



ORDINE DEI  
DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI  
ESPERTI CONTABILI

M I L A N O

S.A.F.  
SCUOLA DI ALTA FORMAZIONE LUIGI MARTINO

CRISI FINANZIARIA:  
valutazione e controllo dei titoli in portafoglio

# La liquidità e le riserve di liquidità: fattori critici in periodo di crisi

**Fulvia Risso**

---

14 febbraio 2012 - Sala Convegni – Corso Europa,11 Milano

# La liquidità e le riserve di liquidità: fattori critici in periodo di crisi

- Liquidità: bene scarso in tempi di crisi
- BCE-Banche: flusso della liquidità non è un cerchio chiuso
- Un aggiornamento sulla crisi
- Torneranno ad esistere i tassi *risk free*?
- Imprese: un nuovo mondo in cui gestire la liquidità



ORDINE DEI  
DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI  
ESPERTI CONTABILI

M I L A N O

**S.A.F.**  
**SCUOLA DI ALTA FORMAZIONE LUIGI MARTINO**

# Liquidità: bene scarso in tempi di crisi

---

# Liquidità: più definizioni

**Liquidità della Banca Centrale** è la liquidità netta offerta dalla BC nel sistema attraverso immissione o drenaggio di liquidità con l'obiettivo di mantenere i tassi a breve in linea con il target

**Il rischio** implicito nella liquidità offerta dalla Banca Centrale è sostanzialmente nullo

# Liquidità: più definizioni

## Liquidità della BCE

**Liquidità di finanziamento** del sistema finanziario è «la capacità delle banche di far fronte alle proprie passività, liquidare o stanziare le proprie posizioni nel momento in cui risulta essere necessario» (2008, Comitato di Basilea) unita alla capacità di raccogliere fondi in breve tempo

**Il rischio** della liquidità di finanziamento dipende dalle condizioni del sistema finanziario che si possono sintetizzare nel cosiddetto «rischio controparte»

# Liquidità: più definizioni

Liquidità della BC

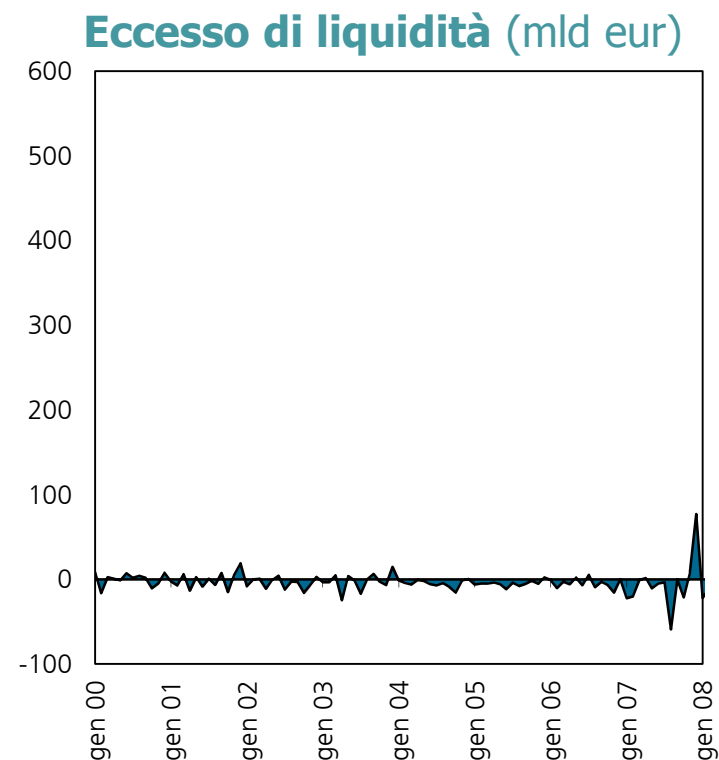
Liquidità di finanziamento

**Liquidità di mercato** è la capacità di scambiare un'attività in breve tempo, a basso costo e con un piccolo impatto sul prezzo. Sono coinvolte più dimensioni: profondità, ampiezza e elasticità del mercato

**Il rischio** è legato alla volatilità delle valutazioni: maggiore è la volatilità, maggiore è il rischio a parità di rendimento atteso

# Crisi: dalla normalità all'emergenza

- In condizioni di normalità la BCE offre liquidità in modo che la domanda pareggi l'offerta ad un dato prezzo (ossia il tasso di riferimento)
- L'eccesso di liquidità nel sistema è prossimo a zero



Note: eccesso di liquidità = operazioni di mercato aperto + operazioni di rifinanziamento marginale - fattori autonomi - riserva obbligatoria; in mld eur. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

# Crisi: dalla normalità all'emergenza

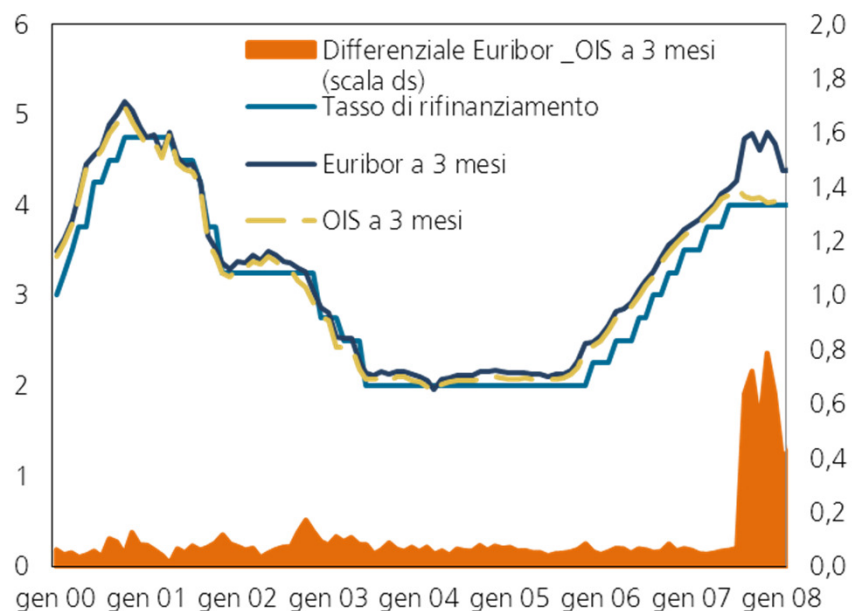
Strumenti per la gestione della liquidità da parte della BCE in condizioni di normalità

Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema					
Operazioni di politica monetaria	Tipologie di transazioni		Scadenza	Frequenza	Procedura
	Immissione di liquidità	Assorbimento di liquidità			
<b>Operazioni di mercato aperto attivabili dalla BCE</b>					
Operazioni di rifinanziamento principali	Operazioni temporanee	-	Una settimana	Settimanale	Aste standard
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	Operazioni temporanee	-	Tre mesi	Mensile	Aste standard
Operazioni di fine tuning	Operazioni temporanee / Operazioni di swap in valuta	Operazioni temporanee / Raccolta di depositi a tempo determinato / Operazioni di swap in valuta	Non standardizzata	Non regolare	Aste veloci / Procedure bilaterali
Operazioni di tipo strutturale	Operazioni temporanee	Emissioni di certificati di debito	Standardizzata / Non standardizzata	Regolare / Non regolare	Aste standard
	Acquisti definitivi	Vendite definitive	-	Non regolare	Procedure bilaterali
<b>Operazioni attivabili su iniziativa delle controparti</b>					
Operazioni di rifinanziamento marginale	Operazioni temporanee	-	Overnight	Accesso a discrezione delle controparti	
Depositi presso la Banca centrale	-	Depositi	Overnight	Accesso a discrezione delle controparti	

Fonte: Banca Centrale Europea

# Crisi: dalla normalità all'emergenza

In condizioni di normalità le banche si prestano denaro tra loro e il prezzo di finanziamento della liquidità riflette l'equilibrio tra domanda e offerta in linea con il target BCE



Il tasso Euribor sintetizza l'aspettativa di politica monetaria unita alla volontà delle banche di scambiarsi denaro

Il tasso OIS (Overnight Interest Swap) sintetizza la sola aspettativa di politica monetaria

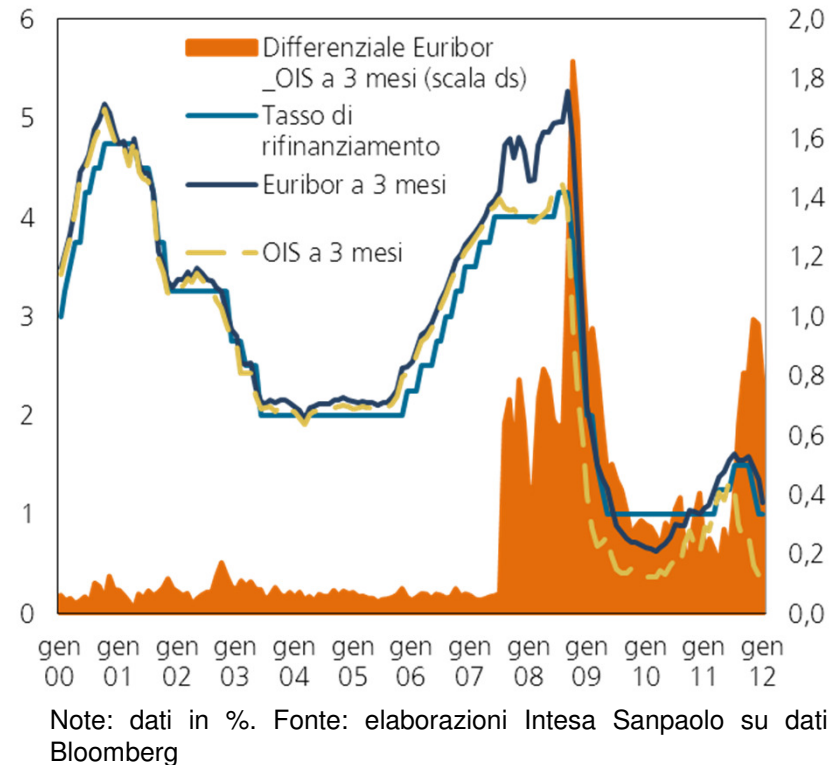
La differenza tra Euribor e OIS di pari scadenza rappresenta una buona approssimazione della volontà del sistema finanziario di scambiarsi denaro sul breve termine, ossia del rischio di finanziamento

**La media tra gennaio 2000 e agosto 2007 di tale differenza è 8pb** (punti base, ossia centesimi)

Note: dati in %. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

# Crisi: dalla normalità all'emergenza

- Con l'esplosione della crisi il finanziamento interbancario diventa carissimo
- Il mercato non riflette più le aspettative di politica monetaria ma solo il rischio controparte

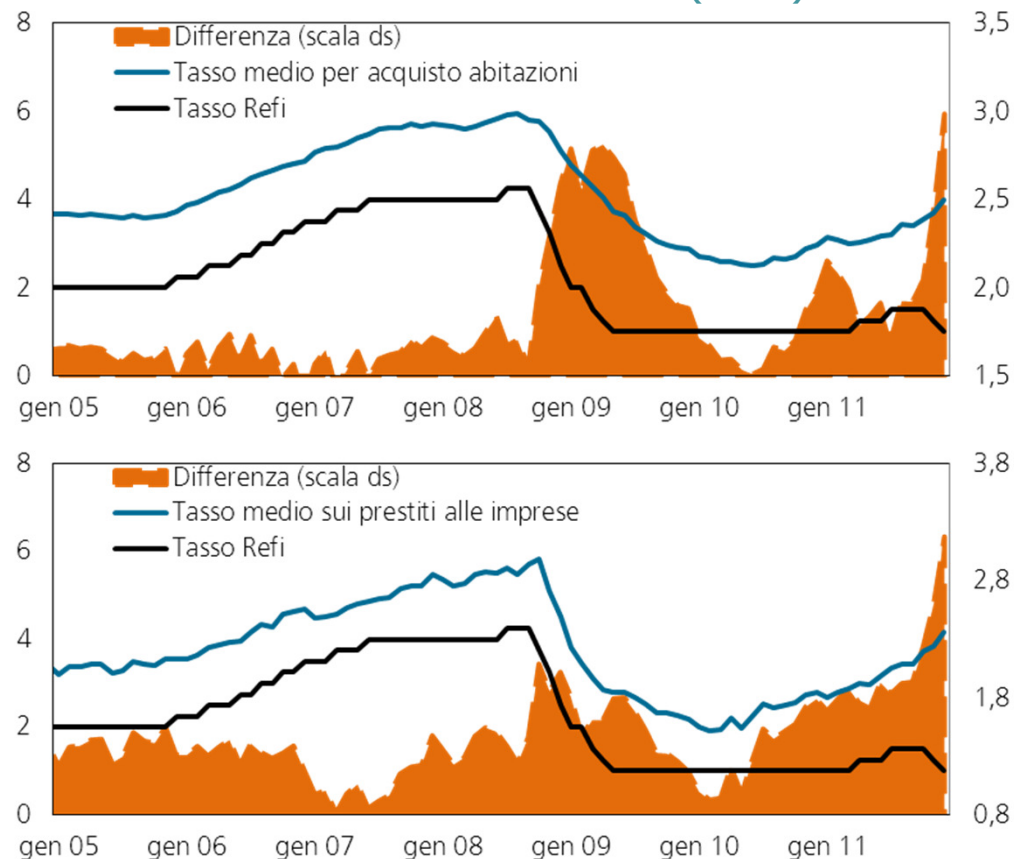


**La media tra settembre '07 e gennaio '12 della differenza Euribor\_OIS sale a 60pb**

# Crisi: dalla normalità all'emergenza

- .. anche il finanziamento all'economia diventa carissimo
- I tassi su mutui e prestiti si «scollano» dai tassi di riferimento, soprattutto nei paesi dell'area euro più colpiti dalla crisi

### Tassi `interesse bancari (in %)



Fonte: Banca d'Italia

# Crisi: dalla normalità all'emergenza

- Con la crisi anche la liquidità di mercato si prosciuga
- La differenza tra prezzo di offerta e prezzo domanda di un titolo è un buon indicatore della liquidità di mercato

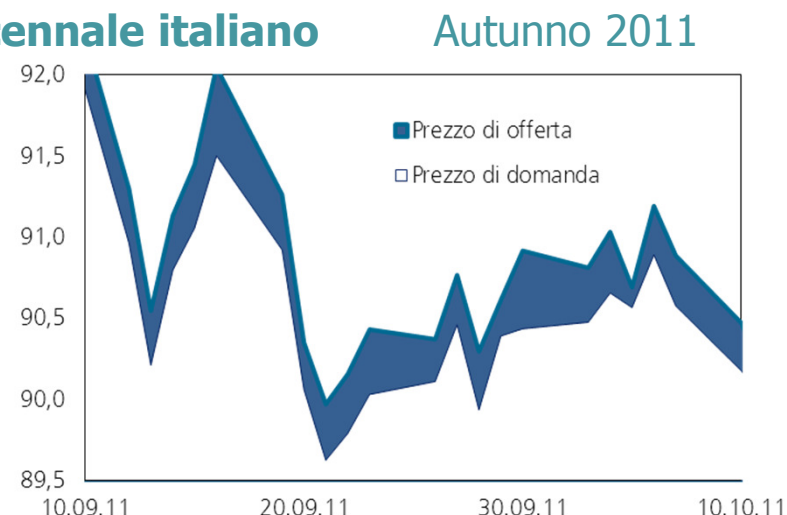
# Crisi: dalla normalità all'emergenza

- La differenza tra prezzo di domanda e prezzo di offerta si amplia anche per i titoli che per caratteristiche di emissione dovrebbero offrire una buona liquidità



Note: BTP 4 ¼ 2012 dal 01.02.2007 al 31.03.2007. Fonte: Bloomberg

Il Bid-Ask spread era in media di **12** centesimi con una volatilità del differenziale sostanzialmente nulla



Note: BTP 4 ¼ 2012 dal 10.09.2011 al 10.10.2011. Fonte: Bloomberg

Il Bid-Ask spread è in media di **31** centesimi con una volatilità elevata (max 54 c – min 12c)

# Il nuovo ruolo della BCE

- Lo scambio di liquidità nel sistema interbancario e tra banche e imprese/famiglie crolla
- La BCE mette in atto misure di sostegno
- L'obiettivo è fornire al sistema finanziario più liquidità di quanta richiesta («eccesso di liquidità») per stimolare le banche con tale liquidità a concedere prestiti interbancari, alle famiglie e alle imprese

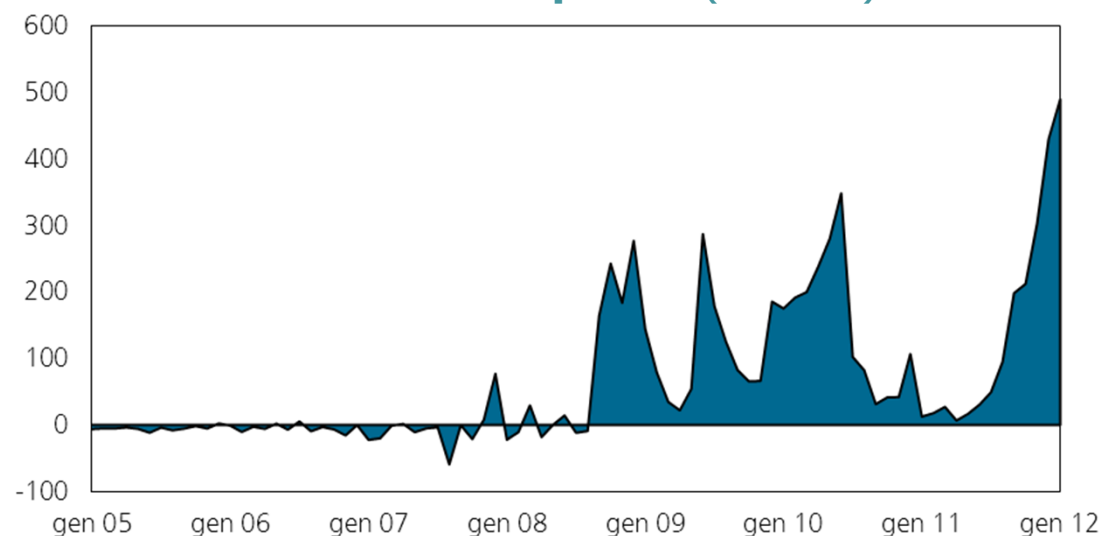
# Il nuovo ruolo della BCE

- Tali misure di sostegno quantitativo sono:
  - Aste a rubinetto (liquidità illimitata a costo fisso)
  - Aste a lungo termine (fino 3 anni)
  - Ampliamento dell'insieme di titoli consegnabili in garanzia (riduzione della qualità minima richiesta)

# Il nuovo ruolo della BCE

La liquidità immessa nel sistema finanziario diventa evidentemente in eccesso ...

**Eccesso di liquidità (mld eur)**

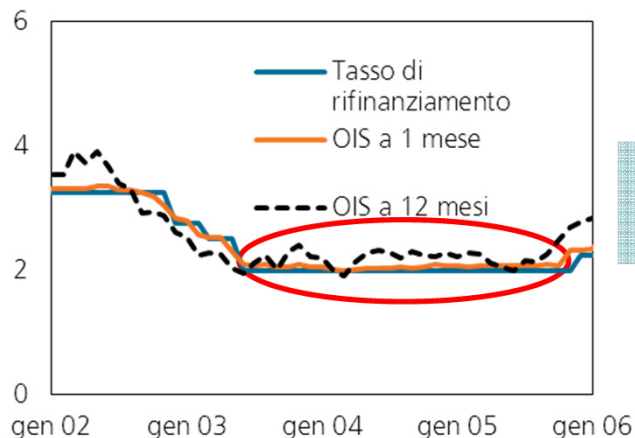


Note: eccesso di liquidità = operazioni di mercato aperto + operazioni di rifinanziamento marginale – fattori autonomi – riserva obbligatoria; in mld eur.  
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

# Il nuovo ruolo della BCE

Con le aste «a rubinetto» il concetto di «prezzo» della liquidità – tra BC e sistema bancario - perde di valore...

2002 – 2006

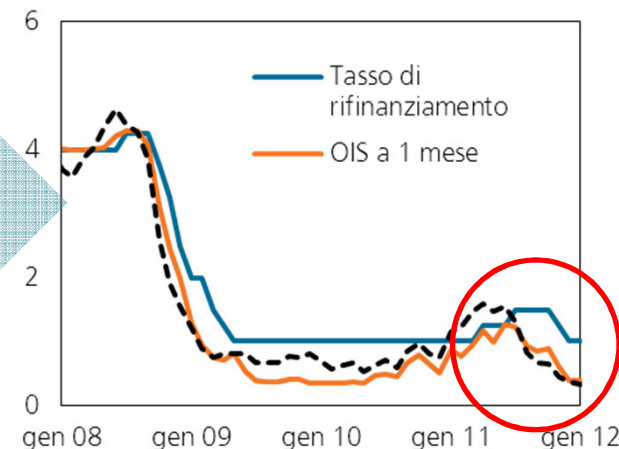


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Tasso di rifinanziamento e OIS (%)

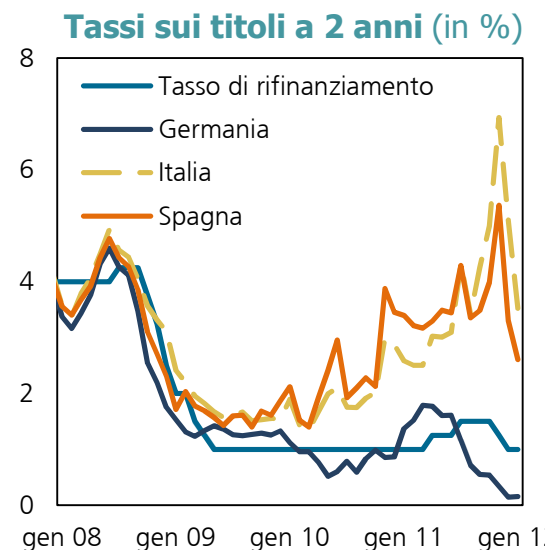
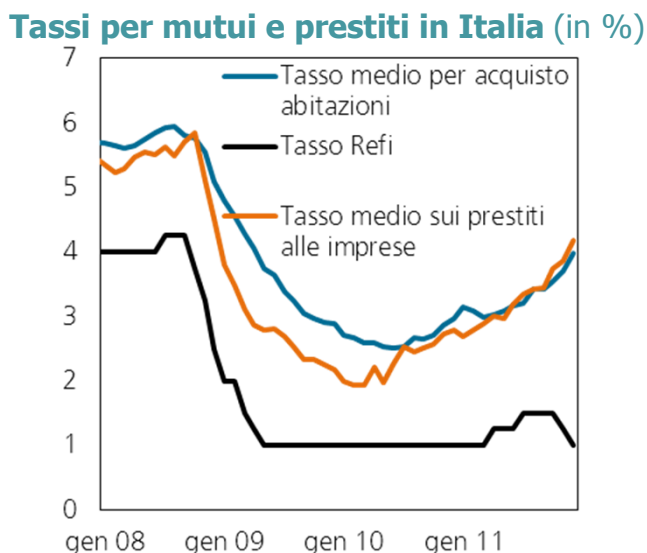
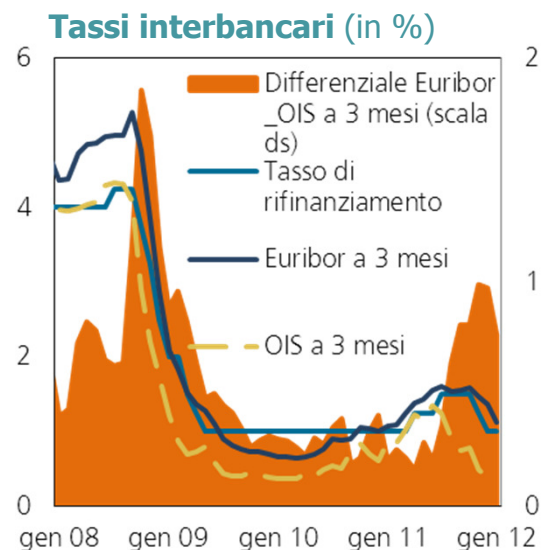
I tassi per scambiarsi liquidità overnight, prima aderenti all'aspettativa di politica monetaria, con la liquidità illimitata fornita dalla BCE si sono «scollati» dal livello del tasso target

2008 - 2012



# Il nuovo ruolo della BCE

- ma la trasmissione nell'interbancario e all'economia reale resta deludente..
- e con enormi differenze tra i paesi dell'area euro



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg



ORDINE DEI  
DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI  
ESPERTI CONTABILI

M I L A N O

**S.A.F.**  
**SCUOLA DI ALTA FORMAZIONE LUIGI MARTINO**

**BCE-Banche:  
flusso della liquidità non è un cerchio  
chiuso**

---

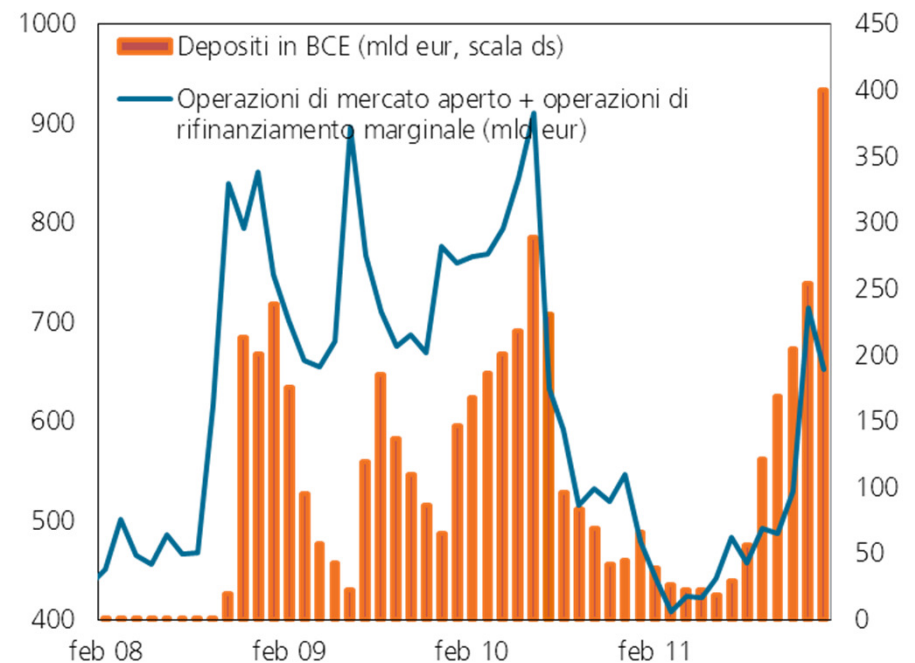
# BCE-Banche: flusso della liquidità non è un cerchio chiuso

- Un'accusa al nuovo ruolo della BCE si basa sulla tesi che le banche non reinvestono sul mercato dei capitali e soprattutto non traducono in finanziamenti all'economia reale la liquidità raccolta dalla BCE
- Questo sarebbe alla base della mancata trasmissione dell'impulso monetario dalla BCE all'economia reale

# BCE-Banche: flusso della liquidità non è un cerchio chiuso

La “prova” di questo comportamento sarebbe che ad ampie richieste di finanziamento in BCE corrispondono grandi giacenze del sistema in depositi remunerati dalla BCE a un misero 0,25%.

### Richieste di finanziamento e depositi in BCE (mld eur)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

# BCE-Banche: flusso della liquidità non è un cerchio chiuso

Un'analisi dei flussi annessi alla **bilancia dei pagamenti** per l'acquisto/la vendita di beni, servizi e attività finanziarie all'interno dell'area euro dimostra come i finanziamenti BCE non siano aggiuntivi rispetto ad una raccolta data ma piuttosto sostitutivi di un flusso di finanziamenti privati che la crisi ha fatto venire meno

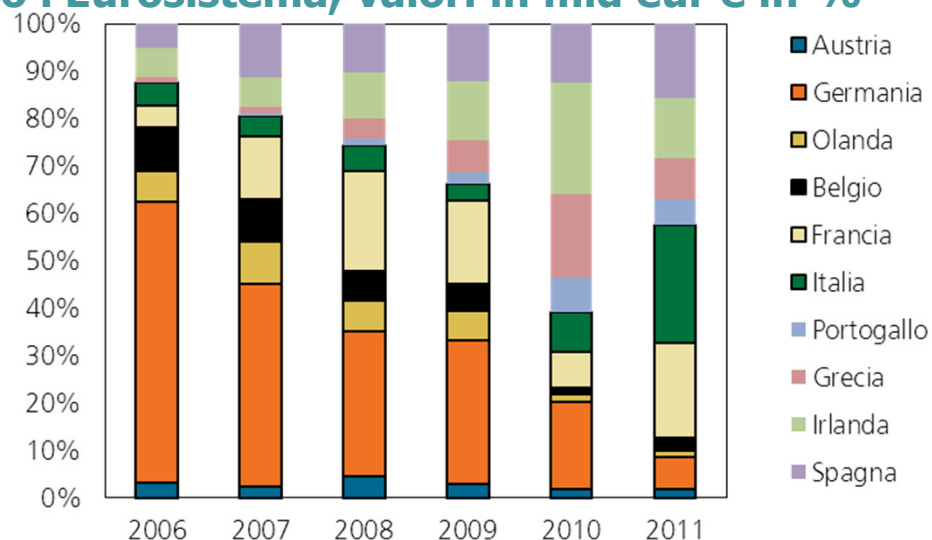
# BCE-Banche: flusso della liquidità non è un cerchio chiuso

- I crediti delle Banche Centrali Nazionali (BCN) verso l'Eurosistema sono:
  - cresciuti in termini assoluti dal 2006 al 2011
  - registrato un netto cambio del paese di origine

**Crediti delle principali BCN verso l'Eurosistema, valori in mld eur e in %**

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Austria	14	15	42	22	10	16
Germania	256	268	278	224	103	56
Olanda	28	56	57	46	10	13
Belgio	40	56	58	41	7	23
Francia	20	83	191	129	42	169
Italia	21	28	51	28	48	210
Portogallo	0	3	10	17	41	46
Grecia	5	9	41	50	98	74
Irlanda	27	39	89	92	132	107
Spagna	22	71	93	90	70	132
<b>Totale</b>	<b>433</b>	<b>628</b>	<b>907</b>	<b>737</b>	<b>560</b>	<b>847</b>

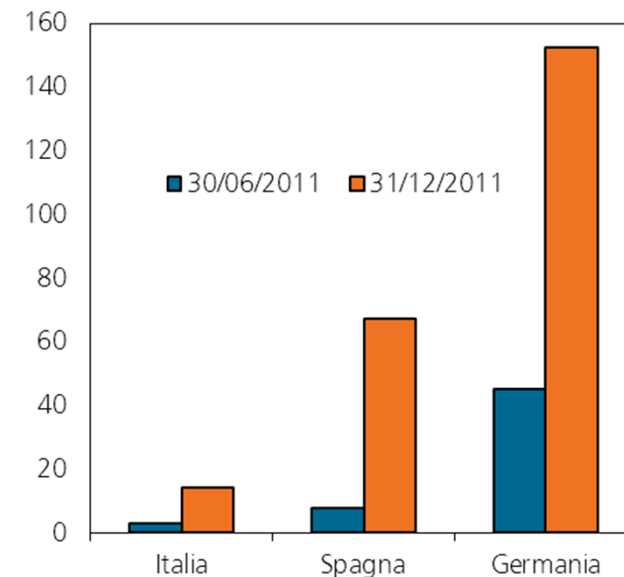
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo a partire dai rendiconti delle BCN



# BCE-Banche: flusso della liquidità non è un cerchio chiuso

- I quadro dei depositi in BCE è pressoché speculare:
  - minimi quelli provenienti dalla periferia dell'area euro
  - in aumento quelli di Germania ma anche di Francia e Olanda

**Depositi delle istituzioni finanziarie presso le BCN**  
(mld euro)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo a partire dai rendiconti delle BCN

# BCE-Banche: flusso della liquidità non è un cerchio chiuso

- L'Eurosistema sta diventando una stanza di compensazione fra le banche dell'Europa settentrionale, che non vogliono più prestare ai paesi della periferia, e le banche della periferia, che devono fronteggiare un'emorragia di liquidità.
- L'eccesso di liquidità investito in depositi è detenuto da banche nord-europee, mentre la domanda di fondi in BCE viene da banche della periferia.



ORDINE DEI  
DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI  
ESPERTI CONTABILI

M I L A N O

**S.A.F.**  
**SCUOLA DI ALTA FORMAZIONE LUIGI MARTINO**

# Un aggiornamento sulla crisi

---

# Un aggiornamento sulla crisi

## I temi sul tavolo

- Fiscal Compact
- Fondo salva stati temporaneo (EFSF) e permanente (ESM)
- Il caso Grecia

# Un aggiornamento sulla crisi

## – Fiscal Compact

- Insieme di vincoli e sanzioni con l'obiettivo del pareggio di bilancio e di una maggiore coordinazione e rigore fiscale
- Prenderà la forma di un Trattato intergovernativo, la cui firma è prevista al summit dei capi di Stato e di Governo in agenda per l'1 e 2 marzo p.v.
- **Criticità:** un ibrido tra EMU e EU (manca l'adesione di UK)
- **Criticità:** sbilanciato sul lato delle sanzioni piuttosto che dell'integrazione fiscale

# Un aggiornamento sulla crisi

- Fondo salva stati temporaneo (EFSF) e permanente ESM
  - L'EFSF ha ancora una dotazione stimata di circa 250 mld di euro e terminerà la sua esistenza a metà 2013
  - L' ESM partirà a metà 2012 con una dotazione di 500 mld di euro
  - **Criticità:** simultanea esistenza dei due fondi (con relativa addizione della potenza di fuoco) contro mutua esclusività
  - **Criticità:** gestione dei titoli di stato trasferiti dalla BCE al EFSF ?

# Un aggiornamento sulla crisi

## – La Grecia

- Il *Private Sector Involvement*: resta l'adesione volontaria con un taglio del valore attuale dei titoli del 70%
- Il secondo pacchetto di aiuti: 130/150mld condizionati al mantenimento del programma di consolidamento fiscale
- **Criticità**: il tempo stringe. Il 20 marzo scadono 14,5 mld di euro e Atene non ha la liquidità per onorare il debito



ORDINE DEI  
DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI  
ESPERTI CONTABILI

M I L A N O

S.A.F.  
SCUOLA DI ALTA FORMAZIONE LUIGI MARTINO

Torneranno i tassi *risk free*?

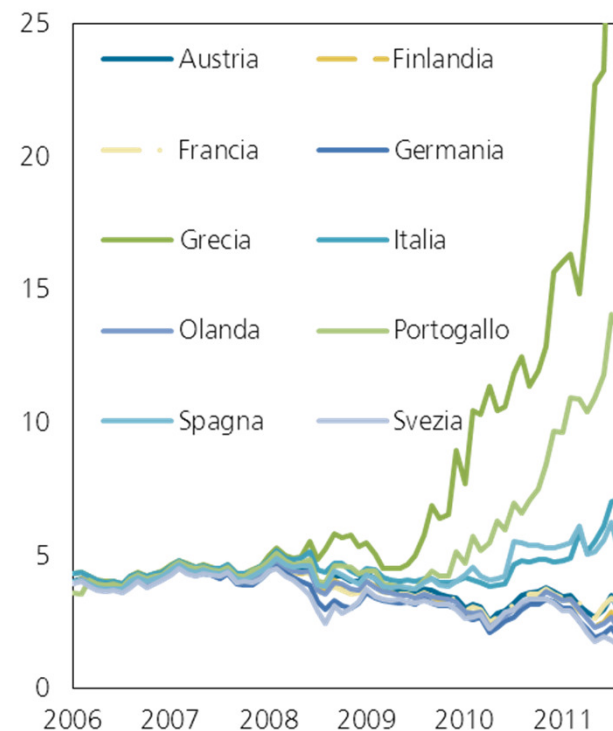
---

# Torneranno i tassi risk free?

- Per tasso privo di rischio (*risk free*) si intende il rendimento di titoli di stato, in particolare a breve termine, di paesi per i quali il rischio di insolvenza è percepito come nullo o quasi
- I titoli considerati rischiosi, come i titoli corporate e gli emergenti, vengono valutati a spread, ossia in base all'extrarendimento offerto rispetto ai titoli *risk free*

# Torneranno i tassi risk free?

- Prima dell'esplosione della crisi finanziari i tassi dei titoli governativi sostanzialmente di tutti i paesi dell'area euro erano considerati *risk free*
- Con la crisi la dispersione dei tassi nell'area euro è esplosa così come la volatilità degli stessi



Note: rendimento in % dei titoli benchmark sulla scadenza decennale  
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

# Torneranno i tassi risk free?

- I titoli di stato anche a brevissimo termine dei paesi dell'area euro hanno di fatto perso il loro stato di classe d'investimento *risk free*
- Dall'inizio della crisi non solo è aumentata la dispersione dei rendimenti ma anche il Costo della Protezione dal rischio di insolvenza

# Torneranno i tassi *risk free*?

- Le principali agenzie di rating hanno declassato negli ultimi mesi il merito di credito di molti paesi dell'area euro
- Nell'area euro solo Germania, Olanda e Finlandia conservano la valutazione massima da parte delle tre principali agenzie di rating

	Rating S&P	Tasso 10 anni	CDS
Germania	AAA	1,93	83
Olanda	AAA	2,25	97
Finlandia	AAA	2,35	65
Austria	AA+	2,81	162
Francia	AA+	2,93	171
EFSF	AA+	3,08	
Belgio	AA	5,01	221
Spagna	A	5,01	355
Italia	BBB+	5,36	384
Irlanda	BBB+	6,81	567
Portogallo	BB	12,46	1154
Grecia	CC	31,31	nd
Stati Uniti	AA+	1,97	40
UK	AAA	2,13	74
Giappone	AA-	0,97	125

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg



ORDINE DEI  
DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI  
ESPERTI CONTABILI

M I L A N O

**S.A.F.**  
**SCUOLA DI ALTA FORMAZIONE LUIGI MARTINO**

# Imprese: un nuovo mondo in cui gestire la liquidità



# Imprese: un nuovo mondo in cui gestire la liquidità

- Nelle imprese, la liquidità eccedente gli ordinari fabbisogni di cassa, viene normalmente investita in titoli di Stato o in altre forme a basso rischio
- Le condizioni di liquidità sul mercato sono decisamente cambiate principalmente in due dimensioni:
  - la scala degli *asset* secondo il proprio grado di liquidabilità è (almeno in parte) mutata
  - è esplosa la volatilità

# Imprese: un nuovo mondo in cui gestire la liquidità

Cambiano le variabili di valutazione degli asset



Cambia l'asset allocation dei portafogli a parità di fabbisogno di cassa

# Imprese: un nuovo mondo in cui gestire la liquidità

Aumenta la volatilità



Necessità di una maggiore riserva di liquidità a parità di asset allocation