

## Prefazione

ANNALISA DI CLEMENTE\*

La crisi economico-finanziaria generata dallo scoppio della pandemia da Covid-19 nel marzo del 2020 ha sollevato importanti questioni riguardo la solidità e la resilienza del sistema finanziario internazionale. Inoltre, la recente crisi ha riaperto il dibattito sulla migliore gestione delle crisi sui debiti sovrani e delle crisi di liquidità degli intermediari, e non solo bancari, come per esempio i fondi di investimento e, in particolare, gli *hedge fund*.

Nonostante Basilea III abbia introdotto nuove regole sui rischi di liquidità e di leva e nuovi cuscinetti di capitale bancario a copertura delle perdite in situazioni di stress sia sistematico che idiosincratice, il recente aumento della volatilità del mercato mobiliare, il cambiamento strutturale delle fonti di finanziamento e la contrazione del ricorso ad attività liquide, hanno acuito il problema della gestione del rischio di liquidità, soprattutto per gli intermediari non bancari.

Attualmente, i modelli di stress-testing utilizzati dalle banche sono basati essenzialmente su dati estratti da eventi di mercato verificatisi durante la crisi finanziaria globale del 2007-2008. Tuttavia, larga parte delle recenti perturbazioni sul mercato della liquidità non vengono catturate da questi modelli.

Inoltre, nell'ultimo decennio il settore non bancario ha avuto un notevole sviluppo. In particolare nell'Unione Europea, i conti di credito non bancari costituiscono ad oggi circa un terzo del totale del finanziamento a cui le imprese ricorrono per svolgere le proprie attività. Inoltre, anche la percentuale di titoli di debito negoziabili è più che raddoppiata dalla crisi finanziaria del 2008. Tali sviluppi sono positivi poiché permettono una maggiore diversificazione delle fonti di finanziamento che consente di distribuire il rischio e di allocare le risorse finanziarie

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

in modo più efficiente; tuttavia possono anche minare la resilienza del sistema finanziario in situazioni di stress non potendo le Banche Centrali svolgere il ruolo di prestatore di ultima istanza nei confronti degli intermediari non bancari.

Inoltre, le *policies* per il settore finanziario non bancario sono poco sviluppate, limitando il ruolo delle autorità di supervisione nel presidiare nuovi rischi emergenti e potenziali vulnerabilità. Tali fragilità sono emerse in maniera evidente allo scoppio della pandemia. Nella primavera del 2020, il livello di stress sistemico registrato sia negli USA che nell'area Euro ha raggiunto livelli simili a quelli toccati nella crisi finanziaria globale del 2008. Precisamente, durante la crisi del 2007–2008 l'indicatore CISS (Composite Indicator of Systemic Stress<sup>1</sup>) ha raggiunto picchi dello 0,9; durante la crisi Covid–19 si è attestato a valori intorno allo 0,7.

La rapida crescita del settore non bancario ha fatto sì che gli strumenti di politica monetaria convenzionale — quali l'aumento dell'offerta di moneta e l'accettazione di ulteriori garanzie reali — non risultassero sufficienti ad immettere liquidità nel sistema non bancario. In un contesto finanziario così variegato, il connubio più funzionale di *policies* implica l'acquisto da parte della Banca Centrale di attività di lungo periodo per stabilizzarne ulteriormente i prezzi attraverso un effetto di equilibrio generale. Ciò suggerisce che, anche nel caso in cui siano particolarmente onerose, tali acquisizioni di *long-term assets* possano avere effetti benefici per l'economia quando il funzionamento del mercato della moneta è compromesso ed il settore non bancario è particolarmente diffuso.

Per tali ragioni, il Consiglio Direttivo della Banca Centrale Europea nel 2020 ha lanciato il *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP), il cui

1. Il *Composite Indicator of Systemic Stress* è un indicatore di contemporaneo stress sistemico, il cui design statistico è basato sulle definizioni standard di rischio sistemico. La sua principale innovazione metodologica è l'applicazione della teoria di portafoglio all'aggregazione di cinque sotto-indicatori *market-specific*, creati da un totale di 15 misure di stress finanziario. Tale aggregazione prende in considerazione le cross-correlazioni *time-invariant* dei sotto-indicatori. Di conseguenza, il CISS attribuisce peso maggiore alle situazioni in cui lo stress prevale in molti segmenti del mercato contemporaneamente, cogliendo l'idea che lo stress finanziario diventa sistemico, e quindi più pericoloso, per l'economia nel suo complesso se l'instabilità finanziaria dilaga più diffusamente attraverso l'intero sistema finanziario. Nel caso dell'area Euro, si determina, attraverso un modello VAR, un livello di crisi sistemica del CISS, al raggiungimento del quale lo stress finanziario tende a indebolire l'attività economica reale (fonte: Holló D., Kremer M., Lo Duca M. [2012], *CISS – a Composite Indicator of Systemic Stress in the Financial System*, European Central Bank).

solo annuncio ha immediatamente instillato fiducia e stabilizzato i mercati finanziari, riducendo il rischio sistemico.

La profondità e la persistenza dello shock generato dalla pandemia enfatizzano alcune fonti di rischio: i tassi di interesse resteranno ridotti per un periodo di tempo più duraturo rispetto a quanto anticipato prima della crisi, stimolando comportamenti “azzardati” di assunzione di rischio da parte del settore non bancario. Infatti, attualmente, gli istituti finanziari non bancari hanno ribilanciato i propri portafogli verso attività a più alto rendimento, ma più rischiose e potenzialmente meno liquide. Durante il primo trimestre del 2020, le *non-banks* hanno venduto una parte significativa del proprio debito *BBB-rated*, un segmento in cui downgrading potenziali avrebbero causato “*fallen angels*”<sup>2</sup>. I titoli di debito venduti dai fondi di investimento durante le turbolenze dei mercati nel primo trimestre del 2020 avevano, in media, un rating superiore rispetto agli acquisti del secondo trimestre dello stesso anno. Il recente aumento nell’acquisto di titoli di debito con rischio di credito superiore è in parte dovuto ai rinnovati afflussi nei fondi *corporate bonds*, attraverso i segmenti ad alto rendimento e *investment-grade*, che hanno più che compensato i deflussi a cui erano andati incontro durante il marzo 2020.

Alla luce di tali considerazioni, il volume 8° della collana di studi scientifici *Finance & Development* si pone come obiettivo lo studio della resilienza del sistema finanziario alle crisi di liquidità degli intermediari (bancari e non bancari) e al rischio sui titoli sovrani dei paesi più fragili finanziariamente ed economicamente.

A tal fine, il volume apre con il capitolo di Annalisa Di Clemente “*Rischio sovrano e rischio di ridenominazione nell’area euro: analisi e strategie*” che analizza in maniera dettagliata gli eventi che dal 2010 ad oggi hanno colpito il sistema economico e finanziario della UE provocando, in particolare, un inasprimento dei differenziali di rendimento sui titoli di stato dei diversi paesi tanto da far presagire una “rottura” dell’unione monetaria. Sebbene il meccanismo unico di vigilanza (SSM) e il meccanismo unico di risoluzione (SRM) adottati dalla UEM possono mitigare gli effetti delle

2. Un *fallen-angel* è uno strumento obbligazionario che, perdendo i requisiti per soddisfare i criteri *Investment Grade*, diventa più rischioso e per questo motivo gli investitori richiedono un rendimento più elevato rispetto a quanto fissato in precedenza. Tale downgrading potrebbe condurre gli investitori (istituzionali) a disfarsi dei titoli e potrebbe scatenare anche un netto aumento del costo del *bond financing* per le imprese e, conseguentemente, ridurre il loro accesso al mercato.

crisi bancarie nei paesi di origine, queste riforme non sono in grado di rompere il meccanismo di contagio di una crisi sovrana al proprio sistema bancario. Per rompere lo stretto legame esistente tra crisi sovrana e crisi bancaria, i paesi dell'euro zona dovrebbero giungere ad un'effettiva *condivisione* del rischio sovrano nell'area euro. Tale prospettiva non trova però consenso unanime tra i paesi della UEM. In particolare, i governi dei paesi con i rating creditizi migliori si oppongono ad un sistema unico di assicurazione dei depositi (EDIS–European Deposit Insurance Scheme) se non verranno introdotti dei limiti alle esposizioni delle banche verso i titoli sovrani più rischiosi; mentre i governi dei paesi con i rating creditizi peggiori sono restii a rivedere le regole sulle esposizioni bancarie verso i titoli sovrani senza un meccanismo di condivisione dei rischi come l'Edis.

La *mutualizzazione* del debito sovrano potrebbe essere realizzata attraverso diversi strumenti finanziari, ma la proposta sulla quale si è maggiormente dibattuto è stata l'emissione di Eurobonds, ossia titoli obbligazionari europei emessi dalla BCE ed i cui proventi andrebbero redistribuiti e/o usati per finanziare un piano di investimenti europeo o per sostenere il ciclo economico dell'area euro. Tali titoli, emessi in un ammontare limitato e specificatamente per gli scopi sopra indicati, andrebbero ad affiancarsi alle emissioni sovrane dei paesi membri dell'area, evitando un effetto di spiazzamento. Oltre al sostegno per un piano di investimenti europeo e per la stabilizzazione del sistema finanziario, gli Eurobond potrebbero condurre a una riduzione del livello dei tassi di interesse sovrani e a una maggiore resilienza delle banche attraverso l'indebolimento del legame tra stato e banche. Gli Eurobond, in quanto garantiti a livello sovranazionale, potrebbero godere di rating molto elevati, riducendo al minimo i relativi tassi di interesse per la raccolta del capitale da parte della UEM. Tale debito europeo sovranazionale non sarà il risultato dello sbilancio tra entrate e spese correnti, come accade per molti paesi sovrani, ma sarà finalizzato alla raccolta di risorse per il finanziamento di investimenti produttivi dell'euro zona. A fronte della recente crisi economica del 2020, causata dalla pandemia da Covid-19, la Commissione Europea il 14 aprile 2021 ha illustrato i dettagli del programma con cui l'Unione punta a raccogliere sui mercati dei capitali 150 miliardi di euro 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.

Il secondo capitolo di Leonardo Casale “*La gestione e la negoziazione dei titoli di stato*” approfondisce l’analisi sui titoli pubblici con particolare riguardo ai detentori dei titoli di Stato e alle loro politiche di gestione di tali attività. Inoltre, viene analizzato il ruolo dei derivati creditizi ponendo l’attenzione sui contratti di *credit default swap* (CDS), ovvero particolari strumenti finanziari che permettono ad un investitore di assicurarsi contro il rischio di default o anche contro il declassamento del merito creditizio di un determinato soggetto. Nel capitolo si sottolinea come dal 2008 in poi in UE si possa parlare del fenomeno della “distorsione domestica” o “*home bias*”, ossia la tendenza delle banche ad investire massicciamente nei titoli di stato domestici. Tre motivi possono spiegare tale fenomeno: il *moral suasion*, il *carry trade* e la *rinazionalizzazione* delle attività e passività bancarie. Il capitolo studia anche il legame esistente tra il rischio di ridenominazione e gli spread sui CDS relativi ai titoli di Stato di un paese, con un particolare focus sull’Italia. Il rischio di ridenominazione nel nostro paese è salito improvvisamente a partire dal maggio del 2018, periodo in cui l’Italia stava affrontando una crisi di instabilità politica<sup>3</sup>. È evidente quindi come il rischio di ridenominazione rifletta anche le tensioni di natura politica di un Paese. Tale rischio, in relazione all’Italia, è arrivato a rappresentare più di un terzo del rischio di credito sovrano. Inoltre, è possibile osservare come a partire dal maggio del 2018, contemporaneamente all’aumento del rischio di ridenominazione, siano iniziati a salire anche i premi sui CDS suggerendo l’esistenza di una relazione positiva tra queste due variabili. È possibile affermare che il crescente aumento dei prezzi dei CDS sovrani italiani possa essere spiegato da un aumento del premio per il rischio richiesto dagli investitori sui titoli per esporsi anche al crescente rischio di ridenominazione (ossia di uscita dell’Italia dalla valuta unica).

Il capitolo terzo di Eleonora Montani “*Il problema della gestione del rischio di liquidità e del rischio sovrano durante la crisi pandemica da Covid-19*”

3. Si ricorda che in Italia il 4 marzo 2018 ci furono le elezioni nazionali, le quali non portarono velocemente alla formazione di un governo (si dovette aspettare il 1° giugno 2018).

studia l'impatto della crisi generata dalla pandemia da Covid-19 sull'economia globale e, nello specifico, sui mercati e le istituzioni finanziarie, sottolineando i diversi approcci di risoluzione adottati in USA e in UE e analizzando criticamente le misure di politica economica e di natura regolamentare varate dalle autorità finanziarie delle due diverse aree economiche e monetarie. Il capitolo offre un'analisi dettagliata delle caratteristiche di due rilevanti rischi per il sistema finanziario che necessitano di essere attentamente monitorati dalla autorità di vigilanza: il rischio di liquidità e il rischio di debito sovrano.

Per ciò che attiene al rischio di liquidità, questo attualmente è alimentato dal notevole e "recente" sviluppo del settore non-bancario come fonte di *funding* dell'economia. A tale espansione dovrebbe accompagnarsi, soprattutto in un contesto di stress del sistema, una maggiore regolamentazione proprio per evitare che il rischio di liquidità si trasformi in rischio sistemico.

Per ciò che attiene al rischio di credito sovrano, il capitolo analizza gli effetti di eventuali sospensioni del debito di uno Stato in seguito ad un'operazione di ristrutturazione del debito soffermandosi, in particolare, sul caso del debito pubblico italiano. Ricordiamo infatti come l'Italia abbia affrontato una severa "crisi di fiducia" alla fine del 2011 e nel 2012 e come sia stata duramente colpita dalla crisi pandemica nel 2020. Il suo gigantesco stock di debito, che si aggira intorno ai 2,4 trilioni di euro, e il suo rapporto debito/PIL di circa il 135% (e che la crisi Covid-19 rischia di innalzare ad oltre il 150%) la rendono potenzialmente esposta ad una futura *confidence crisis*.

Il quarto capitolo di Anna Tomiolo "*Hedge fund e rischio sistemico*" analizza come il settore dell'*asset management* possa essere una fonte rilevante di rischio sistemico. La materializzazione del rischio sistemico e il contagio al sistema economico può avvenire attraverso un meccanismo che i fondi di investimento, sia comuni che privati, attuano in situazioni di crisi: la liquidazione forzata degli *asset*. Le liquidazioni, in uno scenario fortemente stressato, possono determinare variazioni avverse dei prezzi delle attività di mercato, aumentare l'esposizione al rischio di liquidità e il costo del *funding* sul mercato arrivando a generare degli effetti di *spill-over* anche sul sistema economico.

Gli *hedge fund* rappresentano un caso particolare di fondi di investimento che, generalmente, operano con livelli di *leverage* molto consistenti e

altamente variabili. In un contesto di stress e tenendo in considerazione il grado di interconnessione con il settore bancario, le liquidazioni improvvise degli *asset* e la consapevolezza che i fondi hedge detengono una quota elevata di attività illiquide in portafoglio possono provocare un brusco razionamento del finanziamento all'economia reale. Il capitolo, inoltre, descrive analiticamente alcuni modelli proposti in letteratura per stimare il rischio sistemico alimentato dal settore degli hedge fund individuando le variabili statisticamente significative. Infine, vengono presentate le iniziative regolamentari, sia a livello internazionale che europeo, intraprese per salvaguardare la stabilità finanziaria e monitorare le potenziali minacce che derivano dal settore dei fondi hedge.

Il volume si conclude con il capitolo quinto di Roberta Carriero "*Il Secondo Pilastro di Basilea III: struttura e limiti nel contesto dell'Unione Bancaria Europea*" che sottolinea come il Secondo Pilastro rappresenti una delle innovazioni più significative della regolamentazione finanziaria degli ultimi vent'anni. Infatti il suo contenuto, in risposta all'esigenza di un significativo rafforzamento delle regole prudenziali, è sensibilmente mutato rispetto allo schema delineato da Basilea II ponendosi come obiettivo primario la maggiore resilienza del sistema finanziario nei periodi avversi del ciclo economico.

In particolare, il capitolo si sofferma su tre questioni. La prima questione riguarda il ruolo e il contenuto della disciplina. Le misure previste nell'ambito del Secondo Pilastro sono spesso identificate con gli incrementi di capitale, piuttosto che come norme per l'esecuzione di un processo di individuazione e di gestione dei rischi. In effetti, il capitale rappresenta lo strumento principale di cui si avvalgono le autorità di vigilanza per affrontare situazioni di debolezza di una banca, tuttavia non può essere utilizzato come equivalente di altre misure rivolte agli aspetti più gestionali bancari. Le autorità di vigilanza necessitano di valutare diverse caratteristiche della banca, ossia quei rischi che non costituiscono rischi diretti per il capitale, come la struttura e i processi organizzativi, lo schema di controllo e gestione del rischio, il modello operativo e la liquidità.

La seconda questione attiene ad un altro obiettivo fondamentale degli organi di vigilanza, che è quello di contribuire alla solidità e alla sicurezza del sistema finanziario tramite il perseguimento di un'adeguata trasparenza informativa. Affinché le banche operino in maniera sana e prudente,

le autorità di vigilanza potrebbero richiedere la pubblicizzazione delle informazioni contenute nel Secondo Pilastro. L'argomento è in realtà piuttosto controverso poiché, se la trasparenza favorisce la responsabilità nei confronti del mercato e garantisce condizioni di parità tra le banche, gli obblighi di informativa espongono le banche alle reazioni dei mercati conseguenti alla comunicazione dei risultati prodotti dal processo di controllo prudenziale. Nel caso delle banche deboli, tale trasparenza informativa potrebbe sottoporle ad una severa disciplina di mercato ostacolando la loro capacità di accedere ai mercati dei capitali.

La terza questione si riferisce alle metodologie di *stress testing* utilizzate nell'area euro che non risultano ancora sufficientemente avanzate. In effetti, tutte le banche dell'area euro sono soggette alla stessa metodologia e agli stessi scenari, in favore di una maggiore comparabilità dei risultati. Le metodologie e gli scenari comuni, anche se potenzialmente calibrati per riflettere alcune caratteristiche specifiche, come quelle del paese, non possono però prendere in considerazione tutti i rischi idiosincratici a cui le banche sono esposte.

Attualmente la *European Banking Authority* sta valutando l'opportunità di scomporre la prova in due parti: una di competenza dei supervisori, una delle banche. Il nuovo metodo consentirebbe di preservare la comparabilità, consentendo allo stesso tempo una maggiore flessibilità per identificare i rischi idiosincratici delle banche. La nuova metodologia sarebbe meno prescrittiva per le banche rispetto a quella attuale e darebbe più discrezionalità nel calcolo delle proiezioni. In sintesi, gli istituti utilizzerebbero gli stessi criteri dei supervisori, ma avrebbero la facoltà di allentare i vincoli se fossero in grado di spiegare la logica e l'impatto della decisione.

L'introduzione del Secondo Pilastro, in effetti, ha prodotto un profondo cambiamento nella pianificazione e nella gestione del capitale. Una direzione di fatto già intrapresa dall'innalzamento non solo della quantità, ma anche della qualità del capitale, disposta da Basilea III. Le conseguenze delle modifiche della definizione e della composizione minima dei requisiti sono rilevanti. Infatti, se dal punto di vista del regolatore è comprensibile l'esigenza di rafforzare, all'interno del patrimonio di vigilanza, le componenti di capitale migliori, ovvero a maggiore capacità di assorbire i rischi, 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.

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 bancari 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 rivolti al mantenimento della liquidità del settore finanziario e delle condizioni di finanziamento di tutti i settori dell'economia.