

## Presentazione

ANNALISA DI CLEMENTE\*

Questo volume dal titolo “Stabilità del Sistema Finanziario e Rischio Sistemico. Problemi di Stima e di Regolazione” s’inserisce nel filone di studi del settore di economia degli intermediari finanziari e finanza aziendale inaugurato dalla Collana scientifica “*Finance & Development. Una Nuova Finanza per la Crescita Globale*” da me diretta. Questa Collana di studi ha lo scopo di promuovere la ricerca, il dibattito e l’interesse nel settore finanziario raccogliendo contributi soprattutto di giovani ricercatori e studenti altamente motivati e appassionati all’approfondimento delle discipline di *finance* e *banking*.

Dato il recente dibattito da parte dei regolatori, delle istituzioni finanziarie e del mondo accademico sul problema della (in)stabilità del sistema finanziario globale e degli enormi costi non solo economici ma anche sociali legati ad eventuali future crisi sistemiche, questo volume si pone come obiettivo quello di fare chiarezza sul concetto di rischio sistemico sia a livello di definizione, che di stima e di successiva regolazione.

A tal fine, il volume apre con il Capitolo 1 “Stagnazione Economica e Politiche Prudenziali” (di Roberto Figliolini) in cui si evidenzia come in un contesto attuale di forte rallentamento della crescita economica e della produttività soprattutto in Europa e, in generale, nei Paesi Occidentali cosiddetti “advanced” esista la concreta possibilità che si manifestino rischi di natura macro o sistemica che, se non opportunamente monitorati, potrebbero minare pericolosamente la stabilità del sistema finanziario con conseguenze molto gravi per l’economia reale e la stabilità sociale. Le Autorità regolamentari internazionali già dal 2008 (ossia in piena crisi finanziaria) hanno cominciato ad elaborare dei piani d’intervento per cercare di meglio fronteggiare la

\* Sapienza – Università di Roma.

materializzazione presente e futura di rischi di natura sistemica attraverso strumenti di politica macroprudenziale. Tali strumenti si sono tradotti, *in primis*, in inasprimenti dei requisiti minimi patrimoniali (sia a livello quantitativo che qualitativo) richiesti a tutti gli intermediari finanziari ma, in maniera più massiccia, a quegli intermediari *cross-border* definiti sistemicamente rilevanti (SIFIs) dalle Autorità, oltre che in regole più severe relative ai livelli di *leverage* e di liquidità con i quali le istituzioni finanziarie possono operare. Dopo aver descritto le debolezze del sistema economico dell'Eurozona, caratterizzato da forte dipendenza dal credito bancario, elevato grado di concentrazione dei sistemi bancari, frammentazione dei mercati capitali, eccessiva eterogeneità tra gli stati membri; si analizzano i rischi di natura micro e macro ai quali è esposto il sistema finanziario ed economico europeo riservando particolare attenzione al rischio sistemico e ai fallimenti di mercato che possono alimentarlo. Successivamente, facendo riferimento ad interessanti studi scientifici di Banca d'Italia, si esaminano soprattutto i problemi di coordinamento, di interazione e gli eventuali conflitti che possono sorgere tra le politiche micro e macro prudenziali e tra i diversi strumenti di politica macro a disposizione delle Autorità per preservare la solidità del sistema finanziario ed economico europeo e globale.

Il capitolo II "Rischio Sistemico e Intermediari Bancari" (di Annalisa Di Clemente) evidenzia come il limite più significativo nell'architettura della regolamentazione e vigilanza sui mercati e sugli intermediari finanziari prima della crisi del 2007-2008 sia stato l'adozione di un approccio quasi esclusivamente di natura micro prudenziale da parte delle Autorità internazionali al fine di salvaguardare la solidità e la solvibilità dei singoli attori del sistema finanziario considerati isolatamente. Diversamente, la crisi recente ha dimostrato come il sistema finanziario possa rivelarsi fragile anche quando le sue singole componenti risultano solventi. Questo perché il sistema finanziario è vulnerabile rispetto al fenomeno della "propagazione degli shocks" che originano in settori specifici dell'economia reale e/o del sistema finanziario stesso e che, inizialmente, sembrano avere una natura circoscritta. Tuttavia, il forte grado di interconnessione soprattutto tra gli intermediari finanziari *cross-border*, dovuto in particolare alle forti esposizioni reciproche, rende il sistema nel suo complesso molto vulnerabile al fenomeno del "contagio". Nello specifico, gli intermediari bancari

essendo esposti al fenomeno del *bank run* possono rappresentare il nodo più debole del sistema finanziario globale altamente reticolare. Diviene quindi necessario, in questo nuovo contesto di forte interdipendenza tra intermediari finanziari, fare innanzitutto chiarezza sul concetto e sulle caratteristiche del rischio di instabilità del sistema finanziario (rischio sistemico) e, successivamente, sui concetti di “importanza sistemica” e di “contributo sistemico” di ciascuna istituzione finanziaria partecipante al sistema globale.

Il Capitolo III “Il Problema della Identificazione delle Banche a Rilevanza Sistemica” (di Ylenia De Titta) dopo aver descritto ed analizzato le caratteristiche della metodologia regolamentare di valutazione della rilevanza sistemica delle istituzioni finanziarie adottata attualmente dalle Autorità, mette in luce anche le critiche, provenienti soprattutto dal mondo bancario, a tale approccio definito *indicator-based*. Inoltre, vengono presentate e commentate alcune proposte alternative per l’individuazione delle banche sistemicamente importanti a livello globale, europeo e dell’eurozona, oltre ai risultati di uno studio di monitoraggio dell’importanza sistemica delle istituzioni prima e dopo la recente crisi finanziaria.

Il Capitolo IV “Metodologie di tipo *market-based* per la stima del rischio sistemico” (di Annalisa Di Clemente) descrive dettagliatamente sia dal punto di vista economico che quantitativo le misure di rischio sistemico più accreditate a livello internazionale proposte dal mondo scientifico e basate su dati di mercato (*market-based*) e quindi alternative alla metodologia *indicator-based* seguita attualmente dalle Autorità. Segue una comparazione sia teorica che empirica tra le metriche di rischio sistemico: MES, SRISK e  $\Delta\text{CoVaR}$ , al fine di individuare le variabili chiave che guidano ciascuna metrica di rischio. Poiché il fine ultimo di queste metodologie di valutazione del rischio sistemico è quello di classificare le istituzioni finanziarie come “SIFI” o “non SIFI”, si passa ad un’analisi dei *ranking* bancari che scaturiscono da ciascuna metrica facendo riferimento ad un campione di istituzioni finanziarie americane. I risultati che si ottengono in termini di classificazione (*ranking*) delle istituzioni cambiano a seconda della metrica utilizzata. Ciascuna metrica risulta infatti più sensibile ad alcuni driver di rischio non riuscendo a cogliere la natura in realtà molteplice (e per questo complessa) del rischio sistemico. Accanto alle metriche di MES, SRISK e  $\Delta\text{CoVaR}$  si è analizzata anche la metrica SES (una estensione del

MES) che tenta di prendere in considerazione anche i coefficienti di adeguatezza del capitale bancario nell'analisi teorica ed empirica del rischio di sistema.

Chiude il volume il Capitolo v "Stabilità finanziaria e Prezzo del Petrolio" (di Leonardo Garofoli) che indaga sulle probabili tensioni che il brusco calo dei prezzi petroliferi potrebbe causare al sistema finanziario globale se non adeguatamente monitorato. Il capitolo analizza, in particolare, il fenomeno della forte crescita del debito nel mercato petrolifero che, a fronte di un forte calo dei prezzi petroliferi, ha finito per amplificare il rischio creditizio del settore peggiorando anche le sue condizioni di rifinanziamento.

Ricordiamo come il repentino calo dei corsi petroliferi che, all'inizio del 2016, hanno toccato valori al di sotto dei 30 dollari al barile, sia considerato dalla letteratura come il risultato di tre concause: l'aumento della produzione non convenzionale negli Stati Uniti dovuta alla cosiddetta *Shale Oil Revolution*; l'indebolirsi della domanda energetica globale; la decisione dell'OPEC del novembre 2014, riconfermata nel dicembre 2015, di mantenere invariati i propri livelli produttivi. La compresenza di questi tre fattori ha fatto sì che sul mercato si venisse a creare un eccesso di offerta di dimensioni molto elevate che, nel 2015, andava a sfiorare 1,8 milioni di barili al giorno, dimezzando il prezzo del barile di oltre il 50%.

In linea con quanto sostenuto dalla maggior parte della dottrina classica, tali fenomeni avrebbe dovuto riflettersi in un consistente aumento della crescita economica globale, considerando che una variazione del 10% nei corsi del greggio viene comunemente associata ad una variazione di 2 decimi di punti percentuali del PIL mondiale. In realtà, però, lo shock petrolifero si è risolto in uno spostamento di circa 1000 miliardi di dollari dai paesi esportatori ai paesi importatori, una cifra pari a quasi l'1,4% del PIL mondiale. Mentre per i maggiori importatori come Europa e Stati Uniti sono previsti aumenti del PIL anche dell'1%, per i paesi esportatori tali stime sono precedute dal segno meno raggiungendo, ad esempio per la Russia, valori negativi anche del 2,5%. Proprio a causa di questo trasferimento di ricchezze, il tasso di crescita dell'economia globale rimane sostanzialmente invariato. Questo dato ci fa capire come le ripercussioni economiche di un calo dei prezzi petroliferi possano cambiare drasticamente in base al fatto che le cause scatenanti siano di natura esogena (ad es.

uno shock di offerta dovuto ad un miglioramento della tecnologia), oppure siano conseguenze di shock endogeni (ad es. a una drastica variazione della domanda petrolifera da parte di una delle maggiori economie mondiali).

Ad oggi, quindi, a causa del perdurare dei bassi livelli dei prezzi petroliferi, vi è grande preoccupazione sull'effettiva capacità delle compagnie indebitate di ripagare i propri debiti. Tale preoccupazione, acuita anche dall'esponentiale aumento della PD (probabilità d'insolvenza) aggregata delle compagnie del settore, va a minare la stabilità delle banche e degli istituti che hanno grandi esposizioni verso il comparto energetico, rischiando così di generare future crisi sistemiche. A porre ulteriormente sotto pressione il sistema finanziario globale vi è anche l'ingente deflusso dei cosiddetti "petrodollari" che hanno rappresentato e continuano a rappresentare una grande fonte di finanziamento per i mercati soprattutto occidentali. Una loro ulteriore contrazione potrebbe portare ad una diminuzione della liquidità generando forti tensioni finanziarie.

Da questa analisi articolata si evince come il monitoraggio ed una eventuale previsione del rischio d'instabilità del sistema finanziario globale sia un tema "caldo" nel dibattito finanziario odierno. Il compito non è affatto facile, data la complessità della natura del rischio sistemico e date le forti interconnessioni esistenti tra le istituzioni finanziarie e tra queste ed i mercati finanziari e reali. Senza una approfondita comprensione delle peculiarità del fenomeno, i tentativi di regolazione del rischio così come le decisioni di politica macro prudenziale delle Autorità rischiano di risultare inefficaci. Poiché i costi economici e sociali di tale "inadeguatezza" potrebbero essere molto elevati, al mondo scientifico spetta l'onere di proseguire l'approfondimento del fenomeno e suggerire possibili strumenti d'azione.

A conclusione di questa presentazione, vorrei esprimere un sentito ringraziamento ed un caloroso augurio ai giovani coautori di questo volume che, dopo aver elaborato i vari capitoli con tanto entusiasmo ed impegno, proseguono attualmente con dedizione gli studi di *banking e finance*.