



## I SALDI TARGET E LE OPERAZIONI DI POLITICA MONETARIA

*Ingenti flussi di pagamenti transfrontalieri tra banche costituiscono una normale caratteristica di un'area integrata sotto il profilo finanziario. Il regolamento dei pagamenti tra paesi dell'area dell'euro mediante riserve di banca centrale genera, per ciascuna banca centrale nazionale (BCN), dei saldi ("saldi Target"<sup>1)</sup>) che riflettono altresì la distribuzione decentrata della liquidità di banca centrale all'interno dell'Eurosistema. I sistemi bancari dei paesi con deflussi netti per pagamenti hanno un fabbisogno di liquidità di banca centrale più elevato rispetto a quelli dei paesi dove si verificano afflussi di moneta delle banche commerciali. La distribuzione decentrata della liquidità di banca centrale all'interno dell'Eurosistema fornisce stabilità, poiché consente alle banche finanziariamente solide (anche se situate in paesi caratterizzati da tensioni finanziarie) di soddisfare il proprio fabbisogno di liquidità, contribuendo pertanto all'efficace trasmissione delle decisioni della Banca centrale europea (BCE) sui tassi di interesse all'intera economia dell'area dell'euro e al mantenimento della stabilità dei prezzi nell'area nel medio termine.*

*Il totale dei saldi attivi (o degli equivalenti saldi passivi) Target nei bilanci delle BCN dell'area dell'euro ha raggiunto 1.000 miliardi di euro alla metà del 2012, per poi scendere sulla scia del miglioramento delle condizioni e del calo della frammentazione nei mercati finanziari dell'area.*

*Questo articolo spiega come, nel contesto delle disfunzioni emerse nei mercati della provvista bancaria, si siano accumulate ingenti saldi positivi Target quando il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di soddisfare le esigenze di liquidità delle banche solvibili per mantenere la stabilità dei prezzi nel medio periodo. L'articolo mostra inoltre la necessità di interpretare con cautela i dati relativi ai pagamenti "transfrontalieri", poiché questi ultimi riflettono anche le operazioni intra-gruppo delle banche presenti in più paesi. Si sottolinea infine che gli eventuali rischi riguardano le operazioni dell'Eurosistema nel quadro dell'unione monetaria e non i saldi Target in quanto tali. Detti saldi costituiscono nell'insieme una manifestazione di tensioni esistenti all'interno dell'Unione economica e monetaria (UEM) e mettono in luce l'esigenza di affrontare gli squilibri macroeconomici, ripristinare la fiducia nei confronti dei sistemi bancari e consolidare i fondamenti istituzionali dell'UEM.*

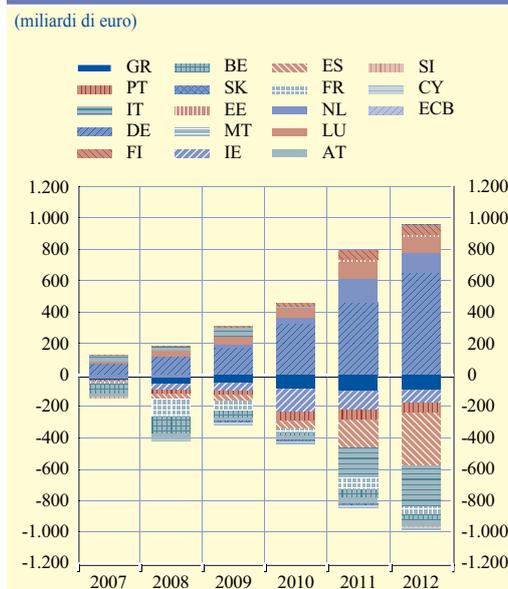
### I INTRODUZIONE

I saldi Target sono voci di bilancio delle banche centrali dell'area dell'euro<sup>2)</sup>. Relativamente contenuti e stabili prima delle crisi finanziaria e del debito sovrano, sono al momento considerevoli e hanno segno negativo nei paesi dell'area sottoposti a tensioni più acute e positivo in quelli che hanno dato prova di maggiore tenuta (cfr. figura 1). Saldi Target ingenti costituiscono essenzialmente il risultato dell'attuazione della politica monetaria nell'area dell'euro nel contesto specifico della crisi e non rappresentano rischi finanziari ulteriori rispetto a quelli insiti nelle operazioni dell'Eurosistema che li hanno originati, data l'integrità dell'unione monetaria. I rischi connessi a queste ultime sono mitigati, in particolare attraverso le politiche in materia di garanzie.

- 1) Target (*Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer*) è il Sistema europeo automatizzato di trasferimento espresso con regolamento lordo in tempo reale. A novembre 2007 è stato sostituito da Target2, basato su una piattaforma unica che è subentrata a quelle nazionali alla fine del periodo di transizione terminato a maggio 2008. Per ragioni di comodità, questo articolo (fatta eccezione per il riquadro 1) utilizza il termine "Target" per indicare sia Target sia Target2. Maggiori informazioni su Target sono reperibili in: *TARGET Annual Report 2011*, BCE, maggio 2012; allegato trimestrale al Bollettino mensile (il numero più recente risale a marzo 2013).
- 2) Cfr. anche il riquadro *I saldi Target2 delle banche centrali nazionali nell'area dell'euro*, nel numero di ottobre 2011 di questo Bollettino, e i riferimenti in esso contenuti; cfr. inoltre il riquadro *I saldi Target2 nell'Eurosistema in un contesto di mercati monetari malfunzionanti*, nel Rapporto annuale 2011 della BCE.

Per cogliere il senso delle discussioni sui rischi potenziali connessi all'aumento dei saldi Target, è essenziale comprendere la natura di tali posizioni e risulta altresì utile far luce sulla dinamica della crisi nell'area dell'euro<sup>3)</sup>. Detti saldi si accumulano quando vi sono flussi sbilanciati di pagamenti transfrontalieri tra banche dell'area dell'euro e l'Euro-sistema, con le sue operazioni, soddisfa il conseguente fabbisogno di liquidità delle banche solvibili, erogando fondi a fronte di adeguate garanzie. Essi riflettono le tensioni dal lato della raccolta nei sistemi bancari di alcuni paesi. Il concetto stesso di "transfrontaliero" risulta, tuttavia, sfumato in un'area integrata sotto il profilo finanziario, come nel caso delle operazioni all'interno di uno stesso gruppo bancario. Questo articolo analizza i saldi Target congiuntamente alle operazioni di politica monetaria della Banca centrale europea (BCE). La seconda sezione presenta una serie di elementi fondamentali sul sistema di pagamento Target e descrive come i saldi Target emergano a partire dai pagamenti transfrontalieri, mentre la terza esamina detti saldi alla luce delle tensioni dal lato della provvista bancaria e delle operazioni dell'Euro-sistema. La quarta sezione conclude illustrando la rilevanza economica e politica dei saldi Target.

**Figura 1 Saldi Target delle banche centrali dell'area dell'euro**



Fonti: BCN e BCE.

Nota: le attività/passività connesse a Target sono pubblicate periodicamente da tutte le BCN dell'area dell'euro all'interno dei rispettivi bilanci.

## 2 I SALDI TARGET E I PAGAMENTI TRANSFRONTALIERI

### 2.1 IL SISTEMA DI PAGAMENTO E REGOLAMENTO TARGET

Target (*Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system*, sistema transeuropeo automatizzato di trasferimento espresso con regolamento lordo in tempo reale) è il sistema di regolamento lordo in tempo reale dell'Eurosistema operante attraverso riserve di banca centrale. L'esecuzione e il regolamento dei pagamenti denominati in euro avvengono su base individuale sui conti dei partecipanti presso le BCN collegate a Target. Le operazioni sono regolate in tempo reale con effetto immediato e questo permette alla banca beneficiaria di riutilizzare la liquidità per effettuare ulteriori pagamenti nella stessa giornata. Sviluppato con tecnologia all'avanguardia, il sistema offre ai suoi utilizzatori i massimi standard di affidabilità e capacità di tenuta. Target fornisce nell'insieme servizi di regolamento a circa 1.000 partecipanti attraverso le 24 banche centrali ad esso collegate (tutte le BCN dell'area dell'euro, la BCE e altre BCN dell'Unione europea che hanno deciso di aderire su base volontaria).<sup>4)</sup>

I pagamenti regolati attraverso Target sono riconducibili principalmente a transazioni fra istituzioni creditizie e a transazioni connesse ad altre strutture del mercato finanziario, mentre le

3) Cfr., ad esempio, Bindseil, U. e König, P.J., "TARGET and the European sovereign debt crisis", *Kredit und Kapital*, febbraio 2012; Bindseil, U. e Winkler, A., "Dual liquidity crises under alternative monetary policy frameworks: a financial accounts perspective", *Working Paper Series*, n. 1478, BCE, 2012; Cour-Thimann, P., *TARGET balances and the crisis in the euro area*, CESifo forum 14, edizione speciale, aprile 2013.

4) Si tratta delle BCN di Bulgaria, Danimarca, Lettonia, Lituania, Polonia e Romania.

operazioni con la banca centrale rappresentano una parte relativamente ridotta. Target regola i pagamenti sia interbancari sia commerciali senza alcun limite massimo o minimo di importo e con la sua offerta di servizi svolge un ruolo fondamentale nell'assicurare l'ordinata conduzione della politica monetaria, il corretto funzionamento dei mercati finanziari e la stabilità sia bancaria sia finanziaria nell'area dell'euro in quanto riduce notevolmente il rischio sistemico. Il regolamento dei pagamenti transfrontalieri tra i partecipanti a Target dà origine a saldi intra-Eurosistema, vale a dire voci di bilancio delle rispettive BCN, che riflettono le attività/passività verso l'Eurosistema. Tali voci sono registrate nei bilanci delle BCN come saldi attivi Target, se positive, e saldi passivi Target, se negative, nei confronti della BCE, che rappresenta la controparte centrale.

## 2.2 IL MECCANISMO DI FORMAZIONE DEI SALDI

I saldi Target si vengono a creare nel corso della normale operatività delle banche e dei flussi transfrontalieri di capitali. Queste attività e passività delle varie BCN esistevano anche prima della crisi finanziaria, ma oscillavano attorno a livelli significativamente inferiori. Quando una banca effettua un pagamento a un'altra banca attraverso Target, il conto corrente detenuto presso la BCN di riferimento registra un addebito nel caso della banca ordinante e un accredito in quello della banca beneficiaria. Se la transazione avviene all'interno di un paese, ciò non influisce sul conto corrente aggregato delle banche presso la BCN di competenza e non determina quindi alcuna variazione del saldo Target. Se invece la transazione è transfrontaliera, vale a dire se è effettuata tra banche collegate a Target da due paesi diversi, incide sul conto corrente aggregato delle banche presso le rispettive BCN. Il saldo del conto corrente della BCN dell'ordinante si riduce e quello della BCN della beneficiaria aumenta.

Alla fine di ogni giornata, i bilanci delle banche centrali sono corretti, assegnando alla BCN che ha visto scendere il saldo dei conti correnti un corrispondente aumento del saldo passivo Target e un incremento del saldo attivo Target a quella che ha invece registrato un aumento del saldo dei conti correnti. I flussi bilaterali tra le banche centrali appartenenti all'Eurosistema sono poi aggregati e compensati in modo da lasciare a ciascuna di esse un'unica posizione netta nei confronti della BCE<sup>5)</sup>. Come conseguenza, alcune BCN presentano una posizione Target attiva e altre una passiva verso la BCE. La somma netta di tutte le operazioni transfrontaliere con banche di altri paesi dell'area dell'euro regolate presso una singola BCN in una determinata giornata produce una variazione giornaliera del saldo Target di tale BCN, come illustrato qui di seguito:

$$\Delta \text{Saldo Target} = \text{Afflussi Target} - \text{Deflussi Target}$$

Un esempio del meccanismo soggiacente alla formazione dei saldi attivi e passivi Target è illustrato nella figura 2, che presenta un trasferimento di fondi tra banche situate in due paesi diversi dell'area dell'euro (A e B) – connesso a un pagamento relativo all'acquisto di beni e servizi oppure di un'attività estera – condotto attraverso Target e regolato mediante riserve di banca centrale. Il trasferimento comporta come effetto immediato una riduzione del saldo del conto corrente detenuto dalla banca commerciale ordinante presso la propria BCN (BCN A) e un aumento in quello della banca commerciale beneficiaria presso la rispettiva BCN (BCN B). A fine giornata, la banca

5) Per ridurre l'entità degli squilibri bilaterali accumulatisi piuttosto rapidamente in tutte le posizioni intra-sistema tra le BCN e la BCE, il Consiglio direttivo di quest'ultima ha deciso nel 1999 che i saldi Target (vale a dire tutte le attività e le passività connesse a Target tra le BCN appartenenti al Sistema europeo di banche centrali e la BCE) sarebbero stati compensati a fine giornata per "novazione", cioè per sostituzione di tutte le obbligazioni verso le altre BCN con obbligazioni verso la BCE in modo da determinare per ogni BCN un'unica posizione bilaterale netta nei confronti della sola BCE. Tale disposizione è stata ritenuta in linea con il principio di un'area dell'euro integrata ed è entrata in vigore il 30 novembre 2000.

Figura 2 La formazione dei saldi Target



Fonte: BCE.

che ha registrato un calo del saldo del conto corrente si finanzia di norma ricorrendo al mercato oppure all'Eurosistema. In questo esempio semplice riguardante due paesi, se entro la fine della giornata la banca del paese A non avrà compensato il trasferimento iniziale con nuovi fondi ottenuti da banche del paese B (ad esempio, attraverso il mercato interbancario), la BCN A presenterà un saldo Target negativo e la BCN B uno positivo nei confronti della BCE, che rappresenta la controparte centrale.

Il meccanismo descritto in precedenza opera su vasta scala tra i sistemi bancari nazionali nell'area dell'euro. Di fatto, circa un terzo del traffico su Target è rappresentato da pagamenti transfrontalieri. I saldi Target riflettono pertanto gli squilibri nei flussi di pagamenti tra sistemi bancari nazionali. Le banche con un conto Target presso una determinata BCN appartengono di norma al settore delle istituzioni finanziarie monetarie (IFM) del rispettivo paese. Tuttavia, il saldo Target della banca centrale "ospitante" può riflettere anche operazioni originate da soggetti bancari che non fanno parte del settore delle IFM del paese. Ad esempio, qualunque banca avente sede in un paese dello Spazio economico europeo (SEE) la cui BCN non è collegata a Target può avere accesso a quest'ultimo attraverso una BCN collegata. Analogamente, le banche domiciliate fuori dal SEE che non sono autorizzate ad aprire un conto in Target possono comunque accedervi tramite una controllata con sede in uno dei paesi collegati al sistema. Ulteriori distorsioni sono altresì riconducibili ai servizi bancari in euro basati su Target e forniti da partecipanti al sistema per conto di banche non situate nel SEE.

Un'altra possibile particolarità "geografica" dei saldi Target riguarda l'accentramento della gestione della liquidità nei gruppi bancari presenti in più paesi. Target permette infatti a tali gruppi, a prescindere dal numero di paesi in cui sono attivi, di svolgere le attività di pagamento e gestire la liquidità in euro su un unico conto, che viene di norma aperto presso la BCN del paese in cui si trova la sede centrale del gruppo, e attraverso il quale vengono incanalati i pagamenti delle filiali o delle controllate (partecipazione indiretta). Questa forma di accentramento dà origine a flussi transfrontalieri che non esisterebbero se il gruppo gestisse la propria liquidità in maniera decentrata.

### 3 I SALDI TARGET, LE TENSIONI DAL LATO DELLA PROVISTA BANCARIA E LE OPERAZIONI DELL'EUROSISTEMA

Questa sezione spiega come ingenti saldi Target si siano accumulati al procedere della crisi finanziaria e del debito sovrano, quale conseguenza della domanda elevata di liquidità offerta attraverso le operazioni dell'Eurosistema presso determinate BCN. Il livello elevato dei saldi riflette le tensioni dal lato della provvista in alcuni paesi e gli afflussi di capitali verso i paesi con una maggiore tenuta che si verificano quando l'Eurosistema, con le sue operazioni, soddisfa il fabbisogno di liquidità delle banche solvibili erogando fondi a fronte di adeguate garanzie.

#### 3.1 I SALDI TARGET E L'ATTUAZIONE DELLA POLITICA MONETARIA

L'Eurosistema attua la sua politica monetaria in modo decentrato, in particolare per le operazioni mediante asta. Nel contesto, le 17 BCN raccolgono le richieste delle controparti e gestiscono le garanzie fornite da queste ultime; la BCE riceve le relative informazioni in forma aggregata da ciascuna BCN e decide l'importo complessivo della liquidità da fornire alle controparti; le BCN informano le controparti dei risultati e regolano le transazioni. L'importo aggregato fornito alle controparti attraverso le 17 BCN è di norma pari al fabbisogno di liquidità<sup>6)</sup> complessivo del settore bancario dell'area dell'euro. I flussi di capitali privati redistribuiscono la liquidità tra le banche che la necessitano e quelle che ne dispongono in eccesso, principalmente attraverso il mercato interbancario.

Dopo la crisi nel mercato statunitense dei mutui ipotecari di qualità non primaria (*sub-prime*) e il successivo fallimento di Lehman Brothers a settembre 2008, tuttavia, i mercati dei prestiti interbancari hanno smesso di funzionare adeguatamente. I mercati interbancari, sia garantito sia non garantito, hanno evidenziato una crescente frammentazione<sup>7)</sup> e i flussi transfrontalieri di capitali privati sono stati compromessi (cfr. riquadro 1). Per sostenere l'ordinata trasmissione delle proprie decisioni sui tassi di interesse all'economia, la BCE ha deciso di soddisfare il fabbisogno di liquidità delle banche, che non poteva essere soddisfatto dai mercati finanziari. Da ottobre 2008 l'Eurosistema conduce di conseguenza gran parte delle sue operazioni di immissione di liquidità mediante procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo, vale a dire soddisfacendo pienamente tutte le offerte delle controparti dietro presentazione di garanzie adeguate. Nel contesto di un mercato interbancario disfunzionale, le banche hanno quindi potuto ottenere liquidità dall'Eurosistema. Ciò ha permesso loro di accumulare riserve volte a coprire esigenze future in un momento in cui l'accesso alla provvista interbancaria era incerto. L'Eurosistema ha pertanto fornito liquidità superiore a quella necessaria in aggregato al settore bancario, assumendo al tempo stesso un ruolo di intermediazione. Questo ha evitato una riduzione disordinata della leva finanziaria e i conseguenti effetti avversi per l'economia e la stabilità dei prezzi nell'area dell'euro.

Quando, a partire dalla primavera del 2010, è iniziata la crisi del debito sovrano in alcuni paesi dell'area, la segmentazione dei mercati della provvista bancaria lungo i confini nazionali si è accentuata e l'intermediazione della banca centrale ha permesso ai sistemi bancari dei paesi interessati di fronteggiare il ritiro dei capitali privati e l'inversione dei flussi di capitali transfrontalieri. Il ricorso

6) Il fabbisogno di liquidità del sistema bancario è definito come la somma di fattori autonomi e riserva obbligatoria. I fattori autonomi includono sostanzialmente i depositi delle amministrazioni pubbliche presso la banca centrale, le banconote, le attività nette sull'estero e le attività nette denominate in euro.

7) Cfr., ad esempio, *Indicators of market segmentation – media request following the ECB press conference on 2 August 2012* (all'indirizzo <http://www.ecb.europa.eu>) e *Financial integration in Europe*, BCE, aprile 2012.



**Figura 3 Saldi passivi Target aggregati e offerta totale di liquidità dell'Eurosistema**

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

Nota: L'offerta totale di liquidità include le operazioni di rifinanziamento principali, le operazioni di rifinanziamento a lungo termine, le operazioni di rifinanziamento marginale, i portafogli di strumenti detenuti a titolo definitivo (i programmi di acquisto di obbligazioni garantite e il Programma SMP) e altre voci, tra la liquidità di emergenza (Emergency Liquidity Assistance, ELA).

**Figura 4 Saldi attivi Target aggregati e assorbimento totale di liquidità nell'Eurosistema**

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

Nota: L'assorbimento di liquidità include il ricorso ai depositi *overnight* presso la banca centrale, le operazioni di *fine tuning* intese a drenare liquidità e i depositi in conto corrente che eccedono la riserva obbligatoria.

al finanziamento della banca centrale è quindi strettamente connesso all'emergere di significative passività sui conti Target nei paesi più colpiti dalla crisi e, in aggregato, a livello dell'area dell'euro (cfr. figura 3)<sup>8)</sup>. La crisi del debito sovrano e la conseguente segmentazione del mercato della provvista bancaria hanno altresì dato origine a flussi di capitali verso i paesi con una tenuta maggiore, aumentando significativamente il ricorso agli strumenti di banca centrale volti ad assorbire liquidità (ad esempio tramite il ricorso ai depositi *overnight* presso la banca centrale o l'accumulo di saldi che eccedono la riserva obbligatoria sui conti correnti detenuti dalle controparti presso la banca centrale<sup>9)</sup>). Il rimpatrio di investimenti precedenti e la scarsità di nuovi prestiti alle banche nei paesi colpiti dalla crisi hanno in particolare determinato cospicui afflussi netti di pagamenti, una concomitante espansione del saldo positivo Target delle BCN dei paesi con una tenuta maggiore e un aumento della liquidità nei sistemi bancari di questi ultimi. La figura 4 mostra la conseguente crescita della liquidità in eccesso a livello di area dell'euro, un andamento che si è generalmente rispecchiato nell'evoluzione dei saldi positivi Target totali.

Nella seconda metà del 2011 e nella prima del 2012 il forte aumento dei saldi passivi e dei attivi dei conti Target è stato anche dovuto ai timori riguardo all'integrità dell'unione monetaria. Diverse banche dei paesi con una tenuta maggiore hanno deciso di sopperire localmente, invece che con fondi provenienti dalla sede centrale, al fabbisogno di finanziamento delle controllate aventi sede nelle giurisdizioni sottoposte a tensioni finanziarie. Ciò vuol dire che il ricorso all'Eurosistema ha

8) La figura 3 presenta la somma delle passività Target delle BCN dell'area dell'euro nei confronti della BCE. I saldi intra-sistema (come quelli connessi a Target) non trovano riflesso nel bilancio consolidato dell'Eurosistema perché la loro somma è pari a zero.

9) L'eccesso di liquidità è divenuto particolarmente ampio poiché l'abbassamento a zero del tasso di interesse corrisposto sui depositi presso la banca centrale ha reso nullo il vantaggio relativo del ricorso a tali operazioni.

sostituito i finanziamenti intra-gruppo dalle banche con sede centrale nei paesi con maggiore tenuta. Tale comportamento è stato in alcuni casi incoraggiato dalle autorità nazionali di vigilanza del settore bancario con l'obiettivo di proteggere quest'ultimo. Come verrà spiegato nella sezione 3.2, gli interventi della BCE volti a fronteggiare i timori riguardo all'integrità dell'unione monetaria hanno determinato un ridimensionamento dei saldi Target.

#### Riquadro 1

### L'USO DELLE STATISTICHE SUI PAGAMENTI TARGET2 NELL'ANALISI DELLE CONDIZIONI NEL MERCATO MONETARIO

I mercati monetari interbancari sono essenziali per la stabilità e l'efficienza del sistema finanziario, oltre che per la distribuzione della liquidità fornita dalla banca centrale. I tassi del mercato monetario, quali l'Eonia e l'Euribor, costituiscono un riferimento importante che funge, tra l'altro, da base per la determinazione del prezzo dei titoli a reddito fisso nell'intera economia. Mercati monetari ben funzionanti permettono alle banche di temperare gli squilibri di liquidità ed evitare di conseguenza costose vendite di attività. Essi svolgono altresì un ruolo rilevante di monitoraggio e disciplina, poiché le banche valutano costantemente la qualità delle controparti<sup>1)</sup>.

Nonostante la loro importanza fondamentale, le transazioni effettive sui mercati interbancari sono relativamente poco note in quanto le banche negoziano il debito a breve termine soprattutto over the counter. Le informazioni in merito al funzionamento dei mercati interbancari in euro si basano quindi al momento su statistiche limitate provenienti dalle piattaforme di contrattazione elettronica o sui risultati di indagini<sup>2)</sup>.

Gli accademici, e in particolare i ricercatori delle banche centrali, hanno tuttavia fatto ricorso a un metodo indiretto per ottenere dati dettagliati e completi sulle operazioni di prestito *overnight* non coperte da garanzie: ricostruire tali operazioni a partire dalle statistiche relative ai pagamenti cui hanno dato origine<sup>3)</sup>. Ad esempio, un prestito di un milione di euro a un tasso di interesse dell'1 per cento dalla banca A alla banca B concordato over the counter comporta due transazioni visibili nel sistema di pagamento: un trasferimento di un milione di euro dalla banca A alla banca B e, il giorno successivo, un trasferimento di 1.000.027,78 euro dalla banca B alla banca A<sup>4)</sup>. Quando le banche si scambiano liquidità mediante riserve di banca centrale, le operazioni interbancarie *overnight* possono essere ricostruite analizzando le statistiche dettagliate

- 1) Cfr. Rochet, J. C. e Tirole, J., "Interbank Lending and Systemic Risk", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 28, n. 4, 1996.
- 2) Cfr., ad esempio, Brunetti, C., di Filippo, M. e Harris, J., "Effects of Central Bank Intervention on the Interbank Market During the Sub-Prime Crisis", *Review of Financial Studies*, vol. 24, n. 6, 2011, che utilizzano dati provenienti dalla piattaforma italiana e-MID. Per un esempio di indagine, cfr. Euro Money Market Survey, BCE, Francoforte sul Meno, settembre 2012. Anche i tassi del mercato monetario – quali l'Eonia, l'Euribor o il Libor – e i connessi volumi, se disponibili, sono basati su indagini.
- 3) Questo metodo è stato presentato per la prima volta in Furfine, C., "Banks as Monitors of Other Banks: Evidence from the *Overnight* Federal Funds Market", *Journal of Business*, vol. 74, n. 1, gennaio 2001.
- 4) Si noti che gli interessi sono su base annua ma maturano per un solo giorno. Il metodo richiede di norma alle banche di applicare in ogni caso un tasso di interesse, anche solo di 1 centesimo. Nella pratica, la situazione è più complessa: non tutti i pagamenti sono riconducibili a operazioni interbancarie (non è ad esempio dato di sapere se una determinata transazione è stata effettuata per conto di un cliente della banca); le operazioni *overnight* potrebbero essere altresì riconducibili a transazioni spot/next e tomorrow/next; uno stesso pagamento potrebbe riflettere operazioni diverse a tassi e scadenze differenti e questo rende difficile l'estensione del metodo al di là dei prestiti *overnight* (si vedano tuttavia i riferimenti nella prossima nota); possono verificarsi corrispondenze multiple; occorre tener conto ad esempio di festività e fine settimana. Si noti, inoltre, come le operazioni collateralizzate effettuate mediante Target2 siano di norma regolate simultaneamente attraverso piattaforme centralizzate di compensazione e regolamento delle transazioni in titoli e siano quindi facili da escludere.

dei sistemi di pagamento che effettuano il regolamento attraverso le stesse riserve. Alcune analisi dei mercati interbancari sono state realizzate per gli Stati Uniti (utilizzando Fedwire Funds) e per determinati paesi europei, ma solo di recente sono state raccolte informazioni attendibili e complete sull'intero mercato monetario interbancario non garantito a partire dalle statistiche Target2<sup>5)</sup>.

L'esame complessivo delle statistiche sui pagamenti in Target2 permette di monitorare gli andamenti nell'intera area dell'euro. La figura A mostra uno dei vantaggi insiti nel valutare l'insieme dei prestiti *overnight* non garantiti nel mercato interbancario dell'area dell'euro. La linea rossa rappresenta il valore in euro di tali prestiti segnalato giornalmente dal gruppo di banche che contribuisce alla formazione dell'Eonia<sup>6)</sup>, mentre quella blu indica quello che emerge dalle statistiche sui pagamenti in Target2. Il panel di banche Eonia costituisce circa la metà totale dei volumi totali. Prima del fallimento di Lehman Brothers a settembre 2008, i prestiti *overnight* non garantiti segnalati da tali banche erano pari a 60 miliardi di euro e quelli desunti dalle statistiche sui pagamenti in Target2 – che riflettono le attività di negoziazione di diverse centinaia di istituzioni creditizie – corrispondevano a circa 120 miliardi. I dati Eonia offrono informazioni attendibili sulle tendenze, come attesta il loro calo dopo il fallimento di Lehman Brothers e dopo il peggioramento della crisi nel 2010. Tali tendenze appaiono tuttavia più pronunciate nelle statistiche Target2. Ciò è in linea con il fatto che le banche di maggiori dimensioni, come quelle rappresentate nel panel Eonia, resistono maggiormente agli andamenti avversi nei mercati. In particolare, la flessione delle statistiche Target2 dal 2011 attesta il funzionamento imperfetto del mercato monetario delle operazioni *overnight* non garantite.

La figura B illustra un ulteriore beneficio del monitoraggio dei mercati monetari attraverso le statistiche sui pagamenti. Poiché le informazioni sottostanti riguardano singole transazioni, è possibile aggregarle a livelli diversi per esaminare questioni specifiche. Nella figura viene ad esempio riportata la quota transfrontaliera sul totale dell'attività interbancaria in operazioni *overnight* non garantite. Ciò non è possibile con i dati Eonia, che sono aggregati a livello di banca erogatrice e poi segnalati pubblicamente come valore complessivo.

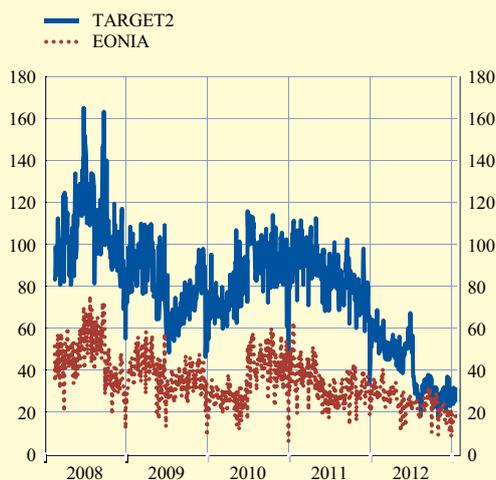
La quota delle operazioni transfrontaliere nel mercato interbancario *overnight* non garantito è scesa dopo il fallimento di Lehman Brothers, a settembre 2008, e ha successivamente evidenziato una graduale ripresa, per poi subire un calo pronunciato all'intensificarsi della crisi del debito sovrano. Tale andamento attesta non solo il ridimensionamento (cfr. figura A), ma anche

5) Cfr. Arciero, L., Heijmans, R., Heuver, R., Massarenti, M., Picillo, C. e Vacirca, F., "How to measure the unsecured money market? The Eurosystem's implementation and validation using TARGET2 data", DNB Working Paper, n. 369, De Nederlandsche Bank, gennaio 2013. La pubblicazione utilizza le statistiche sui pagamenti per ricostruire i prestiti sia *overnight* sia a più lungo termine e si avvale pertanto di una versione del metodo Furfine diversa da quella utilizzata per ottenere i risultati presentati in questo riquadro. Per un'applicazione del metodo Furfine a scadenze più lunghe, cfr. Kuo, D., Skeie, D., Vickery, J. e Youle, T., "Identifying Term Interbank Loans from Fedwire Payments Data", Staff Report, n. 603, Federal Reserve Bank of New York, marzo 2013. Per un'analisi limitata a singoli paesi, cfr.: Afonso, G., Kovner, A. e Schoar, A., "Stressed, Not Frozen: The Federal Funds Market in the Financial Crisis", *The Journal of Finance*, vol. 66, n. 4, agosto 2011 (Stati Uniti); Acharya, V. e Merrouche, O., "Precautionary Hoarding of Liquidity and Interbank Markets: Evidence from the Subprime Crisis", *Review of Finance*, di prossima pubblicazione (Regno Unito); Akram, F. e Christophersen, C., "Norwegian *Overnight* Interbank Interest Rates", *Computational Economics*, vol. 41, n. 1, gennaio 2013 (Norvegia); Guggenheim, B., Kraenzlin, S. e Schumacher, S., "Exploring an uncharted market: Evidence on the unsecured Swiss franc money market", Swiss National Bank Working Paper, n. 2011-5, Banca nazionale svizzera (Svizzera).

6) Il panel Eonia è composto dalle banche con il maggior volume di attività nei mercati monetari dell'area dell'euro (cfr. <http://www.euribor-ebf.eu>). Di composizione variabile nel tempo, consta al momento di 39 enti creditizi. Si noti come i volumi Eonia non riflettano necessariamente le operazioni regolate mediante riserve di banca centrale e come non esista di conseguenza una loro corrispondenza perfetta con i volumi Target2, neanche per le banche incluse nel panel.

**Figura A Attività interbancaria in operazioni overnight non garantite: un confronto tra i dati Eonia e Target2**

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

Nota: le statistiche non includono le operazioni tra banche appartenenti a uno stesso gruppo.

**Figura B Attività interbancaria transfrontaliera in operazioni overnight non garantite**

(in percentuale dell'attività interbancaria totale in operazioni overnight non garantite)



Fonte: BCE.

Nota: le statistiche non includono le operazioni tra banche appartenenti a uno stesso gruppo.

la crescente frammentazione del mercato monetario delle operazioni *overnight* non garantite nell'area dell'euro<sup>7)</sup>.

L'uso delle statistiche sui pagamenti per ricostruire le operazioni di prestito interbancario offre vantaggi significativi nonostante la natura indiretta del metodo. Le informazioni si basano su operazioni effettive, sono estremamente dettagliate e sono disponibili in tempo reale. Sviluppato inizialmente a fini di ricerca, questo metodo – quando viene associato a fonti di informazione più convenzionali (ad esempio, alle indagini o alle analisi del settore privato) – permette ai responsabili delle politiche di meglio comprendere gli andamenti del mercato monetario.

7) Per una valutazione degli andamenti nei mercati monetari dell'area dell'euro, cfr. Cœuré, B., "The importance of money markets", discorso, giugno 2012, disponibile sul sito Internet della BCE (<http://www.ecb.europa.eu>).

### 3.2 I SALDI TARGET E IL RISCHIO FINANZIARIO

I saldi Target derivano dall'attuazione della politica monetaria dell'Eurosistema. Non rappresentano pertanto un rischio finanziario ulteriore rispetto a quello insito nelle operazioni condotte dall'Eurosistema, che viene mitigato dall'esistenza di un quadro di controllo dei rischi e in virtù del quale le operazioni di credito dell'Eurosistema forniscono liquidità solo alle controparti finanziariamente solide ed esclusivamente a fronte di adeguate garanzie. Misure di mitigazione del rischio specifiche per i saldi Target sarebbero superflue.

L'Eurosistema concede credito alle controparti solo a fronte di attività ammissibili come garanzia in modo da proteggere la banca centrale da perdite derivanti dalla possibile insolvenza di una controparte. In linea di principio, la lista delle garanzie ammissibili è uniforme in tutta l'area dell'euro

e include un ampio ventaglio di attività. Il valore delle garanzie presentate dalle controparti viene calcolato con frequenza giornaliera applicando degli scarti di garanzia (*haircut*) come tutela contro possibili perdite di liquidazione in caso di insolvenza di una controparte. Queste misure costituiscono importanti elementi del quadro dell'Eurosistema per il controllo del rischio.

Se una controparte si rende inadempiente rispetto a un'obbligazione derivante dalle operazioni di credito dell'Eurosistema, le garanzie sono escusse e vendute sul mercato per mitigare le perdite potenziali. In generale, se i previsti introiti connessi alle garanzie sono insufficienti a coprire l'obbligazione della controparte, al momento dell'inadempienza ciascuna BCN dell'area dell'euro iscrive un accantonamento pari alla sua quota sul totale della perdita prevista. Tale quota viene determinata in base alle quote di partecipazione al capitale della BCE al momento dell'inadempienza. Gli accantonamenti sono rivisti e rettificati dal Consiglio direttivo della BCE alla fine di ogni esercizio finanziario.

Un'eccezione alle prassi dell'Eurosistema in materia di condivisione dei rischi è costituita dal quadro per la fornitura di liquidità di emergenza (*Emergency Liquidity Assistance, ELA*)<sup>10)</sup>, offerto esclusivamente alle controparti solvibili e soggetto a una valutazione periodica approfondita da parte del Consiglio direttivo della BCE. Il rischio connesso all'ELA, che è comunque assistito da garanzie adeguate, è sostenuto esclusivamente dalla BCN che lo concede e non dall'insieme dell'Eurosistema. Inoltre, l'ELA è considerevolmente più costoso delle operazioni dell'Eurosistema e questo riduce l'incentivo per le controparti a ricorrervi e compensa le BCN che si assumono il rischio aggiuntivo. Per quanto concerne i saldi Target, il rifinanziamento offerto dall'ELA può essere utilizzato anche per compensare il calo della raccolta transfrontaliera e determina un aumento delle passività Target se viene utilizzato per rimborsare passività transfrontaliere in scadenza.

Per evitare alle banche solvibili vincoli di liquidità, con le connesse implicazioni per il finanziamento dell'economia dell'area dell'euro e per la stabilità dei prezzi, l'Eurosistema ha adottato una serie di misure volte ad accrescere la disponibilità delle garanzie. Tra queste figurano l'ammissibilità di una gamma più ampia di attività non negoziabili (crediti aggiuntivi<sup>11)</sup>), l'abbassamento della soglia di *rating* e l'accettazione delle attività denominate in sterline britanniche, dollari statunitensi e yen giapponesi. Oltre a impegnarsi per ampliare la disponibilità di collaterale, l'Eurosistema tiene sotto osservazione e rivede regolarmente il proprio quadro per il controllo del rischio (per quanto attiene ad esempio ai criteri di idoneità, agli *haircut* e ai limiti applicabili) con l'obiettivo di mantenere l'esposizione al rischio su livelli appropriati.

L'esistenza di saldi attivi e passivi Target è normale, data la struttura decentrata dell'Eurosistema. Posizioni interne esistono anche tra le 12 *Reserve Bank* del *Federal Reserve System* statunitense (cfr. riquadro 2). I saldi Target, tuttavia, sono al momento elevati e questo riflette sia il ruolo di sostegno svolto dall'Eurosistema nei confronti del sistema bancario sia la sua funzione di intermediazione nei mercati monetari in risposta alle tensioni in atto nei mercati finanziari. Essi costituiscono pertanto – in una certa misura – un sostituto pubblico (grazie all'intervento della banca centrale) di quelle che sarebbero normalmente attività private tra banche commerciali, con le connesse implicazioni in termini di spostamento del rischio dal settore privato al bilancio dell'Eurosistema. La loro entità non pone comunque rischi aggiuntivi per l'Eurosistema o le BCN, data l'irreversibilità

10) Il 31 dicembre 2012 la voce di bilancio "Altri crediti denominati in euro verso enti creditizi dell'area dell'euro" (che include l'ELA) corrispondeva al 13 per cento della liquidità fornita dall'Eurosistema come definita dall'aggregato descritto nella figura 3.

11) Le decisioni sulle misure di controllo dei rischi applicate ai crediti aggiuntivi sono prese dalle BCN che li ammettono come garanzia e che si assumono altresì il rischio connesso all'accettazione di dette garanzie.

dell'euro e l'integrità dell'Eurosistema. Qualunque misura volta a contenere le dimensioni dei saldi Target comporterebbe l'introduzione di obiettivi di politica monetaria dell'Eurosistema aggiuntivi rispetto a quello primario della stabilità dei prezzi.

Come illustrato, l'esistenza di squilibri nei saldi Target è di fatto strettamente connessa all'adozione di misure non convenzionali (aste a tasso fisso, piena aggiudicazione degli importi richiesti, estensione del sistema di garanzie, operazioni di rifinanziamento a lungo termine) da parte dell'Eurosistema. Di conseguenza, poiché tali misure sono per definizione temporanee, è prevedibile che gli squilibri dei saldi Target scendano su livelli più coerenti con i valori storici al normalizzarsi delle condizioni nei mercati finanziari.

Le figure 3 e 4 mostrano un netto calo dei saldi attivi e passivi Target dopo l'estate del 2012. Ciò rappresenta un'inversione rispetto alla crescita osservata nei mesi precedenti. In un contesto in cui i timori per la reversibilità dell'euro avevano acuito le tensioni dal lato della provvista bancaria e intensificato la fuga di capitali da paesi quali la Spagna e l'Italia. Dichiarando, il 26 luglio 2012, che la BCE era pronta nell'ambito del suo mandato a fare tutto il necessario per preservare l'euro (*"within its mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro"*), il Presidente della BCE ha mostrato l'impegno di quest'ultima a evitare il concretizzarsi dei timori. La successiva decisione del Consiglio direttivo della BCE di introdurre le operazioni definitive monetarie come "meccanismo di sostegno del tutto efficace per scongiurare scenari nefasti", con modalità annunciate il 6 settembre 2012, è stata seguita da un ritorno degli afflussi di capitali nei paesi sottoposti a tensioni e un conseguente calo dei saldi Target. Anche i rimborsi anticipati nel quadro delle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine a tre anni da gennaio 2013 hanno contribuito a far scendere la liquidità offerta dall'Eurosistema alle banche dell'area dell'euro e a ridurre in misura corrispondente i saldi Target.

#### Riquadro 2

#### LE POSIZIONI INTERNE TRA LE RESERVE BANK DEL FEDERAL RESERVE SYSTEM STATUNITENSE

Il Federal Reserve System statunitense, come l'Eurosistema, ha una struttura decentrata. Le posizioni interdistrettuali delle 12 Reserve Bank, relativamente contenute e stabili in passato, sono aumentate nel corso della crisi finanziaria (cfr. la figura). Queste posizioni positive o negative, denominate "conti di regolamento interdistrettuali", possono essere considerate analoghe ai saldi intra-Eurosistema nell'area dell'euro. Durante la crisi, anche il Federal Reserve System ha accumulato saldi considerevoli come conseguenza di flussi di pagamenti non bilanciati tra le banche nei vari distretti degli Stati Uniti.

La Federal Reserve ha parimenti accresciuto l'offerta di liquidità di banca centrale durante la crisi, soprattutto attraverso gli acquisti di attività effettuati dalla Reserve Bank di New York per conto dell'intero sistema. Ciò ha prodotto risultati analoghi a quelli osservati nell'ambito dell'Eurosistema, nonostante le differenze rispetto all'offerta di liquidità di quest'ultimo (che si realizza essenzialmente attraverso operazioni di prestito), e ha determinato la formazione di interne voci di bilancio tra le diverse Reserve Bank. La liquidità immessa dalla banca centrale affluisce nei conti bancari detenuti presso le varie Reserve Bank dai venditori delle attività. Pertanto, come nell'area dell'euro, i saldi tra banche del Federal Reserve System sono dati dalla differenza tra i flussi di pagamenti tra distretti diversi e dalla distribuzione della liquidità fornita

ta dalla banca centrale nei vari distretti degli Stati Uniti.

A differenza di quanto avviene nell'Eurosistema, nel Federal Reserve System i saldi sono regolati con cadenza annuale a fronte delle attività detenute dal sistema nel suo insieme. Ciò vuol dire che, una volta l'anno, detti saldi tornano su posizioni più neutre <sup>1)</sup>. Come conseguenza di questo processo, le Reserve Bank con saldi negativi ricevono una quota inferiore di attività e quindi di profitti rispetto a quelle aventi un saldo positivo.

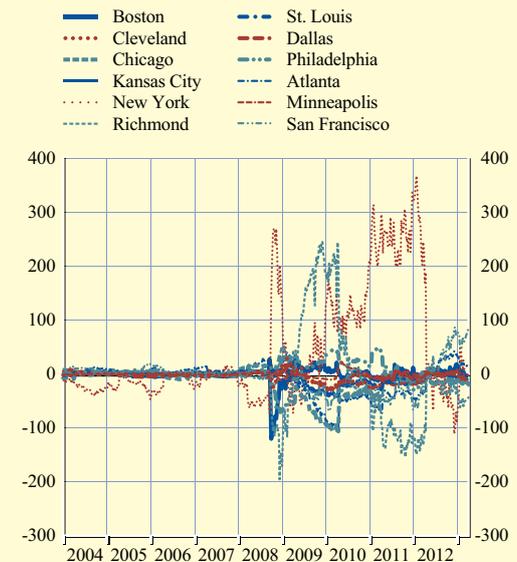
Questo processo di regolamento non presenta tuttavia alcuna conseguenza pratica per le singole Reserve Bank o per i flussi di pagamenti fra distretti diversi. Costituisce piuttosto un esercizio contabile all'interno di un'area politicamente integrata. I distretti non corrispondono ad alcuna entità politica negli Stati Uniti (i loro confini non coincidono nemmeno con quelli tra gli Stati) e gli utili netti delle Reserve Bank affluiscono in ultima istanza al governo federale.

Nell'area dell'euro non sarebbe possibile regolare i saldi Target a fronte di attività, poiché le BCN non dispongono di un pool adeguato di attività omogenee. Se l'applicazione di tale requisito disincentivasse i deflussi per pagamenti transfrontalieri o l'accesso alle operazioni dell'Eurosistema presso determinate BCN, ne conseguirebbe una rinazionalizzazione della politica monetaria, che è incompatibile con un'area monetaria integrata <sup>2)</sup>.

1) Essi non vengono azzerati poiché ai fini del regolamento si considerano le posizioni medie dei 12 mesi precedenti.  
2) Cour-Thimann, P., "TARGET balances and the crisis in the euro area", CESifo forum 14, edizione speciale, aprile 2013.

### Conti di regolamento interdistrettuali del Federal Reserve System statunitense

(miliardi di dollari statunitensi)



Fonte: Archival Federal Reserve Economic Data.  
Note: l'ultima osservazione risale al 24 febbraio 2013. La somma dei saldi è pari a zero.

## 4 CONCLUSIONI

Saldi Target elevati costituiscono una manifestazione di tensioni all'interno dell'UEM, in termini di accesso delle banche ai mercati della provvista nell'area dell'euro. Essi riflettono al tempo stesso il maggior ruolo di intermediazione svolto dall'Eurosistema nel finanziamento bancario, risultante dalle decisioni adottate dal Consiglio direttivo della BCE durante la crisi per preservare la stabilità dei prezzi a medio termine nell'area.

L'accumulo di detti saldi va ricondotto alle misure adottate dall'Eurosistema per riparare il meccanismo di trasmissione della politica monetaria al fine di garantire la stabilità dei prezzi. La maggiore offerta di liquidità da parte dell'Eurosistema ha evitato una riduzione disordinata della leva finanziaria delle banche nell'area dell'euro, nonostante l'arresto dei flussi finanziari privati e ha permesso alle banche solvibili situate nei paesi colpiti dalla crisi di restare liquide.

La possibilità che si creino voci di bilancio attive e passive tra banche centrali è alla base del funzionamento di un'unione monetaria. Contrastare la formazione di saldi Target equivarrebbe a imporre alla politica monetaria obiettivi diversi dalla stabilità dei prezzi e a scoraggiare certi flussi transfrontalieri di capitali e l'accesso alle operazioni dell'Eurosistema da parte di alcune BCN, il che sarebbe in contrasto con una politica monetaria unica per un'area integrata.

In un'unione monetaria coesa, i saldi Target non pongono rischi finanziari ulteriori rispetto a quelli insiti nelle operazioni dell'Eurosistema. Per ottenere una riduzione stabile del ricorso dei sistemi bancari alla liquidità fornita dalla banca centrale, e quindi un ridimensionamento dei saldi Target, occorre affrontare le radici della crisi. Ciò vuol dire: migliorare le politiche economiche e di bilancio, specialmente nei paesi sottoposti a tensioni; ripristinare la fiducia nei sistemi bancari e superare la segmentazione del mercato finanziario nell'area dell'euro; rafforzare i fondamenti istituzionali dell'UEM. In particolare, un quadro integrato per la vigilanza bancaria e la risoluzione delle crisi bancarie a livello dell'area dell'euro contribuirebbe a recidere il legame avverso tra Stati e banche e a superare la segmentazione del mercato lungo i confini nazionali.

