

**BANCA D'ITALIA**

**Temi di discussione**

**del Servizio Studi**

**Mercato interbancario e gestione degli attivi bancari:  
tendenze recenti e linee di sviluppo**

**di Giovanni Ferri e Paolo Marullo Reedtz**



**Numero 117 - Maggio 1989**



**BANCA D'ITALIA**

**Temi di discussione**

**del Servizio Studi**

**Mercato interbancario e gestione degli attivi bancari:  
tendenze recenti e linee di sviluppo**

**di Giovanni Ferri e Paolo Marullo Reedtz**

**Numero 117 - Maggio 1989**

*La serie «Temi di discussione» intende promuovere la circolazione, in versione provvisoria, di lavori prodotti all'interno della Banca d'Italia o presentati da economisti esterni nel corso di seminari presso l'Istituto, al fine di suscitare commenti critici e suggerimenti.*

*I lavori pubblicati nella serie riflettono esclusivamente le opinioni degli autori e non impegnano la responsabilità dell'Istituto.*

COMITATO DI REDAZIONE: *IGNAZIO ANGELONI, FRANCESCO M. FRASCA, LUIGI GUISO, STEFANO VONA; MARIA ANTONIETTA ORIO (segretaria).*

## SOMMARIO

Il lavoro si sofferma sulle inefficienze che caratterizzano il mercato interbancario in Italia, alle quali è imputabile la vischiosità con la quale i relativi tassi d'interesse recepiscono il mutare delle condizioni di liquidità. Questa circostanza provoca difficoltà di gestione delle tesorerie bancarie e possibili inefficienze nella determinazione dei tassi d'interesse praticati alla clientela; inoltre ostacola la tempestiva trasmissione all'intera struttura dei tassi degli impulsi generati dagli interventi della banca centrale. Oltre a operare un'analisi della struttura del mercato interbancario, si pongono in evidenza gli effetti che su di esso eserciterà tutta una serie di iniziative in via di realizzazione presso le autorità monetarie e fra le banche stesse.

## INDICE

1. Introduzione	p. 5
2. Il mercato interbancario in Italia: forme tecniche e dimensioni	p. 9
3. Viscosità del tasso interbancario: i risultati di una stima econometrica	p. 15
4. Ragioni della viscosità: le specializzazioni funzionali sull'interbancario	p. 22
4.1 Il gruppo delle banche prenditrici: quote di mercato e composizione di bilancio	p. 22
4.2 Frazionamento dell'offerta e grado di concentrazione del mercato	p. 25
4.3 Strategie aziendali e scelte produttive	p. 27
5. Effetti sull'interbancario degli interventi strutturali sul mercato monetario	p. 39
6. Effetti sull'interbancario dello sviluppo di un mercato delle polizze di credito commerciale	p. 44
Bibliografia	p. 51



## 1. Introduzione

Nel corso degli anni '80 l'utilizzo crescente di strumenti indiretti nel perseguimento degli obiettivi della politica monetaria ha conferito un ruolo cruciale al mercato monetario. Il suo efficiente funzionamento costituisce un presupposto essenziale perché gli impulsi stabilizzatori originati dall'autorità si diffondano tempestivamente ai mercati finanziari e possano così influenzare gli operatori economici.

Nel nostro Paese il mercato interbancario assume particolare rilievo nell'ambito di tale processo di trasmissione in virtù del grado tuttora assai elevato di intermediazione bancaria: nel 1987 oltre il 40 per cento delle attività finanziarie totali prendeva ancora la forma del deposito bancario e i crediti bancari rappresentavano poco meno del 60 per cento delle passività finanziarie complessive del settore privato.

Negli anni scorsi l'interbancario non ha assolto in maniera adeguata il compito di diffondere con prontezza alla generalità delle aziende di credito i mutamenti nelle condizioni di liquidità e i movimenti dei "tassi guida" (il costo del rifinanziamento presso la banca centrale e i rendimenti degli strumenti a breve del debito pubblico), in modo che essi venissero recepiti con tempestività nelle condizioni praticate alla clientela. In alcune occasioni, la vischiosità con la quale sono stati mossi i tassi attivi ha anzi favorito lo sviluppo, da parte delle imprese, di arbitraggi tra il costo dell'indebitamento e i rendimenti a breve termine del mercato interbancario, espressi dalle condizioni praticate dalle banche sulle operazioni pronti contro termine di raccolta<sup>1</sup>.

Nel lavoro si argomenta che le imperfezioni dell'in-

---

1. Per una trattazione di questa problematica si veda Marullo Reedtz, P. (1988)

terbancario nascono, per gran parte degli scambi, dalla commistione tra le negoziazioni che rispondono a esigenze delle tesorerie bancarie e quelle caratterizzate da un maggior grado di stabilità, i cui effetti sono aggravati dal mancato ricorso a forme tecniche specifiche per le due componenti. Inoltre si sostiene che il carattere bilaterale delle transazioni, cristallizzato dall'esistenza di customer relationships tra banche, ostacola la diffusione delle informazioni e frena l'aggiustamento del tasso d'interesse interbancario. Inefficienze di altro tipo affliggono i nuovi segmenti del mercato a breve e brevissimo termine. L'esagerata volatilità dei tassi che vi si riscontra è indice del limitato spessore di questi comparti, riconducibile non solo al contenuto volume delle transazioni ma anche al ristretto numero di intermediari che vi operano, in presenza di cospicui shocks di liquidità impartiti soprattutto dall'operatore pubblico.

I risultati statistici del lavoro confermano circostanze già note e fanno inoltre emergere sviluppi recenti sui quali non si era prima soffermata l'attenzione; nel loro insieme consentono di formulare un quadro completo delle disfunzioni del mercato interbancario e di valutare il possibile impatto degli interventi strutturali in corso. Essi sono così sintetizzabili:

1. Alla notevole ampiezza dei flussi interbancari complessivi si contrappone lo spessore ancora limitato dei segmenti a breve termine. La maggior parte delle transazioni prende la forma dei conti correnti di corrispondenza e dei depositi a vista (solo formalmente tali), mentre i depositi vincolati, seppure in sviluppo, rivestono un ruolo ancora molto limitato (paragrafo 2). Lo stesso mercato overnight raccoglie mediamente solo l'1 per cento dello stock di fondi interbancari; il suo spessore contenuto si riflette nell'esagerata volatilità del suo tasso d'interesse.

2. Stime econometriche (paragrafo 3) mettono in risalto la lentezza con la quale il tasso d'interesse si adegua al mutare delle condizioni di liquidità.
3. Risulta confermata la sovrapposizione delle transazioni che soddisfano esigenze di breve periodo con quelle relative ai servizi che le banche si scambiano su base di reciprocità e con quelle che realizzano la canalizzazione stabile dei fondi che eccedono la capacità di investimento dei singoli istituti. Alcune grandi aziende considerano quella interbancaria una fonte stabile di provvista; ciò rafforza le customer relationships all'interno del sistema bancario, che tendono a segmentare il mercato e ad ostacolare la trasparenza delle transazioni. Negli ultimi anni, la concorrenza dei titoli di Stato nella raccolta di risparmio, insieme all'onerosità della riserva obbligatoria, hanno indotto questo gruppo di aziende ad ampliare il ricorso alla raccolta interbancaria, che viene investita in attività non esclusivamente a breve termine (paragrafo 4).
4. Nel corso degli anni '80 questo gruppo di prenditrici, formato da una decina di grandi istituti, ha progressivamente assunto un ruolo che va molto oltre l'ampiezza delle sue quote di mercato nell'attività con la clientela (36 per cento sui depositi). Esso concentra presso di sé oltre il 55 per cento delle passività interbancarie e circa il 60 per cento del rifinanziamento erogato nelle varie forme dalla Banca centrale (paragrafo 4). Inoltre, con l'eccezione di una sola azienda, il gruppo fa parte dei primary dealers sul mercato secondario telematico dei titoli di Stato e partecipa pressoché interamente alle iniziative più innovative sul sistema dei pagamenti (accordo PEG, progetti SIPS ecc.), nonché alla convenzione per il mercato secondario dei certificati di deposito bancari. Questa evoluzione, che si accompagna a un più deciso orientamento del gruppo verso l'attività all'ingrosso, è indice di un'accresciuta stratificazione e

indirizza i rapporti tra le autorità monetarie e il sistema bancario verso un assetto più simile a quello dei paesi anglosassoni.

L'esigenza di modificare questi lineamenti del mercato appare urgente se si considera che si va sempre più accentuando una dicotomia all'interno del sistema bancario: un gruppo di aziende si rende interlocutore principale della Banca centrale, ma gli stimoli connessi col modificarsi delle condizioni di liquidità stentano a raggiungere le altre banche. Nell'ambito di un disegno generale di miglioramento del mercato monetario, l'istituzione del mercato secondario dei titoli pubblici e altre iniziative in fase di attuazione, quali le riforme del sistema dei pagamenti, il progetto di mobilitazione del deposito a riserva obbligatoria, la costituzione di un mercato telematico dei fondi scambiati tra gli intermediari e la crescente liberalizzazione dell'operatività in valuta, non mancheranno di influenzare l'interbancario nel corso dei prossimi anni (paragrafo 5). Non vanno infine trascurate le implicazioni dello sviluppo di un nuovo segmento di mercato monetario quale quello delle polizze di credito commerciale (paragrafo 6).

2. Il mercato interbancario in Italia: forme tecniche e dimensioni.

Il mercato interbancario svolge un importante ruolo di canalizzazione di fondi da aziende con eccedenze verso altre che necessitano di fondi liquidi. Esso costituisce il più importante segmento del mercato monetario, data la rilevanza tuttora preponderante del sistema bancario nei mercati finanziari del nostro Paese.

In linea di principio si può distinguere tra transazioni di natura strutturale e congiunturale. Le prime rappresentano il collegamento tra aziende operanti su aree eccedentarie e deficitarie di capitali o tra banche che perseguono diverse politiche di articolazione dell'attivo e del passivo. Le transazioni di natura congiunturale rispondono invece alle esigenze di tesoreria di aziende con temporanee eccedenze o deficienze di liquidità. A questo proposito si deve osservare come non tutte le aziende abbiano lo stesso grado di contatto diretto con i canali di formazione e assorbimento della base monetaria. Per questo motivo, quando una banca - tesoriere di qualche centro di spesa pubblica, oppure operatore tra i principali sui mercati dei cambi, oppure particolarmente dipendente dal rifinanziamento - subisce una contrazione della propria liquidità, essa può temporaneamente indebitarsi con un'altra azienda che non ha patito gli stessi squilibri.

Nella realtà, tuttavia, non è facile distinguere tra transazioni di natura strutturale e congiunturale, perché le due si presentano in un intreccio difficile da districare perfino nei rapporti che fanno capo a una stessa banca. La commistione delle due componenti tende ad accrescere la vischiosità dei tassi interbancari e ostacola la formazione di una significativa struttura dei tassi per scadenze, che dovrebbe da ultimo servire da guida per le aziende nella fissazione dei prezzi dei loro prodotti tipici, cioè dei tassi attivi e passivi praticati alla clientela.

Oltretutto i due moventi delle transazioni sono ser-

viti in larga misura dagli stessi strumenti. Circa il 40 per cento di esse, che nel complesso sono state pari a oltre 80.000 miliardi nella media del 1988, prende ancora la forma tecnica dei conti correnti di corrispondenza (tav. 1), che per loro natura riservano alle parti una certa discrezionalità su base bilaterale nel regolamento dei flussi e nella fissazione delle condizioni. Tale segmento è in larga misura la risultante di un sistema dei pagamenti che ha limitato, sino ai tempi più recenti, il ruolo della compensazione in stanza e di un regime fiscale asimmetrico tra i vari strumenti del mercato interbancario<sup>2</sup>.

Per quanto riguarda le modalità di regolamento dei pagamenti interbancari sono in corso di attuazione una serie di modifiche che dovrebbero ridurre i fondi affluenti ai conti correnti di corrispondenza<sup>3</sup>.

La rimanente parte dei fondi interbancari - tranne la quota relativamente contenuta dei "finanziamenti" costituiti da veri e propri affidamenti tra aziende - si ritrova tra i depositi. Ma anche tra di essi prevalgono (oltre i due terzi)

---

2. Ai fini IRPEG tutti gli interessi da attività intercreditizie della banca contribuiscono alla determinazione dell'imponibile; differisce invece il regime per quanto riguarda la ritenuta alla fonte. Mentre agli interessi attivi sui "finanziamenti" intercreditizi non si applica alcuna ritenuta fiscale e per quelli sui depositi intercreditizi vale (ad eccezione di quelli attivi degli istituti centrali di categoria) la ritenuta con la stessa aliquota dei depositi di clientela, diverso è il trattamento dei conti correnti di corrispondenza. Sui conti correnti di corrispondenza la ritenuta si applica trimestralmente solo all'eventuale saldo positivo tra interessi attivi e passivi.

3. Cfr. Banca d'Italia (1988a) in cui si descrivono tutti i progetti di intervento sul sistema dei pagamenti e Banca d'Italia (1989) pp. 14\*-17\* ove si descrivono i due progetti già operativi da novembre 1988 (scambio assegni fuori piazza in stanza di compensazione e adesione delle Poste alla stanza stessa) e si dà conto dei primi risultati.

Tav. 1: COMPOSIZIONE PERCENTUALE (1)  
DEL PASSIVO INTERBANCARIO

ANNI	CONTI CORRENTI CORRISPONDENZA	FINANZIAMENTI	DEPOSITI LIBERI	DEPOSITI VINCOLATI
1979	41,9	5,5	37,6	15,0
1982	46,8	5,6	38,4	9,2
1985	40,7	5,7	44,1	9,5
1988	38,1	11,0	34,9	16,0

(1) Nella tavola presente e anche nelle successive i valori relativi al 1988 si riferiscono agli undici mesi terminanti a dicembre. Dati medi annui. Rapporti percentuali sul totale interbancario residenti lire. I dati sono calcolati sui saldi liquidi e possono differire da quelli sui saldi contabili (cfr. la nota metodologica in Pepe, R. (1982) per un'analisi delle differenze tra saldi contabili e liquidi).

i depositi liberi -in particolare "a vista"- che spesso sono solo formalmente degli strumenti prontamente smobilizzabili e sui quali gli interessi vengono corrisposti in un'unica soluzione a fine anno. La revisione dei tassi sui depositi a vista che si rende necessaria quando mutano le condizioni del mercato è soggetta ad un procedimento di ricontrattazione bilaterale talvolta lungo e oneroso<sup>4</sup>; a ciò si aggiunge l'effetto di illiquidità connesso con la difficoltà, segnalata dagli operatori, di richiamare i fondi. Non deve quindi stupire che i tassi si aggiustino con lentezza all'evolversi del mercato. Meno di un terzo dei depositi interbancari affluisce infine sui depositi vincolati a tempo (tav. 1).

Finora non si sono inoltre diffusi i certificati di deposito interbancari che rappresenterebbero uno "...strumento idoneo a perseguire con maggior efficacia la politica di

---

4. Cfr. Brocci, W. (1988a).

controllo attivo del bilancio da parte delle aziende"<sup>5</sup>. Essi consentirebbero infatti di cadenzare nel tempo la provvista, stabilizzandola, e arricchirebbero il mercato di strumenti negoziabili.

Solo negli anni più recenti hanno preso a svilupparsi strumenti negoziabili dal rendimento e dalla durata certa quali l'overnight e, più di recente, forme di time deposits a breve e brevissima scadenza (tav. 2). La dimensione di questi mercati risulta però tuttora contenuta. Secondo i dati del campione delle istituzioni creditizie più rappresentative che vi operano regolarmente (gli operatori valutano che il campione rappresenti una percentuale oscillante tra l'80 e il 95 per cento dell'universo) la media giornaliera dei fondi scambiati sull'overnight nel corso del 1988 era pari a circa l'1 per cento dello stock totale di fondi interbancari. Per quanto concerne il segmento dei time deposits non esistono rilevazioni sistematiche ma, a detta degli operatori, la sua incidenza sarebbe di gran lunga minore.

La mancanza di spessore del mercato overnight viene confermata dalla elevata variabilità dei tassi. Nel corso del 1988 il campo di variazione del tasso overnight ha superato i 15 punti (dal minimo di 1 al massimo del 16,25 per cento). L'escursione misurata sul giorno precedente è stata in media pari a circa due punti percentuali, ha presentato un valore massimo superiore ai 13 punti e in due casi su tre è risultata maggiore o uguale al mezzo punto percentuale. E' indicativo a questo proposito un raffronto con il tasso d'interesse che si determina sui Federal funds negli Stati Uniti. Per l'intero 1988 il campo di variazione del Federal fund rate è stato di circa 4 punti (dal minimo di 5,72 al massimo del 9,64 per cento); l'escursione rispetto al giorno

---

5. MINISTERO DEL TESORO (1987) Ricchezza finanziaria, debito pubblico e politica monetaria nella prospettiva dell'integrazione internazionale, Rapporto della Commissione di studio nominata dal Ministro del Tesoro, Istituto Poligrafico e Zecca dello Stato, Roma, p. 102.

Tav. 2 CARATTERISTICHE DEI DEPOSITI INTERBANCARI (1)

CATEGORIE	SCAMBIO	RIENTRO	LIQUIDAZIONE INTERESSI
overnight	giorno stesso	giorno successivo	contestualmente al rimborso del capitale
tom-next	giorno successivo	2° giorno successivo	" " " " "
spot-next	2° giorno successivo	3° giorno successivo	" " " " "
depositi a tempo	2° giorno successivo	a scadenze prefissate (7-15 gg., 1-2-3-4-5-6 mesi)	" " " " "
time deposits	giorno stesso	a scadenze prefissate (normalmente entro 30 gg.)	" " " " "
a vista	giorno stesso	(di regola) preavviso di 2 giorni	a fine anno

(1) Si riportano in questa tavola le caratteristiche sintetiche delle tipologie di deposito interbancario attualmente quotate giornalmente su schermo Reuters.

precedente è risultata in media di 14 centesimi di punto e solo una volta su sei lo scarto tra due giorni consecutivi è stato pari o superiore a un quarto di punto. La spiccata volatilità del tasso overnight risulta confermata anche su dati medi decadali: nel 1988 esso ha mostrato una variabilità, misurata dal rapporto tra scarto quadratico medio e media nel periodo, quattro volte maggiore di quella del tasso sui depositi interbancari liberi di fonte decadale (0,19 per il primo contro 0,05 per il secondo). Questa elevata variabilità è indice della difficoltà di far incontrare domanda e offerta su un mercato in cui la relativa omogeneità del limitato gruppo di operatori attivi li conduce a manifestare contemporaneamente esigenze di copertura dello stesso tipo. Tale variabilità costituisce un serio ostacolo per le aziende

a realizzare una gestione di tesoreria che risponda a condizioni ragionevolmente prevedibili. Per l'autorità, d'altro canto, le ampie oscillazioni di questo tasso rendono difficoltoso formulare delle valutazioni su un suo livello obiettivo, qualora questo tipo di azione risulti desiderabile.

**Tav. 3 ATTIVITA' INTERBANCARIE E TITOLI (1)**  
**SUL TOTALE DELL'ATTIVO**  
(valori percentuali a dicembre 1986)

PAESI	INTERBANCARIO	TITOLI
Germania	7,7	11,5
Giappone	10,4	13,2
Gran Bretagna	9,1	9,5
Italia	12,7	26,0
Stati Uniti	4,1	23,5

(1) Fonte: Financial Accounts of OECD Countries. Nell'aggregato titoli, oltre alle voci "government bonds" e "government short-term securities", sono inclusi anche gli altri "bonds and short-term securities". Le quote sono calcolate sui valori di bilancio dei sistemi bancari nazionali. I valori dell'interbancario sono gli attivi interbancari denominati in valuta nazionale. I dati per gli Stati Uniti si riferiscono alle "commercial banks", per la Gran Bretagna all'aggregato "monetary sector", per il Giappone al settore "financial institutions".

Anche un confronto internazionale sembra indicare che, nel caso italiano, le dimensioni dei flussi interbancari eccedano le esigenze di gestione delle tesorerie bancarie e riflettano piuttosto una modalità di raccolta (impiego) non esclusivamente a breve termine. Come quota di bilancio delle aziende di credito, le transazioni interbancarie presentano infatti valori elevati rispetto a quanto osservato negli altri paesi industrializzati (tav. 3).

### 3. Vischiosità del tasso interbancario: i risultati di una stima econometrica

Per il singolo istituto l'incentivo a finanziarsi temporaneamente presso altre banche scaturisce dall'esigenza di superare i limiti imposti nell'immediato all'espansione dei suoi crediti dalla rigidità delle altre poste del passivo. In questo senso si può pensare all'interbancario come al mercato secondario della liquidità bancaria e ci si deve attendere che le condizioni che vi prevalgono rispecchino i costi di fonti alternative di liquidità regolate a tassi competitivi, quali il finanziamento concesso dalla banca centrale attraverso operazioni temporanee. Si può ritenere che questa rispondenza non debba necessariamente essere immediata per quegli scambi interbancari che si riferiscono a rapporti di più lungo periodo tra aziende, in gran parte associati alla fornitura di servizi, e che assumono la forma tecnica dei finanziamenti e dei conti correnti di corrispondenza. Al contrario, ci si dovrebbe aspettare che le condizioni praticate sui depositi interbancari, in particolar modo su quelli liberi, presentino un costante e pronto adeguamento al costo del rifinanziamento presso la banca centrale.

In realtà, questa rispondenza si verifica in misura forte solo per le transazioni overnight<sup>6</sup> e sulle scadenze contigue; l'aggiustamento del tasso è invece lento per la maggior parte dei depositi interbancari, costituiti da depositi liberi. Queste circostanze si possono mettere in risalto attraverso una verifica empirica dell'andamento del

---

6. Questo problema è già stato messo in luce su Banca d'Italia (1988b) ove si mostra graficamente, da una parte, la presenza di forti correlazioni tra tassi sulle operazioni pronti contro termine con la banca centrale e overnight e, dall'altra, la difformità tra la dinamica di quest'ultimo e quella del tasso interbancario sui depositi liberi.

tasso interbancario<sup>7</sup>, in funzione di tassi alternativi di mercato monetario.<sup>8</sup>

Nella formulazione che ha dato i migliori risultati statistici, riportati nella tavola 4, il tasso interbancario risulta sensibile alle variazioni del tasso di sconto (TASC)<sup>9</sup>, nonché al livello dei tassi di mercato monetario a breve e brevissimo termine<sup>10</sup>.

- 
7. Per il resto del lavoro con il termine tasso interbancario si fa riferimento a quello sui depositi passivi liberi di ammontare superiore al miliardo remunerati a tasso massimo, quale risulta dalla rilevazione decadale. Esso si riferisce a volumi di depositi a vista che rappresentano una percentuale oscillante attorno al 10% dei fondi interbancari totali in lire con residenti e dunque a circa il 20% dei depositi interbancari in lire con residenti. In via di principio ci si dovrebbe attendere una sua spiccata flessibilità: si tratta infatti di un tasso marginale su passività all'ingrosso, per le quali i costi di rinegoziazione sopra richiamati dovrebbero risultare contenuti. Il periodo di stima va dalla fine degli anni '70 fino agli ultimi dati disponibili.
  8. Tentativi di identificazione delle componenti di offerta e di domanda non hanno prodotto risultati significativi. Si è anche effettuato un tentativo di effettuare una regressione dell'ammontare dei depositi a vista rispetto al loro tasso d'interesse e ad altre variabili: il risultato è stato tuttavia ancor più insoddisfacente, probabilmente a causa del sample selection bias indotto sull'aggregato dal doppio limite (di quantità e di tasso) nella rilevazione decadale.
  9. Secondo un approccio oramai consolidato [cfr. Biscaini, A.M.- Carosio, G.- Padoa-Schioppa, T. (1972) e Banca d'Italia (1988c)], in una prima specificazione si è tentato di inserire le variazioni positive del tasso di sconto distintamente da quelle negative, nell'ipotesi che l'effetto di annuncio di variazioni del tasso di sconto dia luogo a processi di aggiustamento asimmetrici a seconda che si tratti di un aumento o di una diminuzione. Il valore dei due coefficienti ha tuttavia suggerito che, contrariamente a quanto accertato relativamente agli impieghi e ai depositi, l'ipotesi di simmetria sia accettabile per il tasso interbancario.
  10. Per cogliere gli effetti di variabilità attribuibili alla brusca manovra di stabilizzazione condotta dalle autorità nel primo semestre del 1986, sono state, inoltre, introdotte due dummy, per i mesi di febbraio e marzo.

Ipotizzando l'esistenza di una struttura per scadenze dei rendimenti di mercato monetario, si è incluso tra i regressori il tasso overnight (TAOV). Esso costituisce infatti un indicatore delle tensioni di liquidità per il sistema bancario verificatesi negli anni a partire dal 1984, periodo in cui gli scambi interbancari "a 24 ore" hanno raggiunto dimensioni non più trascurabili. Nel tentativo di effettuare una stima anche per i primi anni '80, si è inoltre introdotto come regressore un altro tasso in qualche modo rappresentativo delle condizioni di mercato monetario, il rendimento dei BOT (TABOT).

Una semplice ispezione degli andamenti dei tassi (graf. 1) indica che il legame tra tasso interbancario e tasso overnight si è rafforzato a partire dalla metà del 1985; anche il test di Chow avvalorava l'ipotesi di instabilità strutturale dell'equazione alla metà del 1985. Questi due elementi hanno consigliato di operare una suddivisione del periodo di stima in due fasi: la prima va da giugno del 1979 a maggio del 1985; la seconda si estende fino a dicembre del 1988.

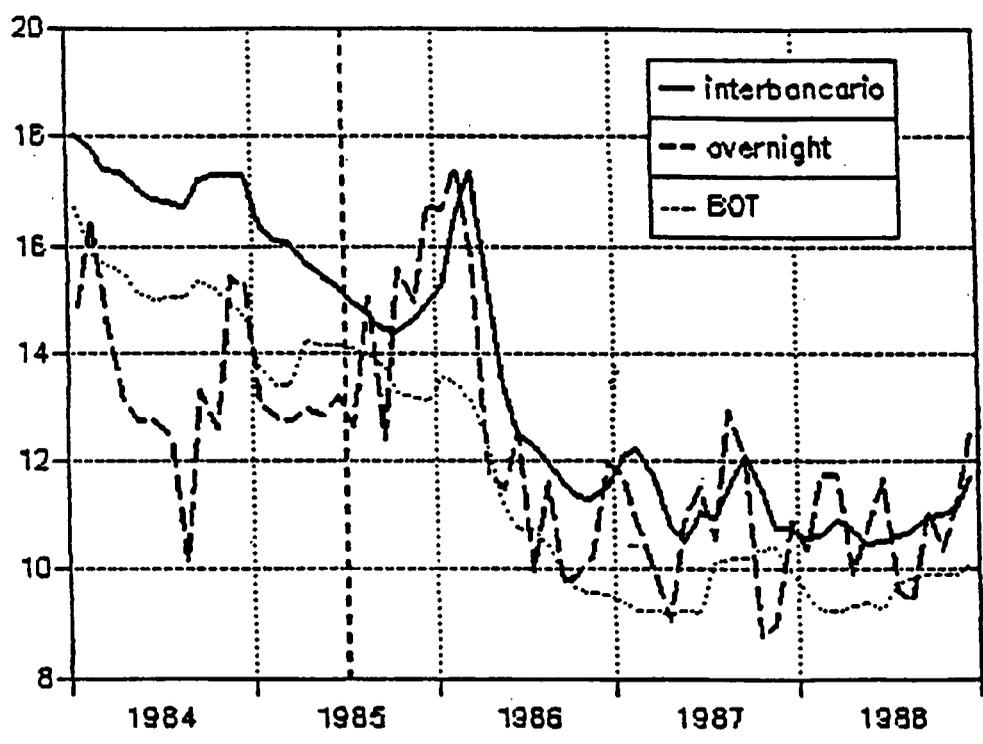
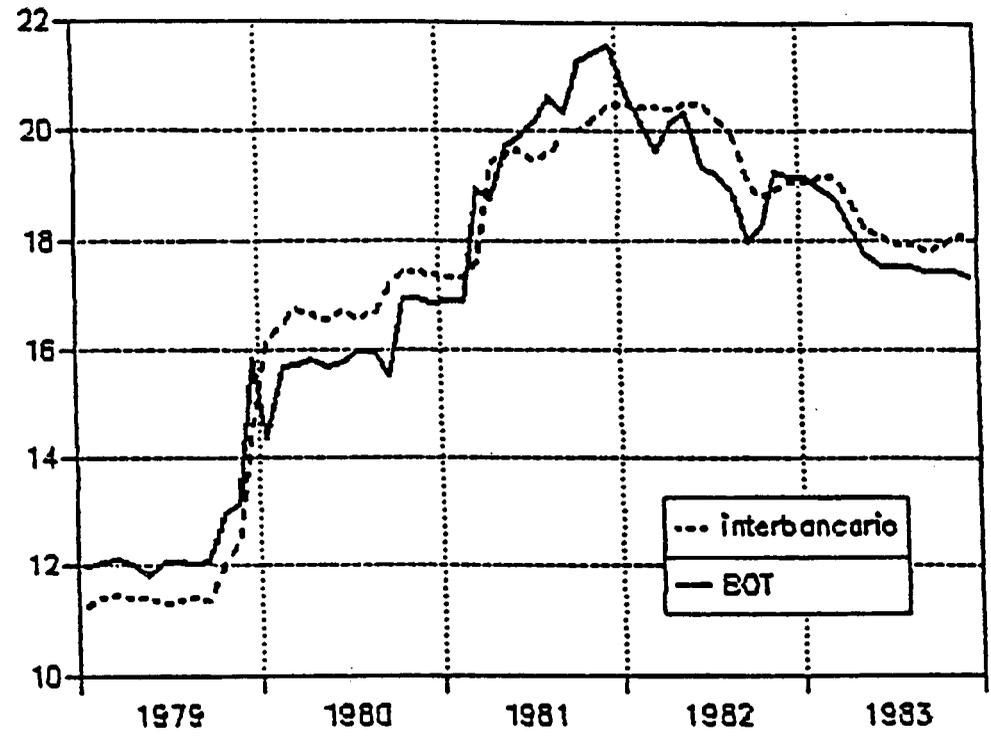
Nel primo periodo, il tasso interbancario presenta elasticità unitaria<sup>11</sup> rispetto a variazioni del tasso dei BOT e risponde agli effetti d'annuncio incorporati in variazioni del tasso di sconto. La reattività è tuttavia assai contenuta: l'aumento di un punto del tasso sui BOT determina una crescita di soli 5 centesimi di punto del tasso interbancario contemporaneo, mentre il ritardo medio dell'aggiustamento è di 20 mesi (tav. 4).

Nel secondo sottoperiodo il tasso interbancario risulta più reattivo: si registrano cambiamenti di circa 18 centesimi di punto in risposta a variazioni contemporanee del

---

11. La restrizione di elasticità unitaria non viene rigettata dal valore del test t.

### Tassi d'interesse



La linea di riferimento è tratteggiata al giugno 1985

**TAV. 4: STIMA DEL TASSO INTERBANCARIO**

Periodo di stima	79.6-88.12	85.6-88.12	79.6-85.5	85.6-88.12
c <sub>1</sub>	.822 (16.306)	.807 (14.546)	.953 (41.204)	.821 (35.689)
c <sub>2</sub>	.616 (6.303)	.998 (5.191)	.750 (11.701)	.996 (6.623)
c <sub>3</sub>	.023 (2.805)	.186 (6.987)	-	.179 (7.771)
c <sub>4</sub>	.179 (3.508)	.013 (.185)	.047 (2.042)	-
c <sub>5</sub>	-	.984 (3.955)	-	.978 (4.018)
c <sub>6</sub>	-	1.057 (4.198)	-	1.042 (4.434)
t <sub>1</sub>	-	-	1.219	-
t <sub>2</sub>	-	-	-	1.211
CHOW	3.705 (1985.6)	-	-	-
S.E.	.322	.232	.236	.230
R <sup>2</sup>	.991	.986	.989	.986
D.W.	1.899	2.015	1.865	1.903
LM(1)	2.041	.051	.323	.018
LM(12)	5.106	.034	.325	.246
ARCH(1)	4.420	.063	.557	.054

**Equazione stimata:**

$$TAIB = c_1 TAIB_{-1} + c_2 DTASC + c_3 TAOV + c_4 TABOT + c_5 DU8602 + c_6 DU8603$$

**Note:**

- t<sub>1</sub>: test t dell'ipotesi di elasticità unitaria rispetto a TABOT;  
t<sub>2</sub>: test t dell'ipotesi di elasticità unitaria rispetto a TAOV;  
CHOW: test di stabilità dell'equazione in due sottoperiodi, il secondo dei quali inizia alla data sottoindicata; distribuito come un F con R,N-K gradi di libertà, dove R è il numero di osservazioni nel secondo periodo, N è il numero di osservazioni nel primo periodo e K è il numero dei regressori;  
S<sub>2</sub>E.: errore standard della regressione;  
R<sup>2</sup>: coefficiente di determinazione;  
D.W.: test di Durbin-Watson;  
LM(i): test del moltiplicatore di Lagrange per l'autocorrelazione di ordine i;  
ARCH(1): test di eteroschedasticità autoregressiva del primo ordine.

tasso overnight e il ritardo medio è di circa quattro periodi<sup>12</sup>. Anche la reattività rispetto a cambiamenti nel tasso di sconto, espressa da un coefficiente sostanzialmente unitario, è più pronunciata che nel primo sottoperiodo.

La limitata e ritardata reattività rispetto ai tassi che meglio esprimono i costi opportunità a breve e brevissimo termine rappresenta un serio ostacolo all'efficacia degli strumenti indiretti della politica monetaria. L'analisi suggerisce la possibilità che anche le condizioni sui depositi interbancari liberi risultino nell'immediato scarsamente sensibili al mutare delle condizioni di mercato.

La vischiosità del tasso interbancario è in parte imputabile al fatto che le tensioni di liquidità possono essere affrontate dalle banche anche decumulando altre componenti dell'attivo, quali i titoli a breve o, in assenza di perturbazioni del mercato, anche quelli a medio e lungo termine. Si può allora pensare a una situazione rovesciata rispetto al caso classico di sistemi bancari che realizzano una gestione del passivo di breve periodo ed una gestione dell'attivo di medio periodo. Nel caso italiano l'ampiezza del portafoglio di titoli delle banche (cfr. tav. 3 per un confronto con altri paesi OCSE) rende il loro attivo più facilmente smobilizzabile che non in altre realtà<sup>13</sup>. In pratica esse possono cadenzare opportunamente i propri investimenti in modo tale da ridurre la probabilità di eventuali situazioni di scarsa liquidità.

---

12. Una versione dell'equazione del tasso interbancario sostanzialmente identica a quella qui proposta come ultima specificazione per il secondo sottoperiodo era presente in Banca d'Italia (1988c). I risultati calcolati allora si basavano sul periodo giugno 1985 - giugno 1987; la stima estesa a tutto il 1988 conferma sostanzialmente quei risultati, suggerendo anzi una dipendenza marginalmente più stretta tra tassi interbancario e overnight, evidenziata dal lieve incremento del coefficiente e dalla riduzione del ritardo medio. La restrizione di elasticità unitaria rispetto al tasso overnight, indicata dai valori dei coefficienti, non viene rifiutata dal test t.

13. Cfr. Cottarelli, C. - Cotula, F. - Pittaluga, G. (1985).

Oltre che a fattori più generali attinenti i criteri di gestione dei bilanci bancari, la vischiosità del tasso sembra però attribuibile anche alle segmentazioni del mercato e al sussistere di vincoli non contrattuali tra prenditori e datori. Tali fattori tendono a interessare quella componente delle negoziazioni che soddisfa stabili esigenze di provvista (o di impiego) da parte di alcuni istituti. Si conferma, insomma, che all'interbancario non è attribuibile in Italia il ruolo di aggiustamento di posizioni di tesoreria a breve. Ciò lascia supporre l'esistenza di due tipologie di aziende: le une con capacità di investimento costantemente superiore alle proprie opportunità di raccolta da clientela o di utilizzo di fondi propri, le altre che si trovano permanentemente in una situazione opposta. Il paragrafo seguente è dedicato all'analisi della polarizzazione dei rapporti sul mercato interbancario, nel tentativo di spiegare questa evoluzione sulla base di difformi scelte produttive da parte delle varie aziende.

#### 4. Ragioni della vischiosità: le specializzazioni funzionali sull'interbancario

##### 4.1 Il gruppo delle banche prenditrici: quote di mercato e composizione di bilancio

Le osservazioni formulate finora si riferiscono all'insieme delle aziende di credito<sup>14</sup>. Al suo interno si può tuttavia individuare un gruppo di istituti che si presentano costantemente sul mercato interbancario come prenditori netti di fondi: si tratta di dieci banche classificate per lo più tra le "maggiori" e le "grandi", con articolazione territoriale altamente concentrata nei principali centri urbani<sup>15</sup>.

Le vicende di queste aziende nell'ultima fase ciclica sono in gran parte analoghe a quelle delle altre banche con caratteristiche simili: differiscono invece per molti aspetti le politiche aziendali da esse realizzate.

---

14. Più specificamente si fa riferimento alle banche che inviano la matrice dei conti, rappresentative di circa l'80 per cento del sistema bancario.

15. Si tratta di BNL, Comit, Credit, Banco Roma, Banco Napoli, Montepaschi, B. Naz. Agricoltura, Banco Sicilia, Banco S. Spirito e IBI. Tra le aziende di maggiori dimensioni non sono comprese in questo gruppo l'Istituto bancario San Paolo di Torino, la Banca popolare di Novara e la Cariplo. In altri lavori reperibili nella letteratura sono stati individuati campioni di istituti prenditori che si differenziano da quello qui utilizzato; in particolare Gallo P. (1979) attribuiva la funzione di prenditori alle banche maggiori e agli istituti di categoria e De Piante Vicin, U. (1987a) proponeva un campione di prenditrici interbancarie comprendente, oltre alle 10 aziende sopra indicate, anche la C.R. Roma, la C.R. Prato e l'ICCRI. Non si è qui ritenuto di includere la C.R. Roma che diviene prenditrice netta sull'interbancario solo a partire dal 1984-85, né la C.R. Prato che non presenta caratteristiche di omogeneità tanto dimensionale quanto di specializzazione produttiva con le altre aziende del campione, né l'ICCRI che esercita un tipo di intermediazione di natura diversa rispetto alle aziende incluse e che è stato interessato nel periodo in esame dagli effetti della modifica nel regime sulla riserva obbligatoria delle Casse di Risparmio del 1975.

Tav. 5 QUOTE DI MERCATO DELLE AZIENDE PRENDITRICI (1)  
(dati medi annui)

ANNI	RIFINAN- ZIAMENTO	DEPOSITI	PASSIVITA' ESTERO	PASSIVITA' INTERCRE- DITIZIE	PATRIMONIO
1979	40,6	38,7	76,9	45,3	38,7
1982	49,2	37,4	73,6	52,0	35,6
1985	60,5	36,6	72,7	53,0	29,6
1988	55,4	35,7	63,4	49,9	33,4

ANNI	LIQUI DITA'	RISERVA OBBLIGAT.	IMP. LIRE	TITO LI	IMP. VALUTA	ATTIV. ESTERO	ATTIVITA INTERCR.	TOTALE ATTIVO
1979	46,3	47,0	42,5	37,0	56,2	84,7	26,2	42,2
1982	42,2	43,4	41,4	39,9	54,9	80,5	30,6	44,0
1985	43,2	41,5	39,8	36,9	53,6	79,7	30,3	43,5
1988	38,1	40,0	38,8	33,6	48,0	70,2	30,3	40,5

(1) Le quote di mercato sono calcolate rispetto al "Gruppo matrice". Nei dati sul rifinanziamento si esclude la serie relativa al (Nuovo) Banco Ambrosiano che presenta i noti problemi di discontinuità a partire dal 1982.

Rispetto al primo anno qui considerato, il 1979, la loro quota sul mercato dei depositi è scesa di tre punti percentuali (tav. 5). Data la composizione della clientela, caratterizzata più che per gli altri istituti da operatori di grandi dimensioni, esse hanno subito per prime la concorrenza dei titoli di Stato nell'attività di raccolta. In risposta hanno diversificato le fonti di provvista, nell'ambito di una politica volta a contenere l'aggravio del costo medio della raccolta. In quegli stessi anni le banche in questione hanno ampliato la quota delle passività interbancarie di loro pertinenza.

Per quanto riguarda gli impieghi, la quota di mercato del gruppo di aziende prenditrici nette di fondi interbancari (d'ora in avanti GP) ha registrato negli ultimi anni una sen-

sibile riduzione, soprattutto nella fase successiva all'acantonamento del massimale. La flessione, rispetto al 1982, è stata dal 41,4 al 38,8 per cento circa per la componente in lire e dal 56 al 48 per cento per quella in valuta (tav. 5). Essa è in parte connessa con la tendenziale riduzione del fabbisogno di finanziamenti esterni espresso dalle grandi imprese - in conseguenza della migliorata redditività dei loro processi produttivi e della gestione di tesoreria - e della ricomposizione del loro indebitamento verso la componente a medio e a lungo termine.

La composizione di bilancio del GP si è orientata in misura crescente verso l'attività svolta con operatori esteri e con altre banche. L'insieme delle passività assunte nei confronti di questi settori si è accresciuto, in rapporto al totale di situazione, dal 27 al 38 per cento circa tra il 1979 e il 1988. Una parte preponderante di questa espansione riguarda la raccolta operata sui mercati internazionali, secondo una tendenza generalizzata anche al resto del sistema, ma che ha presentato presso il GP caratteri più marcati.

Tra le passività del GP, inoltre, risulta sostanzialmente stabile la quota, peraltro esigua, del rifinanziamento della Banca centrale, il cui peso si è più che dimezzato presso il resto del sistema (tav. 6). In effetti sul GP si è andata concentrando oltre la metà dei crediti erogati dall'Istituto di emissione e addirittura i due terzi del rifinanziamento concesso nella forma di operazioni temporanee in titoli.

Per quanto riguarda i depositi della clientela spicca presso il GP l'ampiezza della quota dei conti correnti (66

contro 55 per cento per le altre aziende)<sup>16</sup>. A questo andamento fa riscontro la lievitazione della componente di certificati di deposito, che si colloca intorno al 9 per cento sia nel GP che nel resto del sistema.

Dal lato dell'attivo, la composizione di bilancio del GP è caratterizzata dalla flessione, molto più accentuata che per gli altri istituti, delle poste in lire. Tra queste, dopo l'uscita dal massimale nel 1983, gli impieghi espandono la loro presenza in bilancio, ma a un ritmo inferiore a quello osservato presso le altre banche (tav. 6).

I titoli rappresentano una componente di bilancio meno ampia che per il resto del sistema.

#### 4.2 Frazionamento dell'offerta e grado di concentrazione del mercato

Una prima conferma dell'esistenza di stabili rapporti di finanziamento interbancario deriva dall'osservazione che, nel periodo 1979-1987, ben 51 delle rimanenti 78 aziende del gruppo matrice risultavano datrici di fondi verso il GP in ogni singolo trimestre.

Al processo di concentrazione osservato sul lato della domanda non fa, tuttavia, riscontro un'analoga tendenza su quello dell'offerta: le attività interbancarie dei 51 istituti sono infatti scese dal 55 al 40 per cento del totale tra il 1979 e il 1987. All'interno del gruppo, 8 aziende detengono stabilmente la quota più ampia, che risulta anch'essa decrescente (dal 33 al 20 per cento).

---

16. La componente dei depositi in conto corrente è passata dal 63 al 66% per il GP e dal 49 al 55% per le altre aziende. Questo trend nella ricomposizione all'interno della raccolta, osservato anche da Ajassa, G.- Salinetti, M. (1987) per il decennio terminante con il 1986, è proseguito nel corso del biennio 1987-88 solo per le altre aziende (da 53,5 a 55,4%), mentre per il GP tale tendenza pare arrestarsi: dal 65,7 al 65,5%.

Tav. 6 QUOTE DI BILANCIO SU ATTIVITA' IN LIRE  
(dati medi annui)

VOCI DI SITUAZIONE	AZIENDE PRENDITRICI				AZIENDE DATRICI			
	1979	1982	1985	1988	1979	1982	1985	1988
LIQUIDITA'	1,8	1,4	1,0	0,8	1,4	1,3	0,8	0,8
IMPIEGHI LIRE	40,3	40,3	41,5	43,3	38,3	40,2	40,4	43,4
TITOLI	39,2	40,2	36,7	33,4	46,9	42,6	40,1	36,9
ATTIVITA' INTERBANCARIE	5,1	7,7	7,4	5,2	13,8	13,9	10,9	10,4
RIFINANZIAMENTO	1,6	1,1	1,3	1,0	1,6	1,1	0,6	0,5
DEPOSITI	84,8	81,2	81,3	80,0	94,4	95,7	90,7	90,8
PASSIVITA' INTERBANCARIE	10,7	16,0	15,5	15,8	10,4	9,6	7,7	7,9
PATRIMONIO	3,9	5,3	6,3	8,7	4,3	6,8	9,6	11,1
<u>ATTIVITA' LIRE</u> ATTIVITA' TOTALI	83,2	75,6	70,7	72,2	93,9	90,0	88,4	86,3

A questo proposito è opportuno formulare due ordini di considerazioni. Innanzitutto si nota che questi sviluppi del mercato sono in una certa misura ascrivibili alla dinamica dell'offerta. Con l'abolizione del massimale sugli impieghi le aziende relativamente più razionate dai vincoli amministrativi hanno progressivamente distolto fondi da investimenti presso altre banche verso l'erogazione di prestiti. Questa circostanza è comprovata dalla forte riduzione della dispersione tra le banche della quota di bilancio dei prestiti in lire, il cui valore nel 1988 risulta inferiore del 40 per cento circa ai valori osservati nel biennio 1982-83. Non è dunque un caso che la ricomposizione delle quote di mercato nell'interbancario si sia intensificata a partire dal 1984.

In secondo luogo, si deve però notare come la ridotta concentrazione dell'offerta possa essere di per sé desiderabile per un oligopsonio quale il GP. Pertanto, il fraziona-

mento dell'offerta potrebbe anche essere stato perseguito dal gruppo con una politica di ampliamento del numero delle controparti e in questo senso andrebbe anche l'accrescersi del peso delle banche di dimensioni più contenute<sup>17</sup>.

Al riguardo, sembra opportuno sostenere che nelle modificazioni osservate sul mercato interbancario hanno probabilmente giocato in varia misura ambedue i fattori sopra indicati.

#### 4.3 Strategie aziendali e scelte produttive

Nei comportamenti delle aziende di credito sul mercato interbancario si riflettono scelte di gestione diverse, compiute in presenza di considerevoli mutamenti ambientali e di mercato. Il progressivo affievolirsi del vincolo di portafoglio, l'evolversi del massimale sugli impieghi e l'entrata a regime del nuovo regolamento della riserva obbligatoria per le casse di risparmio rappresentano i tre più importanti sviluppi istituzionali, tra la fine degli anni '70 e l'inizio del decennio, in grado di influenzare -positivamente i primi due e negativamente il terzo- l'offerta di fondi interbancari<sup>18</sup>.

---

17. Nel 1979-80 la numerosità media delle datrici con quote non inferiori allo 0,5 per cento era pari a 60 aziende; nel 1986-87 essa era salita a 70. La quota sull'interbancario attivo totale delle aziende non matrice è passata dal 25% del biennio 1979-1980 al 30% del 1986-87.

18. Vale la pena di ricordare che nel periodo di osservazione vi è un cambiamento strutturale nel mercato dei fondi interbancari che riguarda il ruolo svolto dall'ICCRI. In particolare, con la progressiva entrata a regime delle modifiche attinenti la riserva obbligatoria sulla raccolta delle casse di risparmio (modifiche del 1975) è via via scemato il flusso di fondi da queste ultime verso il loro Istituto centrale di categoria. La quota dell'ICCRI sul passivo interbancario in lire si è così progressivamente contratta da valori prossimi al 30% del 1979-80 fino a raggiungere la media del 13% circa del 1987. Si è d'altro canto ridotta anche la quota detenuta dall'ICCRI sull'attivo interbancario (dal 6% al 3%). Le casse di risparmio, che hanno perseguito nel periodo una

Nell'attività di raccolta le banche hanno dovuto fronteggiare la forte concorrenza dei titoli del debito pubblico. Parte di esse hanno inizialmente cercato di difendere le proprie quote di mercato; altre hanno con più immediatezza accettato una parziale disintermediazione, accentuando l'attenzione verso l'obiettivo della massimizzazione dei profitti<sup>19</sup>.

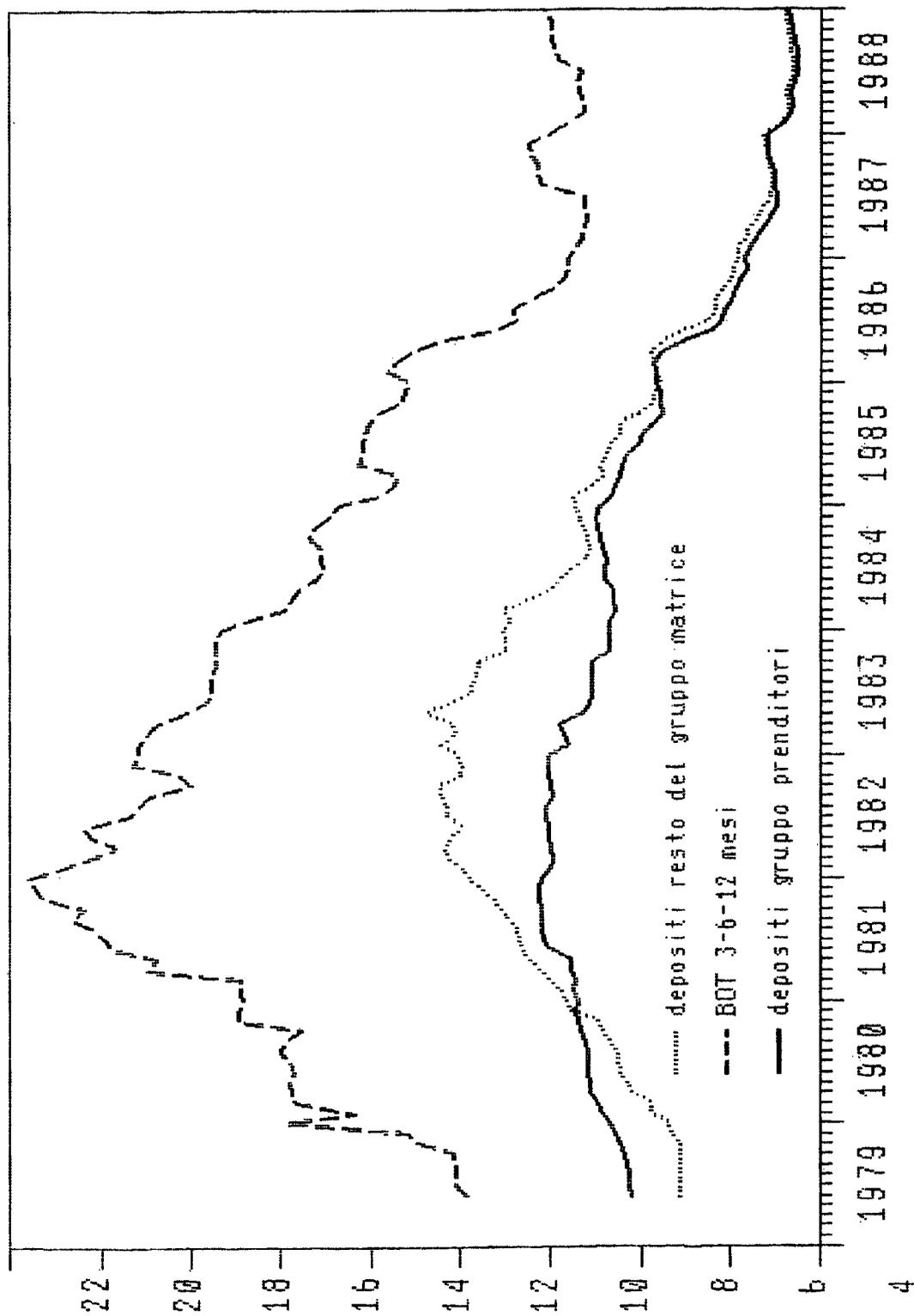
Come risulta dal grafico 2, fino al 1980 il tasso medio sulla raccolta corrisposto dalle aziende prenditrici era maggiore di quello medio del sistema. Il mutamento nella politica della raccolta ha condotto il GP su tassi che dal 1981 sono risultati inferiori a quello delle altre aziende. Nel contempo queste aziende si sono adoperate per sostituire la raccolta da clientela con provvista interbancaria, il cui costo è risultato per gran parte del periodo sensibilmente inferiore al tasso massimo da esse corrisposto sui depositi, rettificato per tener conto dell'onere implicito della

---

(La nota 18 continua dalla pagina precedente)  
politica di espansione degli impieghi, hanno guadagnato quote di mercato sull'attivo passando dal 38% al 45% ca. (e sul passivo dal 6% al 10% ca.), ma evidentemente la maggior parte del flusso di fondi che proveniva all'interbancario dal sistema casse (Casse + ICCRI) è risultata disintermediata.

19. Cfr. per tutti Marullo Reedtz, P. - Passacantando, F. (1986) ove si analizza la diversità di performance degli ICDP e delle BIN rispetto a quella delle altre aziende.

Graf. 2 : EVOLUZIONE DEI TASSI SU DEPOSITI (1) E BOT  
 (al netto della ritenuta fiscale)



(1) Il tasso sui depositi e' quello medio decennale.

riserva obbligatoria (graf. 3)<sup>20</sup>.

In concomitanza con la rinnovata espansione degli impieghi e con l'andamento flettente dei tassi, questa politica ha riportato il differenziale nei confronti del sistema su livelli contenuti. Permane comunque, anche nel periodo più recente, un divario tra costo medio della raccolta per il sistema e per il GP, che deriva soprattutto dalle condizioni applicate ai depositi di dimensione più elevata.

Il ruolo di stabile fonte di provvista svolto dalla raccolta interbancaria presso il GP viene ulteriormente confermato dal confronto tra la dinamica delle varie poste di bilancio. Per questo gruppo di istituti non sempre un maggior ricorso netto al mercato interbancario coincide con una crescita dei depositi inferiore a quella degli impieghi (graf. 4)<sup>21</sup>.

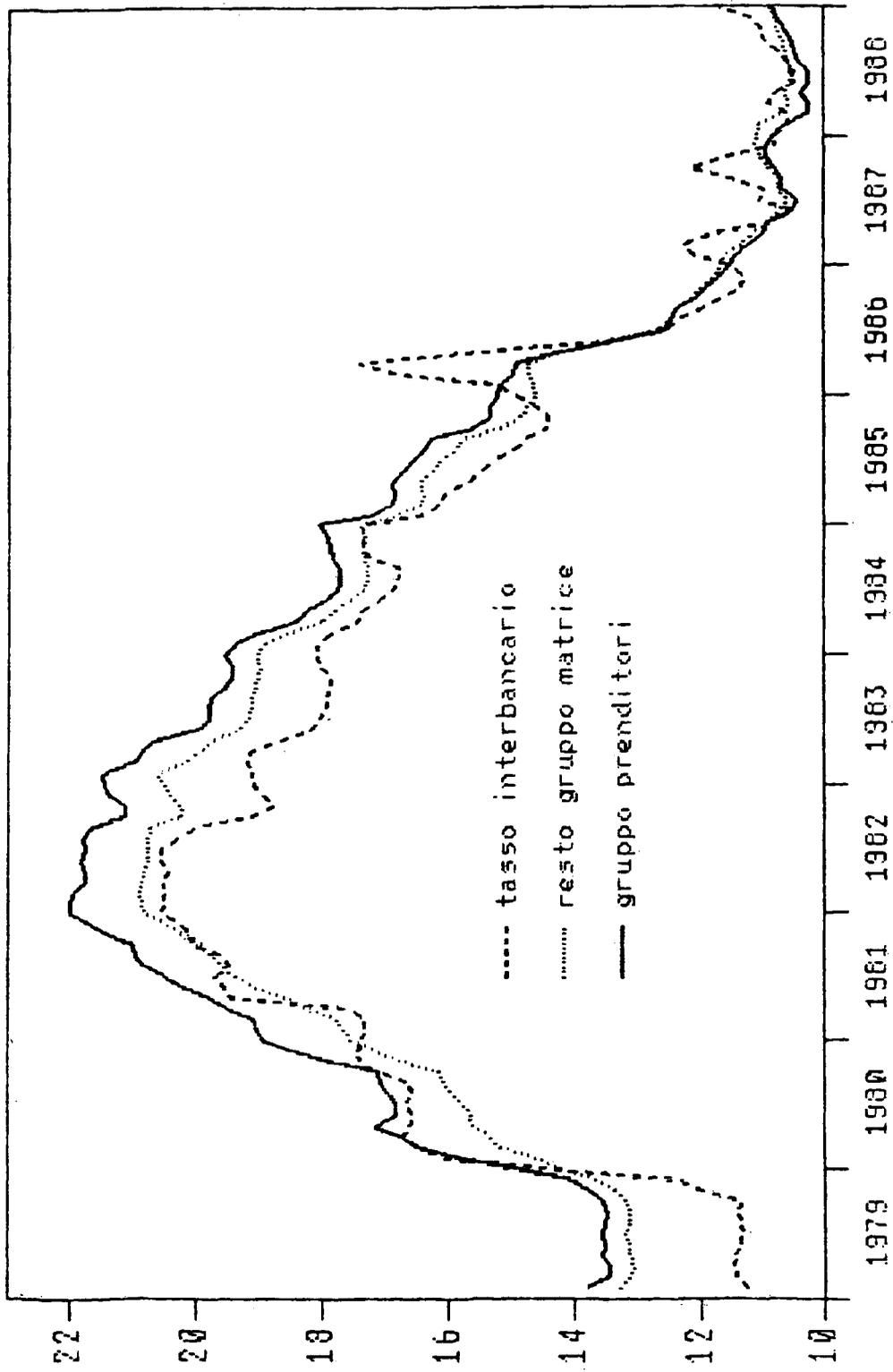
Talvolta (tra il 1982 e il 1983 e nel 1985), pur in presenza di una flessione del rapporto impieghi-depositi, le aziende del GP hanno aumentato la raccolta interbancaria (al netto delle corrispondenti attività) accrescendo nel contempo i titoli di proprietà. Presso di esse la gestione del portafoglio appare più flessibile che per il resto del sistema: per il GP si riscontrano ampi disinvestimenti di titoli in

---

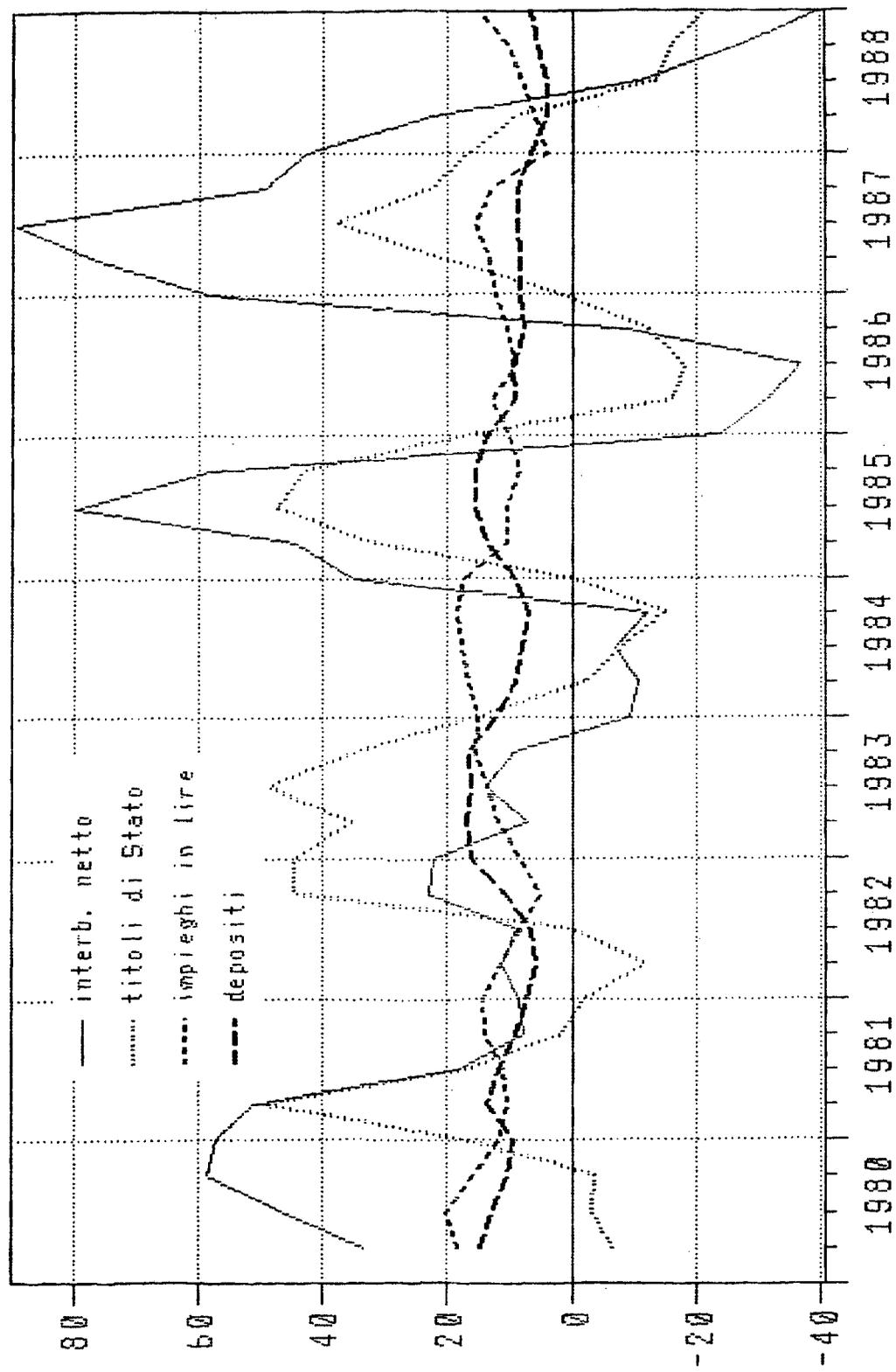
20. Il tasso massimo sulla raccolta da clientela di fonte decennale è stato maggiorato con una proxy data dal differenziale -opportunitamente ponderato per il rapporto fra la riserva obbligatoria e i depositi- tra tasso sui BOT e remunerazione della riserva.

21. Da questa evidenza traspare che l'indebitamento nei confronti delle altre aziende da parte delle banche prenditrici non discende sempre e comunque da uno sbilancio tra capacità di raccolta e di impiego, come invece sostiene De Piante Vicin, U.(1987b).

Graf. 3 : TASSO PASSIVO MASSIMO CORRETTO  
E TASSO INTERBANCARIO



Graf. 4 : AGGREGATI DI BILANCIO DELLE BANCHE PRENDITRICI  
(variazioni percentuali annue)



contemporanea con flessioni dell'interbancario<sup>22</sup>. Sembra insomma di poter concludere che le aziende prenditrici raccolgano comunque fondi sull'interbancario quando il costo unitario dei depositi risulta più oneroso. Esse poi utilizzano questi fondi per effettuare gli investimenti più proficui che, in particolari frangenti, possono anche prendere la forma di attività interbancarie, magari più a breve termine. Quando sul mercato degli impieghi non vi è sufficiente domanda o sono in atto vincoli amministrativi sull'attivo, esse non esitano ad accumulare titoli, purché il loro tasso di rendimento non sia penalizzante (graf. 5).

Per le aziende datrici si conferma il rapporto di sostituibilità dell'interbancario attivo netto con prestiti o titoli. Dal grafico 6 si evince peraltro che nella dinamica delle attività interbancarie nette di queste aziende compaiono scelte non sempre riconducibili a convenienze di tasso nel quadro delle politiche perseguite<sup>23</sup>. Questo può essere l'indizio di una migliore gestione dell'attivo da parte delle aziende prenditrici e dell'esistenza di rapporti di clientela tra il GP e le banche datrici che impedirebbero a queste ultime di smobilizzare oltre certi limiti il proprio attivo interbancario.

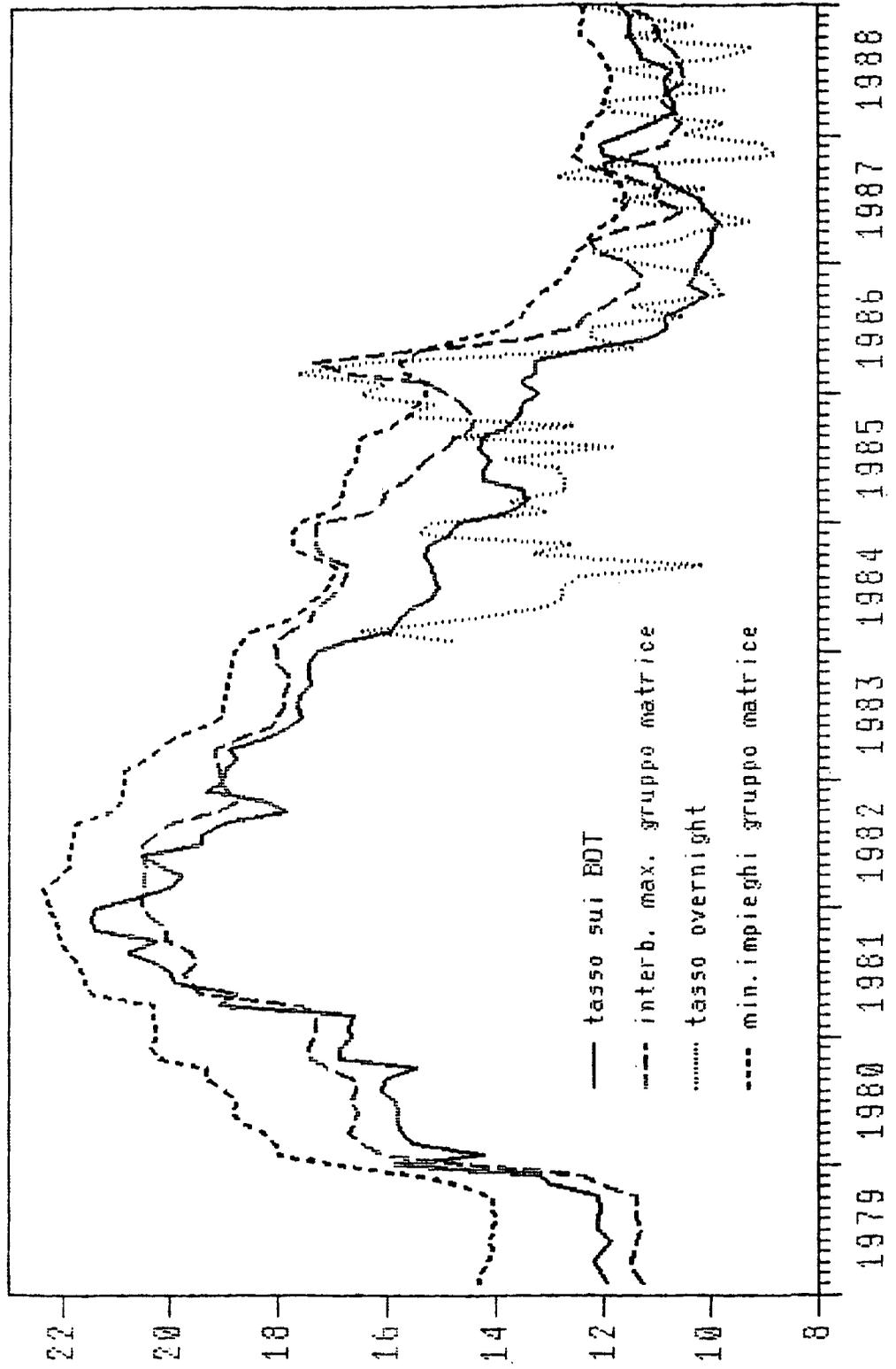
I due gruppi si differenziano anche nella stabilità

---

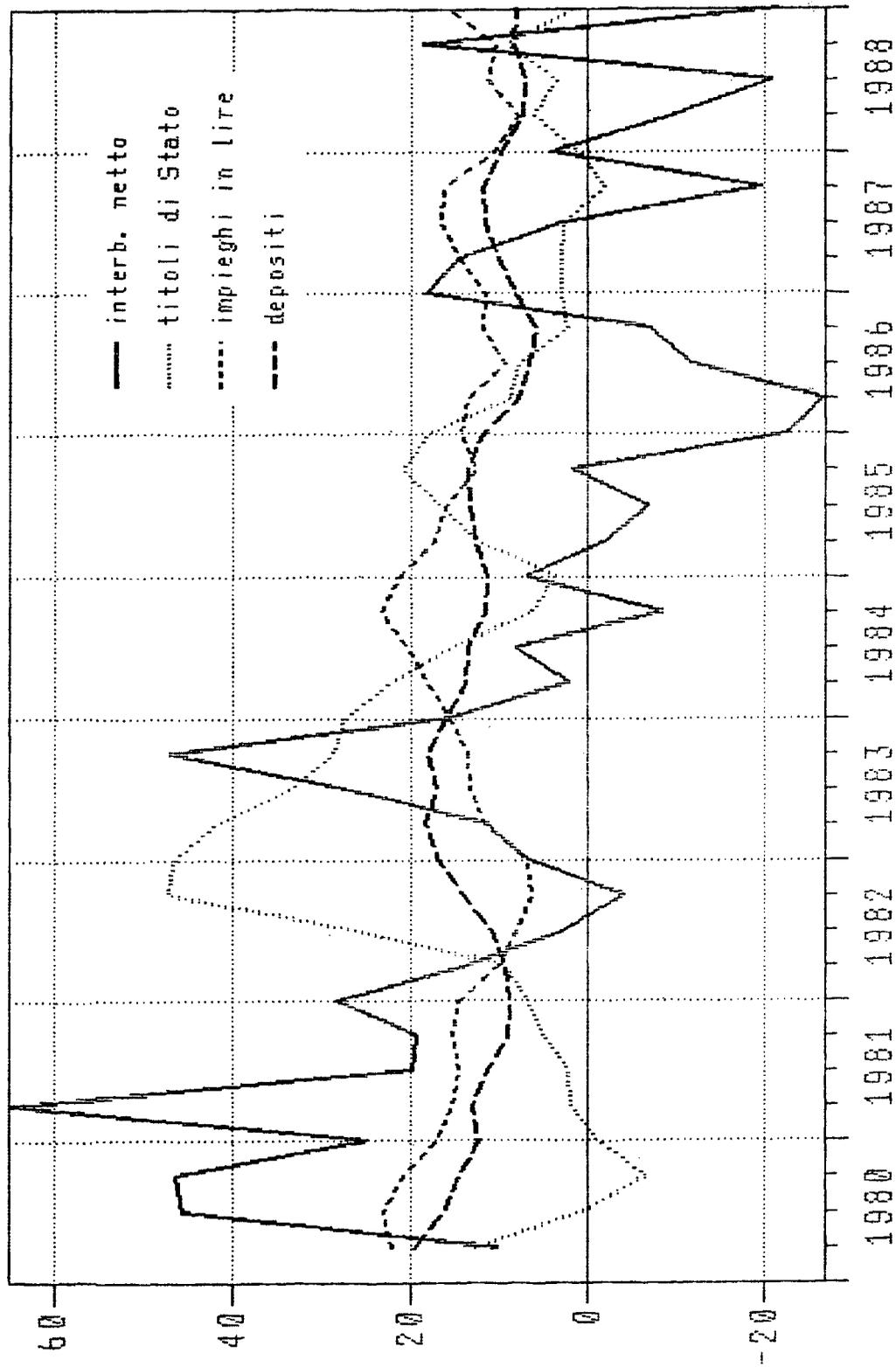
22. Questo si verifica nel 1984 e nuovamente nel 1986, anni nei quali si era ampliato il differenziale tra i tassi sugli impieghi e quelli sui titoli e si era ridotto il differenziale tra il tasso sui prestiti e quello interbancario (graf. 6).

23. Nel 1981, con un tasso interbancario inferiore al tasso sui BOT, queste aziende, che pure accrescevano gli impieghi più che i depositi, hanno incrementato ulteriormente gli investimenti interbancari e solo residualmente quelli in titoli. Anche per parte del 1985 e del 1987, pur in presenza di una crescita dei prestiti superiore a quella della raccolta e in concomitanza con una contrazione del differenziale tra tasso interbancario e rendimento dei titoli, le banche datrici sono tornate ad accrescere gli impieghi interbancari, contenendo nel frattempo l'incremento dei titoli.

Graf. 5 : EVOLUZIONE DEI TASSI ATTIVI  
(al lordo dell'imposta)



Graf. 6 : AGGREGATI DI BILANCIO DELLE BANCHE DATRICI  
(variazioni percentuali annue)



relativa del proprio attivo e passivo interbancario. Contrariamente alle altre aziende, per il GP la variabilità dei conti attivi, misurata dal rapporto tra lo scarto quadratico medio e la media dei dati mensili di ciascun anno, risulta sempre superiore a quella dei conti passivi (tav. 7).

Anche questa circostanza è probabilmente riconducibile ai rapporti negoziali con le controparti. Queste ultime, in presenza di permanenti eccedenze di tesoreria risultanti da una gestione meno efficiente o da sfavorevoli contesti ambientali, trovano conveniente perpetuare la relazione preferenziale con una o più prenditrici in cambio della garanzia di stabilità del rapporto e di riduzione nella varianza dei rendimenti.

**Tav. 7 VARIABILITA' DEI CONTI CORRENTI DI (1)  
CORRISPONDENZA(CCC) E DEL TOTALE INTERBANCARIO**

	PRENDITRICI				DATRICI			
	CCC ATTIVI	TOT. ATT.	CCC PASSIVI	TOT. PASS.	CCC ATTIVI	TOT. ATT.	CCC PASSIVI	TOT. PASS.
1979	0,33	0,29	0,26	0,20	0,18	0,09	0,20	0,08
1980	0,19	0,29	0,20	0,21	0,11	0,12	0,11	0,12
1981	0,24	0,41	0,15	0,23	0,10	0,10	0,08	0,10
1982	0,34	0,41	0,29	0,24	0,17	0,12	0,13	0,14
1983	0,11	0,37	0,14	0,24	0,10	0,14	0,07	0,19
1984	0,14	0,31	0,29	0,30	0,14	0,18	0,11	0,21
1985	0,25	0,51	0,18	0,23	0,10	0,08	0,11	0,13
1986	0,38	0,45	0,15	0,32	0,13	0,14	0,14	0,15
1987	0,19	0,18	0,06	0,10	0,09	0,07	0,10	0,06

(1) L'indice di variabilità presentato è dato dal rapporto tra scarto quadratico medio e media nell'anno.

Vi è convenienza a mantenere il vincolo preferenziale anche per le prenditrici, allo scopo di ridurre la variabili-

tà del costo dei fondi, oltre che di assicurarsene la disponibilità<sup>24</sup>. Del resto, garantendo questo smoothing della domanda alla datrice, la prenditrice fa proprio l'onere di redistribuire la parte di tali fondi che esubera le sue necessità e di sopportare quindi gli eventuali sviluppi avversi del mercato (eccessi di liquidità a livello di sistema abbassano il rendimento dei fondi). Per le datrici il ricorso all'indebitamento con altre aziende sarebbe più occasionale e darebbe luogo a una volatilità superiore sul passivo che non sull'attivo.

La maggiore variabilità per le datrici nel passivo (per le prenditrici nell'attivo) contrasta con quanto ipotizzabile a priori sulla base della composizione per forma tecnica dei conti interbancari, vista l'ampia quota rappresentata dai conti correnti di corrispondenza: per la loro natura di canali di regolazione dei pagamenti per servizi resi sarebbe infatti plausibile che tali scritturazioni manifestassero un trend conforme all'evoluzione dei pagamenti, ma non una volatilità particolarmente accentuata. La loro variabilità risulta invece relativamente elevata: spesso prossima a quella dell'intero aggregato interbancario e talvolta persino superiore (tav. 7)<sup>25</sup>.

Questa non è che un'ulteriore conferma del fatto che i conti correnti di corrispondenza vengono utilizzati dalle

---

24. Rapporti di customer relationship del genere possono trovare origine nell'elevatezza dei costi di transazione (segmentazione territoriale o per specializzazione produttiva dei mercati) o nel permanere di asimmetrie informative tra le controparti. In presenza di incertezza, peraltro, se le due aziende hanno delle funzioni obiettive diverse è probabile che esse si differenzino anche nell'attitudine verso il rischio e che quindi lo smoothing sia pensabile come il risultato di una ripartizione del rischio dalla quale ambedue le parti traggono beneficio.

25. Per il GP la percentuale dei CCC è superiore sull'attivo interbancario (oltre 60 contro 50% per i passivi), probabilmente in virtù della più ampia articolazione dei loro sportelli.

aziende anche per finalità di finanziamento<sup>26</sup>. La possibilità di anticipare (posticipare) su di essi le "contabilizzazioni per conformità" li rende strumenti molto flessibili per la gestione di tesoreria delle banche debentrici che si imbattono in temporanei shock positivi (negativi) di liquidità. Se l'aspettativa del tesoriere è che la stretta di liquidità sia di breve durata, il margine garantito dall'indebitamento su tali conti può permettergli di superarla, "pareggiando i numeri" in un secondo tempo, con tutta probabilità a costi inferiori a quelli che avrebbe dovuto corrispondere sul mercato<sup>27</sup>. Quando la stretta si prolunga nel tempo l'azienda debitrice dovrà approvvigionarsi di liquidità per evitare di portare a livelli critici la conflittualità con la banca creditrice, ma nel frattempo essa ha comunque usufruito di un margine di flessibilità nella gestione del proprio attivo.

---

26. Al riguardo si veda Banca d'Italia (1987), capitolo 4.

27. Cfr. Paci (1986).

5. Effetti sull'interbancario degli interventi strutturali sul mercato monetario

L'esigenza di accrescere l'efficienza e la trasparenza del mercato interbancario è condizione necessaria perchè gli istituti di credito possano migliorare la gestione delle loro tesorerie e praticare alla clientela tassi d'interesse effettivamente in linea con le loro condizioni di liquidità. Impulsi in questa direzione provengono da una serie d'iniziative in fase d'attuazione presso le autorità monetarie e tra le banche stesse. Accrescendo lo spessore del mercato interbancario esse tendono anche ad aumentare l'efficacia e la rapidità di manovre di politica monetaria condotte mediante interventi sulla liquidità delle aziende di credito.

Le riforme del sistema dei pagamenti, la mobilitazione del deposito a riserva obbligatoria e l'operare del mercato secondario dei titoli pubblici non mancheranno infatti di influenzare l'interbancario nel corso dei prossimi anni. Garantendo maggiore efficienza alle procedure di regolamento dei pagamenti, assicurando più ampia flessibilità nell'accesso a fonti di liquidità primaria e accrescendo l'esigenza di trovare copertura a posizioni di tesoreria, esse si pongono in un rapporto di complementarità sia tra di loro sia con l'introduzione di un sistema telematico di negoziazione tra le aziende di credito, che dovrebbe indurre una maggiore trasparenza negli scambi. In questa direzione spinge anche l'accentuata libertà di movimento di cui gli operatori bancari godono nei confronti dell'attività in valuta dall'ottobre del 1988. Il conseguimento della composizione ottimale di tesoreria impone l'integrazione tra attività in lire e in valuta; il costante confronto e le continue possibilità di arbitraggio dovrebbero anch'essi contribuire a rendere più reattivi i tassi interbancari.

Questi sviluppi presentano forti interrelazioni con la funzionalità dell'interbancario che vanno qui sottolineati:

(i) Interventi sul sistema dei pagamenti.

Sulle iniziative riguardanti gli assegni e la creazione di un sistema elettronico di compensazione e regolamento ci si limita ad osservare che esse produrranno una riduzione del volume dei conti correnti di corrispondenza e per ciò stesso contribuiranno a far sì che l'interbancario presenti maggiore rispondenza alle esigenze di breve periodo delle tesorerie bancarie<sup>28</sup>. Di conseguenza, anche per questa via saranno resi disponibili fondi che potrebbero essere destinati ad altri scopi o anche rimanere nell'ambito dell'interbancario ma nella forma di deposito.

(ii) Il mercato secondario dei titoli di stato.

Questo mercato influisce sia sull'offerta sia sulla domanda di fondi interbancari, in ragione tanto dell'accresciuto grado di liquidità dei portafogli bancari che ne deriva quanto per l'intensificarsi delle transazioni in titoli. Dal lato dell'offerta si accentua la sostituibilità dei titoli di Stato nei confronti dei depositi interbancari vincolati e degli strumenti negoziabili, la cui diffusione è già oggi molto limitata. Dal lato della domanda diviene ancor più agevole per le singole banche far fronte ad accelerazioni nell'erogazione di prestiti smobilizzando parte del portafoglio anziché attingendo fondi sul mercato interbancario. L'accresciuto flusso di negoziazioni di titoli da parte dei primary dealers ne amplia d'altro canto, le esigenze di finanziamento. Una maggiore fluidità delle transazioni interbancarie può contribuire a limitare le pressioni dei dealers sul rifinanziamento della Banca centrale. Da questo punto di vista appare particolarmente utile anche la modifica del regime della riserva obbligatoria, che consentirà alle banche di mobilitare il relativo deposito nel rispetto dell'obbligo a livello di media mensile.

---

28. Per altre implicazioni si rinvia a Banca d'Italia (1988a)

(iii) La mobilitazione del deposito a riserva obbligatoria.

Questa possibilità contiene implicazioni per il volume delle transazioni interbancarie che sono incerte ex ante, mentre sembra più prevedibile l'effetto sulla variabilità dei tassi, e in particolare di quello overnight.

Dalla possibilità di mobilitare il deposito deriva un aumento della massa di fondi investibile, per l'arco di alcuni giorni, nelle diverse attività finanziarie: titoli di Stato - specie se con grado di liquidità accresciuto dallo sviluppo del mercato secondario - investimenti interbancari a breve ed altre attività quali, ad esempio, le polizze di credito commerciale. L'ammontare potenzialmente movimentabile su scadenze inframensili è dell'ordine di 5.000 miliardi di lire - pari a circa il 6 per cento delle consistenze di fondi interbancari - superiore di gran lunga al volume solitamente scambiato per tali scadenze su base giornaliera. D'altro canto la possibilità per una banca di superare temporanei squilibri di tesoreria attingendo al proprio deposito a riserva obbligatoria potrebbe ridurre la domanda di fondi interbancari, qualora presso di essa non prevalgano aspettative di rialzo dei tassi prima della scadenza del periodo di mantenimento della riserva.

La maggiore flessibilità, sia per ridurre la propria esposizione nei confronti delle altre banche sia nell'accrescere i fondi potenzialmente prestabili ad altri intermediari, sembra prospettare una minore erraticità del tasso overnight. Essa tende infatti ad attenuare le punte estreme del fabbisogno di liquidità delle singole banche. In questo senso la mobilitazione del deposito a riserva potrebbe concorrere anche a limitare il fenomeno degli "impieghi finanziari", riducendo il rendimento per le imprese di operazioni di finanziamento di banche condotte con negoziazioni di titoli pronti contro termine.

A livello della singola banca la maggiore libertà acquisita nell'utilizzo della propria riserva potrà avere importanti implicazioni, imponendo un confronto ancor più intenso con la struttura dei costi opportunità e accentuando

la dipendenza della performance operativa dalla capacità di prevedere accuratamente i movimenti di liquidità e di migliorare la formulazione delle aspettative sui tassi.

(iv) Il mercato telematico dei fondi interbancari.

L'istituzione di un sistema telematico per la negoziazione degli scambi interbancari consente di ridurre i costi che gli operatori incontrano sia nell'acquisizione delle informazioni che nell'esecuzione delle transazioni. La quotazione continua di tassi rappresentativi in denaro e in lettera per una serie di scadenze predeterminate dovrebbe permettere di accrescere la rappresentatività del profilo intertemporale dei tassi.

L'effettiva realizzazione degli scambi alle condizioni annunciate su video si muove nella direzione di una maggiore trasparenza e garantisce una base informativa comune a tutti i partecipanti, almeno per quelle transazioni di dimensione non inferiore all'ammontare minimo ammesso in quotazione. La previsione dell'ammontare minimo, però, introduce un elemento discriminante a svantaggio delle aziende che si presentano sul mercato solo per piccoli quantitativi. Questa distorsione potrebbe essere attenuata qualora, analogamente ad altri paesi, si sviluppasse una struttura di brokers; questa favorirebbe l'incontro tra domanda e offerta, permettendo il pooling delle posizioni di minore dimensione, fino a raggiungere importi più facilmente negoziabili e abbattere i costi unitari di transazione.

L'introduzione generalizzata di brokers fornirebbe anche un ulteriore contributo a spezzare il carattere bilaterale delle negoziazioni, garantendo l'anonimato delle controparti almeno in una fase preliminare della contrattazione. Prima della realizzazione della transazione il nome della controparte potrebbe essere reso noto all'altro contraente, come accade nel mercato dei Federal funds<sup>29</sup>, in modo da tutelare il datore nei confronti di posizioni

---

29. Cfr. Stigum, M.(1988), pp. 65-67.

creditorie eccessivamente concentrate e da consentirgli un ulteriore vaglio sull'affidabilità del prenditore. L'esigenza da parte del broker di mantenere la propria reputazione postula peraltro che questi eserciti un'accurata valutazione sull'affidabilità dei richiedenti. La funzione di broker potrebbe, in linea di principio, essere svolta anche da operatori non bancari, per i quali andrebbero studiate le modalità della compensazione. In questo ambito un'utile funzione potrebbe essere svolta anche dagli istituti centrali di categoria, per la molteplicità delle loro relazioni con le aziende associate.

Un discorso a parte merita il trattamento fiscale degli interessi maturati sui depositi interbancari. L'onere dell'imposta sostitutiva, pari in Italia al 30 per cento degli interessi percepiti sui depositi interbancari, dà luogo ad un prelievo superiore a quanto avviene in altri paesi europei<sup>30</sup>. Si sostiene da parte della maggior parte degli operatori<sup>31</sup> che l'elevatezza dell'imposta rappresenta un ostacolo alla funzionalità del mercato in quanto contribuisce ad ampliare lo spread tra quotazione in denaro e in lettera; essa accresce inoltre la segmentazione del mercato, disincentivando particolarmente le aziende che vantano ampi crediti d'imposta, per la lunghezza dei tempi di recupero degli stessi. A questo proposito va rilevato che nella prospettiva del mercato unico europeo si pone il problema di una armonizzazione ai nostri partners. A parziale attenuazione della rilevanza della distorsione fiscale, si deve peraltro osservare che, pur essendo da oltre un anno il regime d'imposta favorevole ai certificati di deposito, le aziende hanno continuato a non farvi ricorso in misura significa-

---

30. Negli altri principali paesi europei (Francia, Repubblica federale tedesca e Regno Unito) sugli interessi maturati sui depositi interbancari non si applica alcuna ritenuta alla fonte.

31. Cfr. per tutti Brocci, W. (1988b).

tiva<sup>32</sup>.

6. Effetti sull'interbancario dello sviluppo di un mercato delle polizze di credito commerciale

Il funzionamento dell'interbancario nel nostro Paese ha risentito e risente tuttora dell'assenza di un mercato sul quale si scambino flussi finanziari a breve tra gli altri operatori del sistema economico. L'unico mercato primario alternativo per i fondi a breve termine, sviluppatosi dall'inizio di questo decennio con la diffusione dei BOT presso il pubblico, è un mercato in cui il Tesoro si presenta come monopolista e che quindi esprime caratteristiche del tutto peculiari, anche per il ruolo svolto dalla banca centrale. Alle fonti di raccolta obbligazionaria e azionaria, interessate da mutevoli vicende, non si è affiancato un mercato di strumenti di indebitamento a breve da parte delle imprese. La mancanza di questo segmento finanziario impedisce che gli operatori possano valutare piani di indebitamento, con rientri ravvicinati nel tempo, alternativi a quelli bancari e tende a rafforzare la capacità degli intermediari di determinare le condizioni praticate sui prestiti sulla base di criteri che travalicano la durata stessa delle singole operazioni.

I fenomeni di innovazione finanziaria e le aspettative di discesa dei tassi d'interesse hanno favorito nel recente passato un maggior ricorso a strumenti di indebitamento diretto a breve termine in quei paesi ove già

---

32. Da gennaio 1988 l'imposta sostitutiva che colpisce gli interessi sui depositi bancari è stata elevata al 30 per cento ad eccezione dei certificati di deposito e dei depositi nominativi con vincolo superiore a tre mesi, per i quali l'aliquota è rimasta costante al 25 per cento. Il trattamento degli interessi maturati sui depositi interbancari è assimilato a quello dei depositi della clientela. A fronte di questo cambiamento, i certificati di deposito interbancari in essere, che a dicembre 1987 si attestavano a 40 miliardi di lire, a distanza di un anno sono scesi a circa 1 miliardo.

esistevano mercati del genere (es. Stati Uniti); in altri paesi si sono sviluppati nuovi strumenti di tale tipo. Questo è in particolare il caso per la Euro commercial paper sviluppatosi a partire dai primi anni '80, per i billets de trésorerie introdotti in Francia a fine 1985, e per la Sterling commercial paper le cui emissioni venivano ammesse dalla Bank of England a partire dall'aprile 1986<sup>33</sup>.

Anche in Italia l'esistenza di un mercato delle passività a breve delle imprese eserciterebbe effetti sulla reattività dei tassi interbancari: direttamente in quanto elemento di confronto per i tassi che i datori sono disposti ad accettare sui depositi interbancari; indirettamente in quanto potrebbero cambiare anche le opportunità di erogare prestiti alla clientela.

Per questo assume un certo rilievo il recente sviluppo nel nostro Paese delle polizze di credito commerciale (PCC). Si tratta di uno strumento finanziario a breve termine assimilabile alla commercial paper, dalla quale differisce per la rinuncia alla forma cambiaria connessa con lo scopo di evitare l'imposta di bollo sulle cambiali<sup>34</sup>. La sua diffusio-

---

33. Per i tre diversi strumenti si vedano nell'ordine Sini-scalchi, M.C. (1988), Métais, J. (1986) e Mitchell, C. (1988).

34. Secondo lo schema operativo, una società (debitrice) contrae un debito con un'altra società (creditrice) che diviene esigibile a scadenza prefissata. La debitrice rilascia alla creditrice un documento riconoscitivo del proprio debito, in genere associato ad una lettera di fidejussione emessa da una banca a favore della creditrice e di chiunque si rendesse in seguito cessionario. Le lettere con cui sono formalizzati il riconoscimento di debito, la fidejussione bancaria e la cessione di credito vengono redatte secondo la forma propria della normale corrispondenza commerciale su carta intestata delle varie società. Sui proventi per la società creditrice non viene effettuata alcuna ritenuta d'acconto: essi entrano tra i componenti positivi del reddito imponibile ai fini del computo dell'IRPEG. Il collocamento viene in genere curato da una società finanziaria, che continua successivamente a seguire le eventuali cessioni presso altri operatori. La cessione (e tutte le eventuali cessioni successive) del credito avviene pro-soluto, con una lettera indirizzata al cessionario che indica esplicitamente la clausola "senza garanzia". Per

ne, già avviata fin dagli anni passati, ha trovato un forte impulso nell'imposizione del massimale a settembre 1987, ma è proseguita anche dopo l'estinzione dello stesso a marzo 1988. Secondo un'indagine effettuata sulla piazza di Milano dal locale Nucleo di ricerca economica della Banca d'Italia<sup>35</sup>, nel secondo semestre del 1987, il flusso delle polizze collocate presso gli investitori si è aggirato sui 5.000 miliardi, l'85 per cento dei quali rappresentato da titoli con scadenza inferiore a tre mesi (tav. 8).

Nel semestre successivo il flusso di polizze collocate si è accresciuto fino a raggiungere i 10.000 miliardi, registrando poi una flessione sui 9.000 miliardi nella seconda metà dell'anno. E' difficile stabilire quanta parte del flusso lordo di PCC sia stata in essere in un singolo momento, ma si osserva che un flusso di almeno 500 e 1.000 miliardi, rispettivamente nel secondo semestre 1987 e nel 1988, sarebbe stato appoggiato da linee bancarie di credito back-up, che tipicamente assistono i programmi di finanziamento a medio termine, per alleviare l'incertezza sulle effettive possibilità delle successive operazioni roll-over. Sulla base di un mero raffronto dei flussi lordi di emissioni l'ampliamento del mercato verificatosi nel 1988 risulta comunque sottostimato dal momento che la durata media dello strumento è nel frattempo allungata: la quota di polizze con scadenza entro un mese si è contratta da circa un terzo a un quarto del totale.

La convenienza per l'emittente della polizza va commisurata all'andamento dei tassi effettivi sui prestiti, minimo o medio a seconda che si tratti o meno di clientela primaria. Specularmente per l'investitore non bancario il tasso di riferimento è quello su operazioni in titoli pronti contro termine o quello sui BOT a tre mesi; nel caso delle

---

(La nota 34 continua dalla pagina precedente)  
un'estesa trattazione dei problemi giuridici e fiscali connessi con le polizze, si veda Capriglione, F.(1989).

35. Si vedano le sintesi della Relazione regionale sulla Lombardia per il 1987 e per il 1988.

aziende di credito ad esso si aggiunge il tasso interbancario. Di conseguenza il mercato si accresce all'ampliarsi

**Tav. 8 EMISSIONI E COLLOCAMENTI DI POLIZZE (1)  
DI CREDITO COMMERCIALE  
(flussi lordi semestrali)**

	BANCHE			SOCIETA' D'INVESTIMENTO			TOTALE		
	1° 1987	1° 1988	2° 1988	2° 1987	1° 1988	2° 1988	2° 1987	1° 1988	2° 1988
Emissioni intermediate da:									
-di cui con fidjuss. bancar.	1.114	1.560	1.973	3.785	8.442	6.945	4.899	10.002	8.918
Collocate presso ist. cred.	1.111	1.560	1.860	3.291	7.958	6.183	4.402	9.518	8.043
	338	511	381	793	2.335	1.191	1.131	2.846	1.572

(1) I dati riportati nella tavola sono il risultato di un'indagine, condotta dal Nucleo regionale per la ricerca economica presso la Sede di Milano, che ha interessato per il secondo semestre 1987 (per l'anno 1988) 24 (30) banche e 8 (9) società d'investimento tutte operanti sulla piazza di Milano.

dello spread tra questi tassi.

Lo sviluppo delle PCC fornisce una opportunità di investimento a breve termine che, per le aziende di credito, risulta alternativa ai titoli a breve, alle operazioni di denaro caldo e all'offerta di fondi interbancari. Un'indicazione in questo senso si ricava dal fatto che le stesse istituzioni creditizie (banche e istituti di credito speciale) hanno acquisito in portafoglio una quota rilevante delle polizze emesse. A queste acquisizioni ha probabilmente contribuito, in periodo di contingentamento, la prassi, da parte di istituti i cui impieghi avevano già raggiunto il limite imposto dal massimale, di far finanziare da altre banche la loro clientela, mantenendo tuttavia i rapporti con

essa attraverso il credito di firma.

Le polizze potrebbero risultare appetibili soprattutto per le banche di piccole dimensioni, in quanto la fidejussione che le accompagna consente di evitare i costi per l'acquisizione di informazioni sul cliente finanziato, a maggior ragione allorchè questo operi in un'area territoriale diversa da quella d'insediamento della banca. Per di più, nella misura in cui viene segnalata sul mercato anche la presenza di aziende di minore dimensione, la diffusione delle polizze può conseguire importanti effetti sul mercato dei prestiti e delle attività interbancarie. Sul primo, le PCC possono accrescere la concorrenzialità sia servendo le esigenze di finanziamento più a breve, sia costituendo un segmento del mercato meno influenzato da rapporti di clientela. Per quanto riguarda le attività interbancarie, si incentiverebbe una canalizzazione diretta dei fondi a clientela da parte di banche con eccedenze non temporanee; la struttura del segmento a breve dei tassi, con cui le aziende debbono confrontarsi al margine nella gestione di tesoreria, risulterebbe inoltre arricchita di un tasso determinato su un mercato più concorrenziale e sensibile alle aspettative degli operatori.

Un elemento limitativo alla diffusione delle polizze è da ritrovare, oltre che dall'incertezza del regime fiscale ad esse connesso, nell'assenza di operatori specializzati nel credit rating degli emittenti. La naturale conseguenza è che tutto il mercato finisca per appoggiarsi su fidejussioni bancarie (oltre il 90 per cento dei flussi rilevati nell'indagine campionaria). Ciò può da una parte confermare il ruolo centrale dell'intermediazione bancaria e dall'altra accrescere l'ampiezza delle poste fuori bilancio delle aziende. Il generalizzato sostegno di fidejussione bancaria potrebbe peraltro conferire omogeneità alle polizze e, indirettamente, stimolare lo sviluppo di un mercato secondario al momento

assente<sup>36</sup>. D'altro canto, per le aziende di credito, gli effetti di conto economico provenienti dalla disintermediazione dei loro impieghi sono compensati solo in parte dalle commissioni sui crediti di firma. Nell'eventualità in cui il ricorso degli emittenti di PCC alle fidejussioni bancarie si riducesse in maniera significativa, al danno economico immediato si aggiungerebbe la perdita del contatto con la clientela. Del resto, ad attenuare l'effetto di disintermediazione delle aziende di credito concorre la più ampia operatività, nel collocamento, di società finanziarie di emanazione bancaria. La quota di mercato relativa a queste società è raddoppiata (dal 30 al 60 per cento) nei primi due periodi considerati. Nella seconda metà del 1988, venuto meno il massimale sugli impieghi bancari, il raggruppamento ha ridotto la propria operatività nel comparto continuando però a collocare oltre il 40 per cento delle polizze emesse. Di concerto, la frazione del mercato intermediata, direttamente o indirettamente, dal sistema bancario è dapprima aumentata dalla metà ai tre quarti e si è in seguito attestata attorno ai due terzi.

Per le imprese con eccedenza di liquidità le PCC possono essere considerate come un investimento alternativo ai titoli a breve e alle operazioni pronti contro termine con le banche. Esse possono fornire alle imprese stesse un'articolazione aggiuntiva delle forme di finanziamento, perché consente di rompere la segmentazione territoriale del mercato del credito e di indebitarsi a un costo probabilmente inferiore a quello imposto dall'intermediazione bancaria. Inoltre, le PCC possono contribuire a ridurre l'asimmetria, nella disponibilità di strumenti di tesoreria, tra grandi operatori e imprese di minori dimensioni. A queste ultime sono infatti normalmente preclusi da una parte i pronti contro termine con banche, dall'altra le condizioni migliori

---

36. Stigum, M. (1978) attribuisce all'eterogeneità tra le varie emissioni di commercial paper la responsabilità del mancato sviluppo di un suo mercato secondario negli Stati Uniti.

sui prestiti; non deve quindi stupire che gli operatori segnalino una rilevante presenza delle medie imprese sia in qualità di investitori che di emittenti.

Problemi per le autorità monetarie possono derivare dal fatto che, migliorando i canali finanziari tra le imprese, uno sviluppo delle PCC comporterebbe una riduzione del fabbisogno per unità di prodotto del credito più direttamente controllato dalla Banca centrale<sup>37</sup>. Si tratterebbe inoltre di un'attività finanziaria stretta succedanea dei titoli di Stato, verso la quale le banche potrebbero indirizzare la loro clientela, analogamente a quanto verificatosi in passato con le accettazioni bancarie.

Tuttavia, in un'ottica di controllo indiretto degli aggregati monetari e creditizi, la diffusione di uno strumento a breve termine, particolarmente sensibile ai mutamenti nelle condizioni di liquidità, favorirebbe la rapidità di trasmissione degli impulsi impressi dalle autorità attraverso il controllo delle riserve bancarie.

---

37. Si deve comunque notare che a fine dicembre le polizze in essere non avrebbero in ogni caso superato l'uno per cento dei prestiti in lire, mentre negli Stati Uniti al 31.12.1986 lo stock di commercial paper era pari a circa un quinto dei crediti erogati dalle commercial banks.

## BIBLIOGRAFIA

- AJASSA, G. - SALINETTI, M. (1987) La gestione del passivo bancario tra disintermediazione e reintermediazione. Alcune riflessioni sul decennio 1976-86, "Bancaria", ottobre.
- BANCA D'ITALIA (1987) Libro bianco sul sistema dei pagamenti in Italia, aprile.
- BANCA D'ITALIA (1988a) "Il sistema dei pagamenti in Italia: progetti d'intervento".
- BANCA D'ITALIA (1988b) La mobilitazione della riserva obbligatoria: motivazioni e implicazioni.
- BANCA D'ITALIA (1988c) Modello mensile del mercato monetario, Banca d'Italia, Temi di discussione, n. 108.
- BANCA D'ITALIA (1988d) Atti del Seminario su "Ristrutturazione economica e finanziaria delle imprese", Contributi all'analisi economica, numero speciale.
- BANCA D'ITALIA (1989) Bollettino Economico, n. 12, febbraio.
- BISCAINI, A.M.- CAROSIO, G. - PADOA SCHIOPPA, T. (1972) "Tassi attivi e passivi in un sistema bancario oligopolistico", Banca d'Italia, Contributi alla ricerca economica, n. 2.
- BROCCI, W. (1988a) Il mercato interbancario: evoluzione e prassi operativa, intervento alla conferenza sul "Mercato secondario dei titoli", Università cattolica di Milano, gennaio.
- BROCCI, W. (1988b) La riforma del mercato interbancario, "Economia italiana".
- CAPRIGLIONE, F. (1989) Le polizze di credito commerciale, Banca d'Italia, Quaderni di ricerca giuridica, n. 20.
- COTTARELLI, C.- COTULA, F. - PITTALUGA, G. (1985) Differenziazione dei tassi sui depositi: effetti sulla politica monetaria e sulla gestione delle banche, "Bancaria", maggio.
- DE PIANTE VICIN, U. (1987a) Ricerca sulla struttura del mercato interbancario italiano, dattiloscritto.
- DE PIANTE VICIN, U. (1987b) Il mercato interbancario italiano, "Bancaria", n.1.
- GALLO, P. (1979) Flussi e caratteristiche del mercato interbancario in Italia, "Bancaria", nn. 3-4-5.

- MARULLO REEDTZ, P. (1988) Il mercato dei prestiti bancari: composizione della clientela e rischio d'intermediazione, in Banca d'Italia (1988d).
- MARULLO REEDTZ, P. - PASSACANTANDO, F. (1986) La redditività bancaria in Italia, Banca d'Italia, Temi di discussione, n.82.
- METAIS, J. (1986) Financial Innovations and New Patterns of Financing in France, Seminar of the European Association of University Teachers of Banking and Finance, Milano.
- MINISTERO DEL TESORO (1987) Ricchezza finanziaria, debito pubblico e politica monetaria nella prospettiva dell'integrazione internazionale, Rapporto della Commissione di studio nominata dal Ministro del Tesoro, Roma, Istituto Poligrafico e Zecca dello Stato.
- MITCHELL, C. (a cura di) (1988) The Sterling Commercial Paper Market, London, Woodhead-Faulkner.
- PACI, S. (1986) Sistemi di regolamento delle transazioni interbancarie in lire ed operazioni in cambi, in FABRIZI P.L. PACI S. PAVARANI E. PORZIO C. La tesoreria in valuta nelle aziende di credito, Milano, Giuffrè.
- PEPE, R. (1982) I rapporti interbancari in Italia, Banca d'Italia, Supplemento al bollettino, n. 64.
- SINISCALCHI, M.C. (1988) Euromercato e securitization: il caso della euro-commercial paper, Banche e Banchieri.
- STIGUM, M. (1978) The money market, Homewood, Dow Jones-Irwin.
- STIGUM, M. (1988) After the Trade, Homewood, Dow Jones-Irwin.

## ELENCO DEI PIÙ RECENTI TEMI DI DISCUSSIONE (\*)

- n. 94 — *La tassazione e i mercati finanziari*, di G. ANCIDONI - B. BIANCHI - V. CERIANI - P. CORRAGGIO - A. DI MAJO - R. MARCELLI - N. PIETRAFESA (agosto 1987).
- n. 95 — *Una applicazione del filtro di Kalman per la previsione dei depositi bancari*, di A. CIVIDINI - C. COTTARELLI (ottobre 1987).
- n. 96 — *Macroeconomic Policy Coordination of Interdependent Economies: the Game-Theory Approach in a Static Framework*, di J. C. MARTINEZ OLIVA (ottobre 1987).
- n. 97 — *Occupazione e disoccupazione: tendenze di fondo e variazioni di breve periodo*, di P. SYLOS LABINI (novembre 1987).
- n. 98 — *Capital controls and bank regulation*, di G. GENNOTTE - D. PYLE (dicembre 1987).
- n. 99 — *Funzioni di costo e obiettivi di efficienza nella produzione bancaria*, di G. LANCIOTTI - T. RAGANELLI (febbraio 1988).
- n. 100 — *L'imputazione di informazioni mancanti: una sperimentazione*, di L. CANNARI (marzo 1988).
- n. 101 — *Esiste una curva di Beveridge per l'Italia? Analisi empiriche della relazione tra disoccupazione e posti di lavoro vacanti (1980-1985)*, di P. SESTITO (marzo 1988).
- n. 102 — *Alcune considerazioni sugli effetti di capitalizzazione determinati dalla tassazione dei titoli di Stato*, di D. FRANCO - N. SARTOR (luglio 1988).
- n. 103 — *La coesione dello SME e il ruolo dei fattori esterni: un'analisi in termini di commercio estero*, di L. BINI SMAGHI - S. VONA (luglio 1988).
- n. 104 — *Stime in tempo reale della produzione industriale*, di G. BODO - A. CIVIDINI - L. F. SIGNORENINI (luglio 1988).
- n. 105 — *On the difference between tax and spending policies in models with finite horizons*, di W. H. BRANSON - G. GALLI (ottobre 1988).
- n. 106 — *Non nested testing procedures: Monte Carlo evidence and post simulation analysis in dynamic models*, di G. PARIGI (ottobre 1988).
- n. 107 — *Completamento del mercato unico. Conseguenze reali e monetarie*, di A. FAZIO (ottobre 1988).
- n. 108 — *Modello mensile del mercato monetario*, (ottobre 1988).
- n. 109 — *Il mercato unico europeo e l'armonizzazione dell'IVA e delle accise*, di C. A. BOLLINO - V. CERIANI - R. VIOLI (dicembre 1988).
- n. 110 — *Il mercato dei contratti a premio in Italia*, di E. BARONE - D. CUOCO (dicembre 1988).
- n. 111 — *Delegated screening and reputation in a theory of financial intermediaries*, di D. TERLIZZESE (dicembre 1988).
- n. 112 — *Procedure di stagionalizzazione dei depositi bancari mensili in Italia*, di A. CIVIDINI - C. COTTARELLI (gennaio 1989).
- n. 113 — *Intermediazione finanziaria non bancaria e gruppi bancari plurifunzionali: le esigenze di regolamentazione prudenziale*, (febbraio 1989).
- n. 114 — *La tassazione delle rendite finanziarie nella CEE alla luce della liberalizzazione valutaria* (febbraio 1989).
- n. 115 — *Il ruolo delle esportazioni nel processo di crescita e di aggiustamento dei PVS*, di L. BINI SMAGHI - D. PORCIANI - L. TORNETTA (marzo 1989).
- n. 116 — *LDCs' repayment problems: a probit analysis*, di F. DI MAURO - F. MAZZOLA (maggio 1989).

---

(\*) I «Temî» possono essere richiesti alla Biblioteca del Servizio Studi della Banca d'Italia.





