

## Postfazione

ANNALISA DI CLEMENTE\*

Nell'ambito della severa contrazione economica causata dalla pandemia da Covid-19, preservare la stabilità del settore finanziario e il flusso dei finanziamenti all'economia reale è per i policy makers l'obiettivo prioritario.

Per ciò che attiene alla gestione del rischio di liquidità, le vulnerabilità soprattutto del settore non bancario possono amplificare la prociclicità del sistema finanziario, riducendone la capacità di finanziamento dell'economia.

Le politiche messe in atto dalle Banche Centrali nella primavera del 2020 sono state fondamentali per la stabilizzazione dei mercati finanziari e per contenere il rischio di liquidità; tuttavia, guardando al prossimo futuro, si constata l'impellente necessità di specificare ulteriormente ed espandere il contesto normativo e regolamentare, in modo da renderlo più rappresentativo di un sistema finanziario basato sempre più su un'intermediazione creditizia esterna al settore bancario in senso stretto.

Nell'ambito della gestione del rischio di debito sovrano, specie in un contesto di ristrutturazione preventiva, risulta evidente affermare che, alla luce di quanto illustrato, le scelte di design in una sola dimensione, senza il supporto di riforme strutturali, potrebbero risultare eccessivamente rigorose o eccessivamente disorganiche ed avere conseguenze dannose per i sistemi economici.

Inoltre, allo scopo di evitare "resistenze" normative da parte dei creditori dei singoli stati sovrani interessati alla ristrutturazione del proprio debito, risulta necessario riflettere sulla possibilità di dar vita ad un meccanismo di ristrutturazione "olistica" del debito sovrano, che riguardi e coinvolga l'intera area euro.

\* Dipartimento di Scienze Sociali ed Economiche, Sapienza – Università di Roma.

L'introduzione del Secondo Pilastro di Basilea III ha prodotto un profondo cambiamento nella pianificazione e nella gestione del capitale bancario. Una direzione di fatto già intrapresa dall'innalzamento non solo della quantità, ma anche della qualità del capitale, disposta sempre da Basilea III.

Le conseguenze delle modifiche nella definizione e nella composizione minima dei requisiti di capitalizzazione bancaria sono rilevanti. Infatti, se dal punto di vista del regolatore è comprensibile l'esigenza di rafforzare, all'interno del patrimonio di vigilanza, le componenti migliori di capitale, ovvero a maggiore capacità di assorbimento delle perdite; dall'altro, queste scelte comportano l'introduzione di vincoli e limitazioni difficilmente conciliabili con l'esigenza di avere banche ben patrimonializzate e quindi resilienti agli shock di varia natura che colpiscono i sistemi economici.

Oltre all'impatto sulla redditività, le norme in materia di controllo prudenziale hanno una notevole influenza anche sul *pricing* delle operazioni e sull'erogazione di credito. In particolare, a causa dell'inasprimento delle regole in materia di capitale, il timore è quello di un possibile razionamento dei finanziamenti all'economia.

Non a caso, le manovre di politica monetaria, nonché la risposta macroprudenziale alla pandemia da Covid-19, si sono basate su strumenti volti ad evitare qualsiasi inasprimento delle condizioni di finanziamento che potrebbero amplificare questo shock di portata globale. A differenza di quanto accaduto in passato, gli interventi delle autorità finanziarie sono attualmente rivolti al mantenimento della liquidità del settore finanziario e delle condizioni di finanziamento di tutti i settori dell'economia.

Attualmente, la pressione ad una maggiore regolamentazione ed istituzionalizzazione viene esercitata sia da parte degli investitori che delle autorità di vigilanza in favore di una maggiore trasparenza e responsabilità delle istituzioni finanziarie non bancarie. La difficoltà, a questo punto, risiede nell'individuazione dei meccanismi normativi più adeguati ai fondi di investimento soprattutto privati. La proposta di imporre limitazioni eccessivamente stringenti al livello di *leverage* e alle strategie di investimento, come vendita allo scoperto (*short selling*) o allocazione in titoli derivati non è mai stata presa in considerazione, perché c'è il rischio di ridurre l'efficienza del settore e del mercato. Una seconda al-

ternativa, è quella di favorire una maggiore *compliance* e trasparenza da parte dei gestori dei fondi, che sarebbero tenuti a condividere maggiori informazioni sia con le autorità di vigilanza che con il mercato.

Ricordiamo come la BCE abbia recentemente pubblicato uno studio (Chadha, Corrado, Meaning, Schuler, 2021)<sup>1</sup> in cui si esaminano le imponenti misure di politica economica introdotte dalla *Federal Reserve* negli Stati Uniti al fine di contrastare la crisi da Covid-19 (tra cui ricordiamo: l'acquisto di straordinarie quantità di *securities*, giungendo ad un deficit previsto di circa il 17% del PIL statunitense; la riduzione del tasso di sconto a valori prossimi allo zero; la stabilizzazione dei mercati finanziari con iniezioni di liquidità di emergenza, messa a disposizione attraverso un nuovo programma di acquisto di asset a lungo termine).

Il *working paper* evidenzia che se la Fed non fosse intervenuta con questa opportuna combinazione di politiche fiscali e monetarie, i risultati negativi registrati nella primavera del 2020 sarebbero stati molto più severi: il PIL sarebbe crollato di oltre il 10% in più, la disoccupazione sarebbe aumentata di oltre il 20% in più e i salari sarebbero calati del 20% in più rispetto ai valori già negati registrati.

Tali risultati sembrerebbero suggerire come la politica fiscale non debba essere sempre considerata "l'anello debole" della politica economica, ma possa risultare estremamente efficace nei periodi di crisi severa.

Si rende inevitabile una seria riconsiderazione dell'efficacia delle politiche di *austerità*, specie in periodi di crisi economiche e finanziarie.

A conferma di ciò, anche la Commissione Europea ha deciso di intervenire attivamente per contrastare la crisi da Covid-19. In particolare, il 14 aprile 2021 la CE ha illustrato i dettagli del programma con cui l'Unione punta a raccogliere sui mercati dei capitali 150 miliardi all'anno, dal 2021 al 2026, attraverso emissioni di Eurobond con scadenze da 1 anno a 30 anni. Questo programma di raccolta ha come finalità la costituzione di un Fondo europeo, il *Recovery and Resilience Fund* (RRF), di 750 mld di euro complessivi, da utilizzarsi per finanziare la ripresa economica della Euro zona innescata dalla crisi pandemia. La stessa Commissione europea ha sottolineato "il significato politico" di questa decisione che va verso una maggiore integrazione europea.

1. Chadha J.S., Corrado L., Meaning J., Schuler T. (2021), "Monetary and fiscal complementarity in the Covid-19 pandemic", *Working Paper Series*, European Central Bank, n. 2688, September 2021.

Nello specifico, il NextGenerationEU prevede di raccogliere circa 800 miliardi, di cui 725 andranno a finanziare il Fondo per la Ripresa e saranno distribuiti direttamente ai governi, mentre il resto sarà convogliato attraverso il bilancio comunitario. Dei circa 725 miliardi, 338 mld. saranno sussidi (o stanziamenti) e gli altri 386 mld. saranno prestati. Il resto del piano sarà destinato a sovvenzioni per politiche di coesione mirate a rispondere alla crisi e a supportare la transizione *green* verso un'economia *climate-neutral*.

Secondo la proposta originaria della Commissione, l'allocazione delle risorse — in particolare del RRF — è soggetta ad una doppia condizionalità. La prima condizione stabilisce che gli Stati membri debbano dare vita a strategie nazionali che incorporino una transizione verso attività economiche a ridotto impatto ambientale e tecnologie digitali innovative. Ogni Stato membro è stato chiamato a formulare un *National Recovery and Resilience Plan* (NRRP), il quale definisce le strategie e illustra i relativi investimenti e progetti di riforme finanziati con le risorse del RRF tra il 2021 e il 2024. La seconda condizione prevede, invece, che ognuno di questi piani nazionali debba ottenere l'approvazione della Commissione e delle altre istituzioni europee coinvolte e che, se approvati, tali piani debbano essere implementati negli anni futuri (ogni eventuale deviazione unilaterale e ingiustificata dal NRRP da parte di uno Stato Membro può portare alla sospensione del flusso di risorse dirette a tale Stato).