durante i periodi di crisi, in quanto tale mercato viene definito da numerosi studiosi come una rilevante fonte di contagio. Questo viene spiegato dal fatto che nel mercato interbancario tra i diversi istituti di credito nascono dei legami, più o meno forti e duraturi. Nel caso di fallimento di una delle banche appartenenti alla rete, in base alla sua posizione nella comunità, gli effetti negativi si possono ripercuotere sull'intero sistema bancario del paese. In questa situazione si crea un "effetto domino", cioè il fallimento di una banca causa difficoltà finanziarie anche ad altre banche ad essa collegate. Un esempio eclatante di contagio nel mercato interbancario e di mal funzionamento dello stesso è la crisi finanziaria dei mutui subprime.

La crisi finanziaria è iniziata nel 2006 negli Stati Uniti, colpendo successivamente anche i mercati europei. I presupposti per una crisi finanziaria risalgono al 2003 con la nascita dei mutui subprime, cioè i prestiti ad alto rischio erogati a soggetti che in condizioni normali non avrebbero potuto ottenere questi finanziamenti perché non capaci di fornire garanzie adeguate. Questi, infatti, rappresentano una delle cause principali della grave crisi che ha colpito i mercati finanziari. I tassi di policy praticati dalla Federal Reserve nel periodo precrisi erano ridotti. Il basso costo del denaro rappresentava un incentivo per le banche ad offrire finanziamenti alle famiglie, la cui domanda era elevata a causa dei bassi tassi di interesse praticati. Un fattore rilevante che ha favorito la crescita dei mutui subprime è lo sviluppo delle operazioni di cartolarizzazione, cioè la possibilità di trasformare i mutui in titoli che venivano trasferiti a soggetti terzi (le cosiddette "società

veicolo”) recuperando il credito molto prima della scadenza. Questi titoli venivano successivamente collocati sui mercati e sottoscritti dagli investitori di tutto il mondo. Attuando l’approccio *originate and distribute*, quindi, le banche commerciali si liberavano dai rischi derivanti dall’insolvenza dei mutuatari e per questa ragione erano molto meno attenti nel valutare il grado di esigibilità dei propri clienti offrendo i mutui ai soggetti che non erano in grado di restituirli. A partire dal 2004, però, la FED cominciò ad aumentare i tassi di policy rendendo più costosi anche i mutui. A causa delle rate dei mutui sempre più elevate le famiglie non riuscivano a rimborsare i finanziamenti causando delle enormi perdite alle banche che erogavano mutui subprime. A partire dal 2007 le agenzie di rating cominciarono un downgrading dei titoli cartolarizzati, ormai largamente presenti nei diversi mercati, che persero ogni valore e divennero titoli non liquidabili. Iniziò in questo modo un periodo di grande instabilità per il sistema finanziario statunitense, che si aggravò notevolmente in seguito al fallimento di Lehman Brothers a settembre del 2008. Questo episodio ha generato un contagio finanziario attraverso le esposizioni interbancarie, cioè attraverso il già citato “effetto domino”, per cui anche le banche che non erano direttamente collegate a Lehman Brother si trovarono ad affrontare problemi di liquidità.

La crisi dei subprime ha creato gravi problemi di liquidità inizialmente al mercato interbancario statunitense e successivamente anche a quello europeo, in seguito al crollo di Lehman Brothers. Analizzando i mercati interbancari europei durante la crisi finanziaria, i diversi economisti hanno riscontrato certi cambiamenti nel comportamento delle banche, che divennero molto più prudenti nel concedere prestiti sull’interbancario a causa delle asimmetrie informative da una parte e di una maggior percezione del rischio controparte dall’altra. Gli istituti bancari, cioè, non conoscendo la gravità dei problemi nei bilanci delle altre banche, non erano disposti a concedersi reciprocamente prestiti senza adeguate garanzie. A causa di

un'elevata asimmetria informativa sul rischio controparte, quindi, i mercati interbancari sono andati incontro al rischio di bloccarsi perché si è verificata una rilevante riduzione dell'offerta di liquidità e perché le banche preferivano accumulare la liquidità per autoassicurarsi contro gli eventuali shock.

Facendo riferimento al mercato interbancario italiano, Angelini, Nobili e Picillo (2011) dimostrano che sotto stress gli scambi tra le banche nel mercato italiano diventano sensibili alle caratteristiche delle singole banche. Di conseguenza le banche più piccole poco capitalizzate e con un rating più basso riscontrano difficoltà nell'ottenere prestiti sull'interbancario oppure devono pagare dei tassi più elevati.

Un ulteriore studio di Cappelletti, De Socio, Guazzarotti e Mallucci (2011) si focalizza sugli effetti causati dalla crisi finanziaria sul mercato interbancario italiano, basandosi sui dati relativi alle transazioni effettuate sul principale broker elettronico italiano per i depositi non garantiti e-MID. Durante il periodo considerato, infatti, il volume degli scambi sull'e-MID è diminuito notevolmente, tanto è vero che "dall'inizio della crisi la quota di transazioni a brevissimo termine (overnight, domani-successivo e spot-successivo) sulla e-MID rispetto alla somma delle transazioni e-MID e OTC è scesa da 2/3 a 1/3" (Cappelletti, De Socio, Guazzarotti, Mallucci, 2011). Questa riduzione è dovuta al fatto che le transazioni sull'e-MID sono trasparenti e per evitare il cosiddetto "effetto stigma", cioè per evitare che gli altri operatori del mercato considerino illiquida una banca, i mutuatari preferivano principalmente i mercati anonimi (non regolamentati). Per

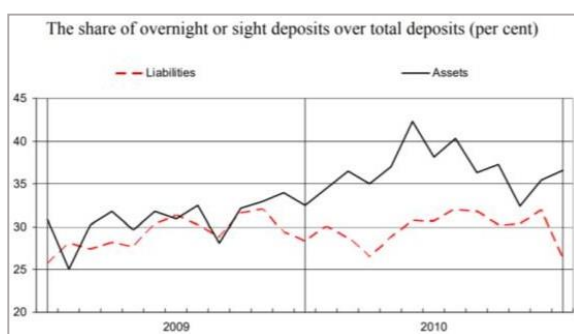


Figura 3.1: La quota dei depositi overnight sul totale dei depositi

Fonte: G. Cappelletti, A. De Socio, G. Guazzarotti, E. Mallucci "The impact of the financial crisis on inter-bank funding: evidence from Italian balance sheet data" (July 2011) Bank of Italy Occasional paper n. 95

questa ragione nel 2009 la Banca d'Italia ha creato MIC (Mercato Interbancario Collateralizzato), ossia un mercato interbancario regolamentato e garantito da una controparte centrale (la Banca d'Italia fino a dicembre 2010, il CC&G successivamente), all'interno del quale però gli scambi sono anonimi. Per quel che riguarda le scadenze delle operazioni interbancarie, i prestiti con scadenze più lunghe hanno registrato una rilevante riduzione a causa della crisi visto il maggior rischio controparte corrispondente a questo tipo di operazioni. Al contrario gli istituti bancari preferivano scambiarsi la liquidità con scadenza overnight in quanto considerate operazioni meno rischiose, infatti “a partire da dicembre 2008 la quota dei depositi a vista è passata da circa il 25% a un picco del 40% nel maggio 2010 per le attività, mentre si è spostata intorno al 25-30% per le passività.” (Cappelletti, De Socio, Guazzarotti, Mallucci, 2011). Analizzando le controparti delle banche italiane sul mercato interbancario è risultato che la maggior prudenza ha portato le banche a prediligere gli scambi con le controparti centrali, in quanto più sicure. La crisi finanziaria ha influenzato, invece, negativamente sia gli scambi con le controparti nazionali che con le controparti estere.

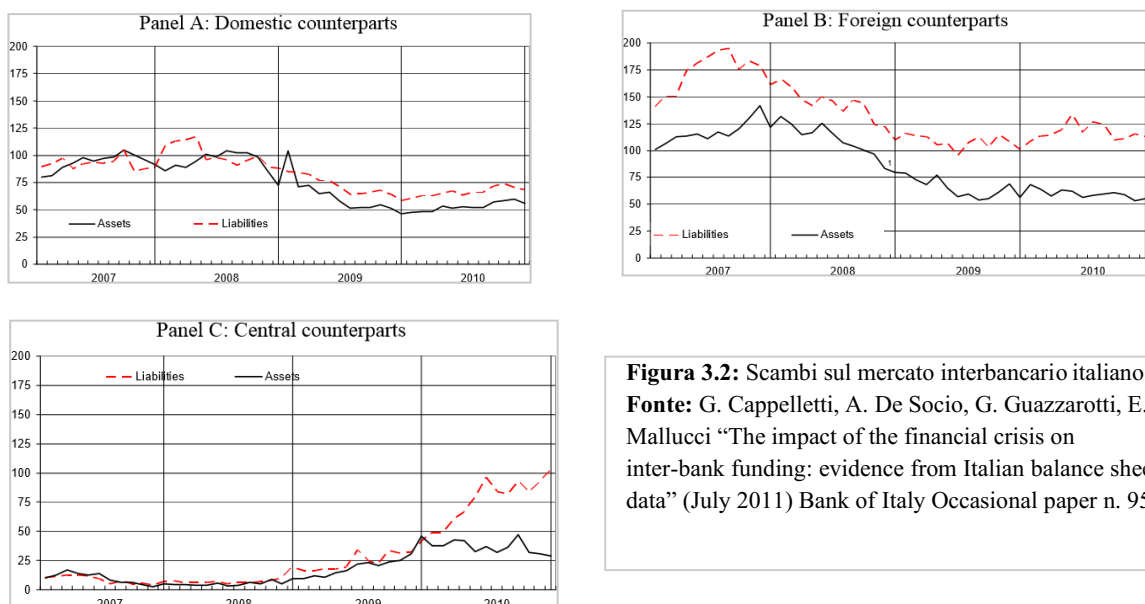


Figura 3.2: Scambi sul mercato interbancario italiano
Fonte: G. Cappelletti, A. De Socio, G. Guazzarotti, E. Mallucci “The impact of the financial crisis on inter-bank funding: evidence from Italian balance sheet data” (July 2011) Bank of Italy Occasional paper n. 95

La figura 3.2 mostra che la crisi ha comportato una riduzione delle posizioni nazionali da 100 miliardi di euro, poco prima del fallimento di Lehman Brothers, a 50 miliardi alla fine del 2009. Questa crisi ha inoltre fermato la tendenza verso l'internazionalizzazione che caratterizzava i mercati interbancari negli anni precedenti alla crisi, in quanto gli scambi con le controparti estere, considerate più rischiose, hanno subito un'enorme riduzione, scendendo da circa 125 miliardi nel primo trimestre del 2008 a 50 miliardi nell'agosto 2009. Al contrario delle controparti estere e nazionali, dai grafici si nota un incremento del volume delle transazioni con le controparti centrali, in quanto operazioni quasi prive di alcun rischio; infatti, "i volumi aggregati scambiati con CC&G nel maggio 2010 sono stati quindici volte superiori a quelli del novembre 2007" (Cappelletti, De Socio, Guazzarotti e Mallucci, 2011). Per di più, anche gli scambi su MIC sono decisamente aumentati durante la crisi, registrando un aumento del volume degli scambi fino a 12 volte maggiore entro il 2010.

Infine, bisogna sottolineare che le banche italiane, e anche degli altri paesi europei, durante la crisi scambiavano liquidità principalmente nel segmento infragruppo. Effettivamente, il volume degli scambi extragruppo ha subito una riduzione durante la crisi passando da circa il 40% al 25% verso la metà del 2009. Questa riduzione è dovuta al fatto che i rapporti con le banche non appartenenti alla stessa comunità sono maggiormente esposte al rischio controparte e alle problematiche derivanti dalle asimmetrie informative.

La crisi finanziaria, quindi, ha avuto un forte impatto negativo sull'intero sistema finanziario. Nei diversi paesi europei i mercati interbancari hanno registrato una riduzione dei volumi di liquidità scambiati, anche se, a differenza del mercato statunitense, non ci fu un drastico calo dell'attività interbancaria complessiva. Durante la crisi le banche optavano per le operazioni di scambio più sicure

possibile, come gli scambi intragruppo, con una controparte centrale o gli scambi a brevissimo termine. Questa situazione di instabilità finanziaria ha, in parte dimostrato, che nel momento in cui viene a mancare la fiducia sul mercato interbancario è fondamentale appartenere ad un gruppo e avere delle relazioni interbancarie stabili e durature. Per di più in questo periodo si è ottenuta la prova di quanto un corretto funzionamento del mercato interbancario sia importante per la stabilità del sistema finanziario, perché è proprio attraverso questo mercato che la Banca Centrale Europea può intervenire per aggiustare lo shock creatasi in seguito alla crisi.

3.2 La crisi del debito sovrano

Un altro episodio di instabilità nei mercati interbancari europei è la crisi del debito sovrano che essendo iniziata all'interno dell'Unione Europea, a differenza della crisi analizzata nella prima parte di questo capitolo, viene considerata la prima crisi europea. Le radici di questa crisi risalgono alla crisi finanziaria statunitense che ha comportato gravi difficoltà per diversi istituti bancari europei, salvati successivamente dagli interventi pubblici per evitare il fallimento. I massicci salvataggi delle banche hanno causato un importante incremento del debito pubblico dei diversi paesi europei, in particolar modo dei paesi "PIIGS" (Portogallo, Italia, Irlanda, Grecia e Spagna). A gennaio del 2010 si è scoperto che l'entità del debito pubblico greco era molto superiore rispetto a quanto effettivamente dichiarato dal governo. Questo evento scatenò la vera e propria crisi che, iniziata nei paesi periferici dell'eurozona (Grecia, Irlanda e Portogallo), nel 2011 si diffuse anche in Spagna e Italia. Gli operatori del mercato cominciarono a dubitare della sostenibilità dei debiti pubblici di questi paesi, e questo causò una fuga dei capitali verso i paesi più sicuri come la Germania o i Paesi Bassi. In questo periodo, infatti, si registrò un forte incremento degli spread,

cioè i rendimenti dei BTP decennali dei paesi più colpiti dalla crisi rispetto ai Bund tedeschi aumentarono considerevolmente, arrivando fino a 3500 punti base in Grecia e 500 punti base in Italia. L'inizio di questa crisi ha fermato la leggera tendenza alla ripresa economica registrata nel 2010 nei paesi europei.

Sicuramente, queste instabilità si sono riflesse anche sui mercati interbancari europei. In particolar modo, il periodo di stress ha avuto un forte impatto sugli scambi interbancari overnight non garantiti. Affinito (2019), infatti, nella sua pubblicazione sostiene che durante la crisi del debito sovrano, al contrario della crisi finanziaria statunitense, le banche europee davano maggior preferenza agli scambi sui mercati regolamentati per proteggersi dal rischio di credito della controparte, quindi concedevano crediti soprattutto se garantiti da collateral. In più, a differenza della crisi dei mutui subprime, le banche concedevano prestiti sull'interbancario a più lungo termine. La spiegazione di questi cambiamenti consiste nel fatto che “la maggiore durata delle operazioni di liquidità delle BC nel periodo in esame ha avuto un impatto diretto sulla successiva scadenza della liquidità scambiata tra le banche” (Affinito, 2019). La Banca Centrale Europea ha aumentato la scadenza delle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (LTRO) fino a tre anni e questo, di conseguenza, ha incentivato le banche commerciali ad offrire liquidità sul mercato interbancario con scadenza superiore. Per quel che riguarda gli scambi con le controparte estere, anche se nel periodo compreso tra 2009-2010 si registrò un leggero incremento del volume degli scambi, con la seconda ondata di instabilità nei mercati finanziari le operazioni transfrontaliere sull'interbancario hanno affrontato un'ulteriore riduzione. In particolar modo si è assistito ad una riduzione degli scambi tra le banche dei paesi “periferici” con quelle dei paesi non stressati, cioè i paesi non colpiti dalla crisi (Germania, Olanda). Frutos, Garcia-de-Andoain, Heider e Papsdorf (2016) sostengono che “questo tipo di prestito transfrontaliero è quasi scomparso nella

seconda metà del 2011”, infatti per fare fronte ai deficit di liquidità le banche ricorrevano al mercato interbancario nazionale oppure richiedevano prestiti ai finanziatori dei paesi “periferici”.

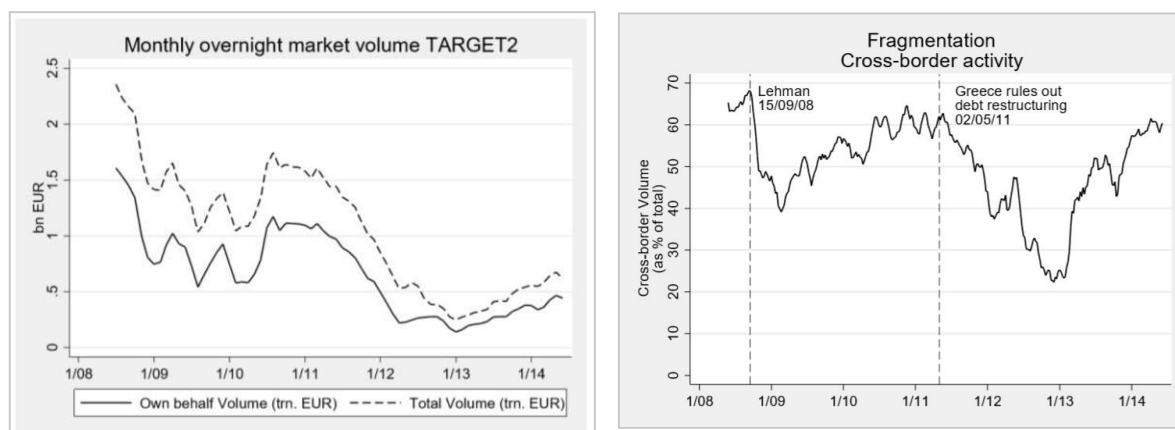


Figura 3.3: Target2 overnight unsecured volume e cross-border share fragmentation in the overnight market

Fonte: J. C. Frutos, C. Garcia-de-Andoain, F. Heider, P. Papsdorf “Stressed interbank markets: evidence from the European financial and sovereign debt crisis” June 2016 BCE Working paper No 1925

La crisi del debito sovrano e il suo impatto sull’economia europea sono stati oggetto di una pluralità di studi e pubblicazioni da parte dei diversi economisti, tra cui Rainone che analizza il mercato monetario durante questo periodo. Secondo i risultati ottenuti da quest’ultimo, “la composizione del bilancio e la nazionalità hanno un impatto drammatico sulla probabilità di prendere in prestito denaro in generale e soprattutto a tassi bassi” (Rainone, 2017). La Grecia, il paese più colpito dalla crisi, ha praticato sistematicamente tassi più elevati sull’interbancario, sia in seguito alla crisi dei mutui subprime che durante la prima fase della crisi europea. Anche i mutuatari italiani e spagnoli hanno riscontrato un tendenziale incremento dei tassi praticati sul mercato interbancario. Bisogna però sottolineare che le banche dei paesi più stressati hanno tra l’altro anche offerto liquidità sull’interbancario a un tasso più elevato a causa di un’improvvisa scarsità della liquidità. Questa tendenza all’incremento dei tassi di interesse sui mercati

interbancari nei cosiddetti paesi “periferici” è persistita fino alla prima operazione di LTRO nel dicembre del 2011, quando gli spread sono stati cancellati grazie all’enorme quantità di liquidità offerta dall’Eurosistema. Inoltre, durante questo periodo si assiste ad una crescente attenzione alla composizione del bilancio dei mutuatari. Infatti, Rainone (2017) sostiene che “l’effetto marginale del peso del capitale proprio sul totale delle passività del debitore è quasi raddoppiato tra i due picchi della crisi”. Al contrario, invece, avviene con i crediti, cioè le banche maggiormente esposte ad attività illiquide incontravano maggior difficoltà ad essere finanziate. Quindi gli istituti bancari europei a causa della situazione creatasi cercavano di impiegare le loro riserve in modo più prudente possibile, offrendo prestiti principalmente a mutuatari sani.

Anche in questo caso, quindi, la crisi ha avuto un impatto importante sul mercato interbancario dimostrando che quest’ultimo rappresenta un rilevante indicatore di stabilità del sistema finanziario.

3.3 L’intervento della BCE

Le due crisi economiche susseguitesi nell’arco di tempo compreso tra il 2008 e il 2012, hanno comportato un periodo di recessione per l’economia europea. Per superare questa situazione, cioè per ripristinare la fiducia tra gli operatori economici e quindi far ripartire sia l’economia reale che i mercati finanziari era necessario l’intervento della Banca Centrale Europea. Inizialmente le azioni della BCE si dimostrarono più caute e prudenti rispetto alle altre banche centrali, tra cui la FED e la Bank of England, ma in seguito al fallimento di Lehman Brothers anche essa cominciò ad attuare delle operazioni di politica monetaria molto decise e rivolte alla soluzione dei problemi sui mercati finanziari europei. In primo luogo, infatti, a maggio del 2009 la BCE ha ridotto i tassi di policy fino all’1%.

Gli strumenti “tradizionali” di politica monetaria a disposizione della BCE sono: le operazioni di mercato aperto (OMA), le operazioni su iniziativa delle controparti e la riserva obbligatoria. La prima tipologia di operazioni vengono svolte su iniziativa della Banca Centrale con l’obiettivo di garantire l’offerta di liquidità necessaria per soddisfare la domanda da parte del sistema bancario. Nel caso di una politica monetaria espansiva, ad esempio, le banche commerciali ammesse all’asta ottengono la liquidità richiesta in cambio delle garanzie e del pagamento di un determinato tasso di interesse. La seconda tipologia di operazioni, che si distinguono in Deposit Facility e Marginal Lending Facility, vengono svolte su iniziativa delle banche per rispondere alle esigenze di brevissimo termine di liquidità e permettono alla BCE di fissare il cosiddetto corridoio dei tassi ufficiali di policy. Si tratta, in altre parole, di operazioni di brevissimo termine (overnight) che permettono alle banche commerciali di depositare le proprie risorse in eccesso oppure ottenere un finanziamento in caso di deficit, in alternativa al mercato interbancario. Infine, l’ultimo strumento è la riserva obbligatoria (ROB), che rappresenta un livello minimo di depositi che tutte le banche devono detenere sui loro conti di gestione presso la BC, a seconda della quantità e della natura dei depositi dei clienti della banca.

Durante i periodi di grave instabilità finanziaria, come la crisi finanziaria analizzata in precedenza, questi strumenti convenzionali non sono efficaci per risanare la situazione creatasi, in quanto non risolvono i problemi di asimmetria informativa o di fiducia. Infatti, in questo periodo si è creata la cosiddetta trappola della liquidità, cioè a causa della mancanza di fiducia e di un elevato rischio controparte, si è bloccato il primo anello di trasmissione della liquidità e della politica monetaria: il mercato interbancario. Le banche quindi non si scambiavano la liquidità offerta dalla BCE e di conseguenza questa liquidità non arrivava all’economia reale. Pertanto, la BCE ha attuato delle politiche innovative di

carattere straordinario, cioè ha utilizzato degli strumenti di politica monetaria non convenzionali. Tra questi uno dei più rilevanti sono le aste Fixed Rate Full Allotment (FRFA), cioè la nuova tipologia di aste che prevedeva ad un tasso fisso la piena aggiudicazione della liquidità richiesta delle banche nelle operazioni di rifinanziamento principale. Altre decisioni della BCE riguardavano l'abbassamento del rating minimo dei titoli accettati a garanzia durante queste operazioni, riduzione dei tassi ufficiali di policy e la riduzione del coefficiente della riserva obbligatoria dall'2% all'1% dei depositi. Oltre a questo, un intervento molto importante è dato dall'estensione delle scadenze delle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (LTRO) da tre mesi a un anno e in un secondo tempo a tre anni. L'annuncio e l'effettivo svolgimento delle LTRO a 3 anni a fine dicembre 2011 e a fine febbraio 2012 è stato un intervento indispensabile che ha fermato gli sviluppi negativi del mercato interbancario europeo. Successivamente sono state introdotte delle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine con scadenza di quattro anni, però vincolate all'erogazione dei crediti alle imprese e alle famiglie (TLTRO), con l'obiettivo di incentivare le banche ad offrire la liquidità all'economia reale. Un ulteriore strumento molto importante utilizzato dalla BCE è l'avvio del Quantitative Easing, cioè dei programmi di acquisto dei titoli di stato per immettere liquidità nel sistema economico. Dunque, per fare fronte alle crisi che hanno colpito i mercati finanziari europei la BCE ha svolto il ruolo di prestatore di ultima istanza (Lender of last resort) offrendo alle banche la liquidità necessaria. Infatti, con il famoso discorso di Mario Draghi del 26 luglio 2012, con il quale dichiara che "the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough.", gli operatori del mercato acquisirono maggior fiducia e da quel momento la situazione economica in Europa cominciò a stabilizzarsi.

Attraverso gli strumenti non convenzionali sopra indicati la BCE ha introdotto nel

sistema economico un quantità enorme di liquidità. Secondo lo studio di Affinito (2019), per quanto riguarda i debiti, esiste un rapporto sostitutivo tra la liquidità offerta dalla Banca Centrale e la liquidità del mercato interbancario, cioè “le banche che prendono a prestito di più da BC prendono a prestito molto meno dal mercato”, pertanto l'ampia offerta di liquidità da parte della Banca Centrale sostituisce la domanda di liquidità delle banche sull'interbancario. Al contrario, per i crediti si ha un rapporto di complementarità, ossia gli istituti di credito che ottengono risorse dalla Banca Centrale tendono ad offrirle maggiormente ad altre banche, quindi l'ampio apporto di liquidità da parte della BC amplia l'offerta di liquidità nei mercati interbancari in difficoltà. Garcia-de-Andoain, Heider, Hoerova, Manganelli (2016) analizzano come questo eccesso di liquidità influisca sul mercato interbancario dei diversi paesi europei durante la crisi del debito sovrano. Il principale paese dell'Unione Europea non colpito dalla crisi è la Germania. I risultati hanno mostrato che l'eccesso di liquidità ha comportato un volume inferiore di prestiti sull'interbancario e anche la riduzione dei tassi di interesse praticati, quindi le operazioni con la BCE hanno in parte sostituito l'attività del mercato interbancario. In Grecia, a differenza della Germania l'eccesso di liquidità non ha comportato una riduzione dei volumi dei prestiti, ma solamente una riduzione dei tassi di interesse, cioè la liquidità offerta dalla BCE ha stimolato i prestiti sull'interbancario a un tasso più basso. L'Italia rappresenta un caso più particolare, in quanto fino alla metà del 2011 la reazione dell'interbancario all'eccesso di liquidità era più simile a quello tedesco. Nel periodo tra la metà del 2011 e la metà del 2012, invece, l'andamento in Italia appare più simile a quello della Grecia cioè una riduzione del tasso di interesse che viene accompagnato da una insignificante riduzione del volume dei prestiti. Di conseguenza, secondo i risultati di questo studio “nei mercati interbancari non stressati, l'aumento della liquidità della banca centrale riduce sia il volume delle

transazioni sia i tassi di interesse sul mercato interbancario, invece, nei mercati interbancari sotto stress, gli aumenti della liquidità delle banche centrali riducono i tassi d'interesse, ma lasciano invariato il volume” (Garcia-de-Andoain, Heider, Hoerova, Manganelli, 2016).

Il ruolo di prestatore di ultima istanza svolto dalla BCE durante questo periodo di instabilità dei mercati finanziari e dell'intero sistema economico europeo è stato fondamentale. Molti economisti sostengono che se la Banca Centrale Europea non fosse intervenuta con tempestività e decisione attraverso gli strumenti non convenzionali il sistema finanziario europeo rischierebbe un crollo simile a quello degli anni '30. La BCE non solo ha offerto al sistema bancario la necessaria liquidità per poter riprendersi da questo shock, ma con le sue dichiarazioni ha anche stabilizzato le aspettative degli operatori economici, favorendo in questo modo la fiducia nei mercati interbancari e stimolando di conseguenza gli scambi tra i diversi istituti bancari.

Conclusione

Secondo M. Affinito (2019) un'adeguata quantità di liquidità e un'adeguata circolazione di quest'ultima attraverso il sistema bancario sono cruciali per il corretto funzionamento dell'economia. Uno strumento fondamentale per garantire la trasmissione delle risorse all'interno del sistema bancario, e all'economia reale successivamente, è il mercato secondario della liquidità. È, infatti, in merito al funzionamento di questo mercato che la liquidità offerta dalla Banca Centrale Europea sul mercato primario nell'ambito di una politica monetaria espansiva, affluisce all'intero sistema bancario e in seguito alle imprese e alle famiglie. Tanto è vero che diversi economisti definiscono il mercato interbancario come il primo anello di trasmissione della politica monetaria attuata dalla Banca Centrale. In caso di crisi, che comporta il venir meno della fiducia tra le banche, questo mercato rischia di bloccarsi e di conseguenza la liquidità offerta dalla Banca Centrale rischia di rimanere nei conti di gestione delle banche non arrivando al sistema economico. In questa situazione gli sforzi di politica monetaria non producono alcun effetto e diventa molto più arduo superare il periodo di crisi. Questa rappresenta una delle cause principali per cui il corretto funzionamento del mercato interbancario è fondamentale per la stabilità del sistema finanziario.

Nel terzo capitolo di questo lavoro, inoltre, si è dimostrato che il mercato interbancario reagisce alle irregolarità nel sistema finanziario. Per questa ragione è considerato un importante indicatore dell'instabilità e del livello di fiducia tra gli istituti bancari sia nazionali che esteri. Un esempio recente, infatti, è il mercato interbancario statunitense che tra il 16 e 17 settembre del 2019 ha registrato un incremento del tasso di interesse dal 2% fino al 10%, a causa di un'importante riduzione dell'offerta di liquidità da parte delle banche.

Infine, è importante rimarcare il fatto che il mercato interbancario incentiva le

banche a monitorarsi a vicenda per superare il problema delle asimmetrie informative. Gli istituti bancari, cioè, per decidere se concedere o meno prestito tendono ad osservare e valutare la stabilità finanziaria e patrimoniale delle altre banche. In un certo senso, quindi, le banche svolgono il ruolo di vigilanza nei confronti della loro clientela bancaria. Questo comporta una riduzione del rischio di fallimento dei diversi istituti di credito perché in questo modo la situazione precaria di una banca può emergere prima che la stessa diventi illiquida causando il contagio a catena.

In base ai diversi aspetti sopra elencati, dunque è evidente che il ruolo del mercato interbancario e il suo corretto funzionamento siano fondamentali per la stabilità del sistema finanziario. Per questa ragione le Autorità dovrebbero intervenire a livello normativo per rendere il sistema bancario europeo più sicuro e, di conseguenza, anche le banche più fiduciose e serene nel prestare le proprie risorse sul mercato interbancario. Questa potrebbe essere una soluzione per alimentare la fiducia tra le banche, agevolare gli scambi di liquidità ed evitare instabilità in questo mercato.

Bibliografia

- Affinito M. “Do interbank customer relationships exist? And how did they function in the crisis? Learning from Italy” (October 2011) Bank of Italy Temi di Discussione (Working Paper) No. 826
- Affinito M. “What do almost 20 years of micro data and two crises say about the relationship between central bank and interbank market liquidity? Evidence from Italy” (October 2019) Bank of Italy Working paper Number 1238
- Allen F., Covi G., Gu X., Kowalewski O., Montagna M. “The interbank market puzzle” (December, 30 2019)
- Allen F. e Gale D. “Financial Contagion” in *Journal of Political Economy* , February 2000, Vol. 108, No. 1 (February 2000), pp. 1-33
- ASHCRAFT A., MCANDREWS J., SKEIE D. “Precautionary Reserves and the Interbank Market” *Journal of Money, Credit and Banking, Supplement to Vol. 43*, No. 7 (October 2011)
- Bernard H. e Bisignano J. “Information, liquidity and risk in the international interbank market: implicit guarantees and private credit market failure” (2000), BIS Working Paper 86.
- Bini Smaghi L. “Restoring confidence” (25 Novembre 2008)
- Cappelletti G., De Socio A., Guazzarotti G. e Mallucci E. “The impact of the financial crisis on inter-bank funding: evidence from Italian balance sheet data” (July 14, 2011) Bank of Italy Occasional Paper No. 95
- Ehrmann M. e Worms A. “Bank Networks and Monetary Policy Transmission” *Journal of the European Economic Association*, Vol. 2, No. 6 (Dec., 2004), pp. 1148-1171

Frutos J. C., Garcia-de-Andoain C., Heider F., Papsdorf P. “Stressed interbank markets: evidence from the European financial and sovereign debt crisis” (June 2016) European Central Bank Working Paper No. 1925

Garcia-de-Andoain C., Heider F., Hoerova M. e Manganelli S. “Lending-of-last-resort is as lending-of-last-resort does: Central bank liquidity provision and interbank market functioning in the euro area” ,(February 2016), No 1886, Working Paper Series from European Central Bank

Iazzetta C. e Manna M. “The topology of the interbank market: developments in Italy since 1990” Bank of Italy Temi di Discussione (Working Paper) No. 711

Il sole 24 ore “Anche l’Euribor resta contagiato dal coronavirus: tassi in risalita a -0,22%”

Rainone E. “Pairwise trading in the money market during the European sovereign debt crisis” (December 2017) Bank of Italy Working paper N.1160

Target Annual Report 2019

Terzi A. "Perché dobbiamo preoccuparci del Target2" www.lavoce.it

Sitografia

<https://www.emmi-benchmarks.eu/euribor-eonia-org/eonia-history.html>

<https://www.bancaditalia.it/compiti/sispaga-mercati/riforma-tassi-riferimento/estr/index.html>

https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/html/benchmark_rates_qa.it.html

<https://www.ilsole24ore.com/art/anche-l-euribor-resta-contagiato-coronavirus-tassi-risalita-022percento-ADtKEKJ>

<https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me/html/target2.it.html>

<https://www.bancaditalia.it/compiti/sistema-pagamenti/target2/index.html>

<http://www.consob.it/web/investor-education/crisi-finanziaria-del-2007-2009>

<http://www.consob.it/web/investor-education/crisi-debito-sovrano-2010-2011>

<https://www.lavoce.info/archives/38669/perche-dobbiamo-preoccuparci-del-target2/>