



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA
DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI
"M.FANNO"

CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA

PROVA FINALE

**"RISOLUZIONI BANCARIE E INTERVENTI GOVERNATIVI A SOSTEGNO DEL
SETTORE FINANZIARIO"**

RELATORE:

CH.MO PROF. ANTONIO NICOLO'

LAUREANDO: MARCO LANARO

MATRICOLA N. 1113062

ANNO ACCADEMICO 2018 – 2019

INDICE

INTRODUZIONE	3
CAPITOLO 1	4
1.1 Il settore finanziario.....	4
1.1.1 Il ruolo del settore finanziario nell'economia.....	4
1.1.2 Il rischio legato al settore finanziario.	7
1.2 Effetti amplificatori del settore finanziario su uno shock e il paradosso della prudenza .	9
1.3 Risoluzioni Bancarie	13
1.3.1 Scopi di una risoluzione bancaria.....	13
1.3.2 Costi associati ad una risoluzione bancaria.	14
1.4 Bailout, il salvataggio bancario esterno.....	16
1.4.1 Strumenti di policy governativi	16
1.4.2 L'impatto degli interventi governativi sul comportamento bancario	18
CAPITOLO 2	20
2.1 Financial Dominance.....	20
2.2 Autorità e stabilità finanziaria	21
2.3 Debito governativo	25
2.3.1 Il ruolo del debito	25
2.3.2 Overcommitment.....	28
2.3.3 Diabolic Loop.....	29
CAPITOLO 3	31
3.1 Bank Recovery and Resolution Directive	31
3.2 Bail-in.....	35
3.2.1 Esempio	36
3.2.2 Conseguenze.....	37
3.3 Effetti dell'Unione Bancaria.....	40
CONCLUSIONI:	41
BIBLIOGRAFIA:	43

INTRODUZIONE

Il termine Risoluzione Bancaria indica la ristrutturazione di una banca, operata da una autorità risolutoria, con l'utilizzo di particolari strumenti per garantire la continuità delle principali funzioni critiche dell'istituto sottoposto alla risoluzione. Solitamente una risoluzione avviene quando nessun altro settore privato può intervenire e le normali procedure d'insolvenza potrebbero causare instabilità finanziaria.

Il primo capitolo di questo elaborato spiegherà inizialmente come le frizioni finanziarie, che in passato venivano considerate meno importanti di altri fattori, dalla Grande Recessione e seguente Crisi del Debito Sovrano Europeo si sono rivelate sempre più centrali nel buon funzionamento di una economia. Successivamente verranno studiate le motivazioni che portano all'intervento pubblico nel settore finanziario analizzando le peculiarità che fanno differire questo settore particolare dagli altri. Si descriveranno quindi gli interventi di Bail-out a disposizione di un governo e le criticità in termini di azzardo morale e incoerenza temporale che un salvataggio esterno può provocare, evidenziando gli effetti negativi conseguenti sulla stabilità del settore bancario e in generale l'aumento del rischio associato ad esso.

Nel secondo capitolo si introdurrà il concetto di Financial Dominance definito come il comportamento ex-ante del settore finanziario che, per paura che le perdite derivanti da uno shock siano addossate ad esso, si pone (o eventualmente diventa) sottocapitalizzato. Nel dettaglio, si analizzeranno le conseguenze che questa Financial Dominance provoca nello scenario europeo e come questo fenomeno sia correlato al Diabolic Loop che lega gli interventi di salvataggio esterno operati nel settore bancario dai governi al debito sovrano.

Per concludere l'analisi degli interventi governativi nel settore bancario, nel terzo capitolo si analizzerà il concetto di Bail-in con un esempio numerico. Ci concentreremo quindi sulla direttiva Europea denominata Bank Recovery and Resolution Directive e sul Single Resolution Mechanism, infine si andrà a ricercare quali sono gli obiettivi che si propongono e le criticità derivanti da essa.

CAPITOLO 1

1.1 Il settore finanziario

Il settore finanziario è costituito da una sezione dell'economia di un paese composta da imprese e istituzioni che offrono servizi finanziari a clienti professionali e al dettaglio. Un sottoinsieme di questo grande settore, che verrà trattato più nello specifico in questo elaborato, è il settore bancario.

Nell'ordinamento italiano l'attività bancaria viene definita come *l'esercizio congiunto dell'attività di raccolta di risparmio tra il pubblico e dell'attività di concessione del credito*¹.

1.1.1 Il ruolo del settore finanziario nell'economia

La funzione principale delle banche è quindi la raccolta del risparmio presso il pubblico ovvero l'acquisizione di fondi con l'obbligo di rimborso. Le banche possono esercitare ogni altra attività finanziaria oltre a quella bancaria. Ciò che distingue l'attività bancaria da quella di un qualsiasi altro intermediario finanziario è la natura particolare delle passività: i clienti possono infatti utilizzare le somme depositate sotto forma di conto corrente per effettuare transazioni mediante strumenti di pagamento quali l'assegno, il bonifico o l'utilizzo di carte di debito.

L'obiettivo principale che il settore finanziario si pone consiste nel mitigare le frizioni finanziarie che colpiscono la società. Per frizioni finanziarie si intende un qualsiasi impedimento al buon funzionamento del mercato dei risparmi e degli investimenti, lo scopo del settore si sostanzia quindi nel favorire una allocazione ottimale delle risorse produttive fungendo da canale di collegamento tra i fondi dei risparmiatori e le imprese che cercano finanziamenti.

Da questa piccola introduzione si può intuire come il settore finanziario sia il protagonista in diversi aspetti della vita economica di un paese, in particolare esso gioca un ruolo importante nelle funzioni elencate di seguito:

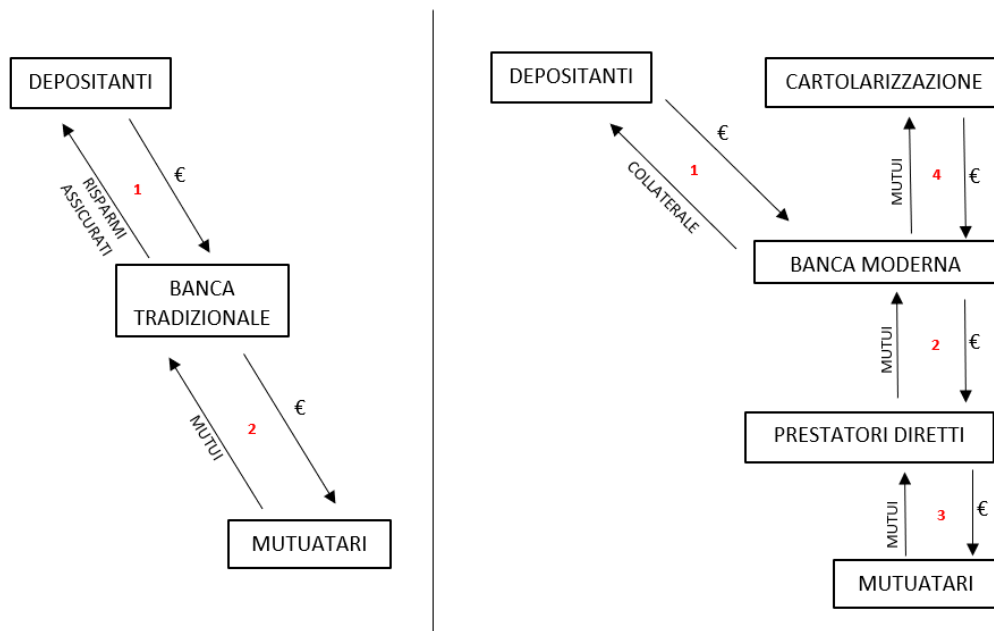
- Diversificazione del rischio idiosincratico attraverso le economie di scala.

¹ Art. 10 del Testo unico bancario, d.lgs. 1 settembre 1993, n. 385 e successive modificazioni e integrazioni.

- Assicura la società assumendosi una consistente parte di rischio aggregato, chiedendo in cambio un premio al rischio assunto.
- Partecipa alla creazione di asset sicuri, fondamentali in una economia sviluppata.
- Partecipa alla trasformazione del risparmio in investimenti produttivi.
- Riduce le asimmetrie informative attraverso il monitoraggio e lubrifica l'economia attraverso la fornitura di un metodo di pagamento efficiente.

Per perseguire questi scopi l'attività finanziaria con il passare degli anni ha acquistato sempre più importanza contribuendo allo sviluppo economico grazie ad un aumento della liberalizzazione finanziaria. La correlazione tra crescita economica e liberalizzazione finanziaria è più consistente se però essa viene accompagnata da un efficiente sistema regolatore². L'intero assetto del settore finanziario è stato modificato attraverso alcune liberalizzazioni come per esempio il procedimento della cartolarizzazione (fig. 1). Il settore nel tentativo di perseguire una maggiore efficienza e diversificazione del rischio è diventato nel tempo sempre più complicato e difficile da gestire anche dal punto di vista degli interventi regolatori.

Figura 1: Cartolarizzazione



Nella figura vengono rappresentate le differenze nella struttura delle relazioni tra attori tra una banca tradizionale (sinistra) ed una banca moderna cartolarizzata (destra). In particolare si può notare la complessità dei processi nel modello moderno.

² De Gregorio and Guidotti (1995)

La salute del settore finanziario ha un impatto diretto nell'economia reale principalmente tramite i servizi che offre e, cosa più importante, l'impatto nella salute dell'attività reale come vedremo nel paragrafo 1.2 può essere altamente non lineare specialmente in situazioni negative come per esempio in concomitanza di shock nell'economia.

Il settore finanziario nel periodo precedente alla Grande Recessione aveva avuto un ruolo di secondo piano nella maggioranza delle ricerche macroeconomiche. La crisi finanziaria innescata dal collasso di Lehman ha portato invece sotto gli occhi di tutti il tema della centralità di questo settore per il buon funzionamento di una economia. In particolare la seguente crisi del debito europeo ha portato ad un maggior focus, anche del mondo accademico, sulle modalità per alleviare le frizioni finanziarie.

Gli interventi di salvataggio su questo settore nel periodo successivo alla crisi sono infatti ancor oggi al centro di un grande dibattito. Questo tipo di interventi governativi è spesso finalizzato alla ricapitalizzazione dei bilanci, in maniera esplicita e a volte implicita³, degli istituti in difficoltà. Se da una parte questi interventi sono stati ritenuti necessari per evitare rischi maggiori a livello di sistema, dall'altra sono stati numerosi i dubbi sollevati da parte di accademici e policymaker sul rischio che tali interventi possano provocare cattivi incentivi nella gestione del rischio dell'attività bancaria. Questi cattivi incentivi sono considerati più consistenti in base non solo alla grandezza, (si veda Zhou (2009)) ma soprattutto all'importanza sul sistema che ha l'istituzione finanziaria oggetto di questi programmi, ovvero in base a quanto risulterebbe oneroso per l'economia di un paese in termini di esternalità un fallimento dell'istituto. Nel periodo successivo alla crisi di Lehman per sottolineare questo aspetto è stato usato termine "Too Big To Fail" che è successivamente diventata una espressione usata nel linguaggio pubblico e nel dibattito politico.

Il peso del costo di questi interventi chiamati di Bail-out (salvataggio esterno) ricade su tutti i contribuenti, questo ha provocato una sensibilità crescente dei normali cittadini per questi temi. Tale sensibilità ha portato negli ultimi anni i governi e le autorità competenti alla ricerca di interventi alternativi che portino ad un maggior "skin in the game" dei soggetti considerati responsabili di queste situazioni. Tali interventi vengono denominati, in contrapposizione ai primi, di Bail-in (ovvero salvataggio interno).

³ Per esempio attraverso interventi di politica monetaria, come il taglio dei tassi di interesse.

1.1.2 Il rischio legato al settore finanziario.

Per cominciare l'analisi degli interventi governativi a sostegno del settore finanziario, individuiamo innanzitutto quali sono le criticità associate ad una attività che offre servizi finanziari.

Come ogni settore economico anche il settore dei servizi finanziari è esposto a diversi rischi specifici. L'accordo internazionale di Basilea II nel suo primo pilastro individua tre diverse componenti principali di rischio che il settore bancario o più in generale il settore finanziario affronta: il rischio di credito, il rischio operativo e il rischio di mercato.

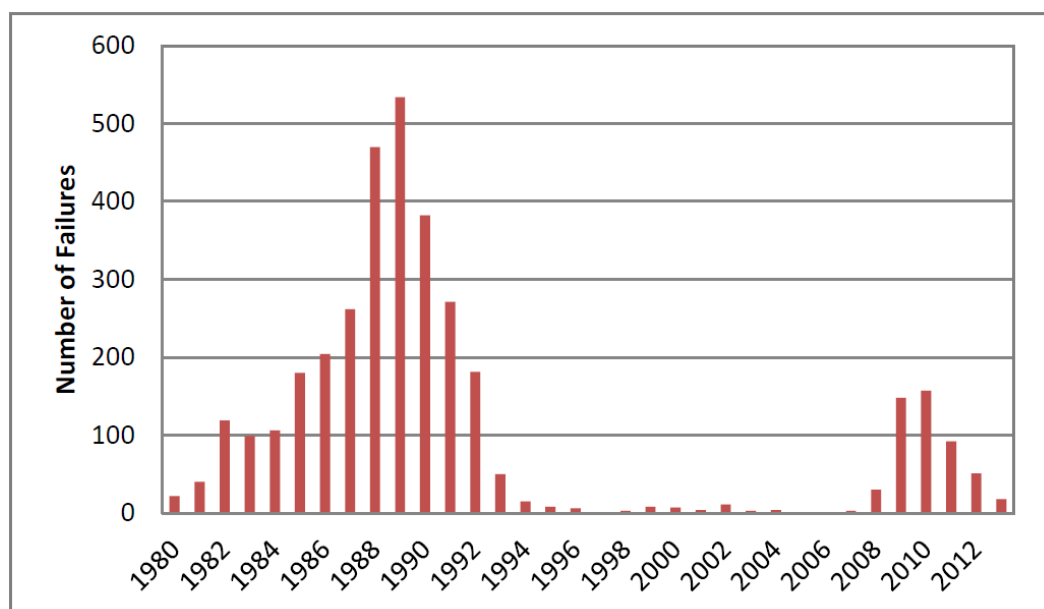
Il *rischio di credito* consiste nel rischio che il debitore non corrisponda anche in parte la quota di capitale prestato e/o la quota di interessi dovuti. In un mercato efficiente infatti, maggiore è il rischio associato al default del debito maggiore sarà il costo che il debitore dovrà affrontare. Una sottocategoria di questo tipo di rischio è il rischio di credito sovrano, ovvero il rischio che un governo non riesca a rimborsare le obbligazioni emesse, questo tipo di rischio è emerso specialmente nel periodo successivo alla Grande Recessione e diversi studi, come vedremo nel secondo capitolo, hanno constatato una correlazione tra interventi governativi per salvataggi bancari e l'aumento di questo tipo di rischio.

La seconda componente di rischio individuata è quella del *rischio operativo*. Una definizione per questo particolare rischio ci viene fornita dalla Direttiva 2009/138/CE (Solvency II) che lo descrive come: "The risk of a change in value caused by the fact that actual losses, incurred for inadequate or failed internal processes, people and systems, or from external events (including legal risk), differ from the expected losses". Questo tipo di rischio è complicato da quantificare ex ante e non va sottovalutato soprattutto per quanto riguarda i processi interni. Come dimostra la cronaca degli ultimi anni anche in Italia la mala gestio è infatti stata spesso causa di diverse crisi bancarie e dei successivi interventi di salvataggio. Un altro tipo di rischio conseguente a quello operativo è il rischio reputazionale, anche in questo caso di vitale importanza se si considera il rapporto strettamente fiduciario che si instaura tra clientela ed istituto bancario.

Per concludere l'analisi del rischio, la terza componente del rischio associata al settore finanziario consiste nel *rischio di mercato*. Questo tipo di rischio riguarda le perdite derivanti dalle movimentazioni dei prezzi di mercato e della loro volatilità. Questo rischio riguarda diversi ambiti come per esempio: il rischio derivante dalla variazione del valore delle azioni, dei tassi di interesse, dei cambi monetari e del valore delle commodity.

Quando uno stato deve pianificare un intervento di salvataggio successivo ad una crisi o deve fornire una regolamentazione per gli interventi futuri, l'ente regolatore deve tenere conto di queste componenti di rischio presenti nella normale attività bancaria. Questo sia per capire le cause che possono scatenare delle sofferenze nel settore bancario sia per evitare comportamenti scorretti successivi al salvataggio. In particolare si può evidenziare il fatto che proprio a causa di queste particolari componenti di rischio e all'interconnessione presente tra gli istituti bancari, i fallimenti bancari non sono equamente distribuiti nel tempo ma sono invece raggruppati in particolari momenti storici⁴ (fig. 2).

Figura 2: Numero di fallimenti bancari negli Stati Uniti d'America



Nella figura si può notare la distribuzione dei fallimenti bancari in un paese come gli Stati Uniti d'America. Risulta evidente che i fallimenti non sono equamente distribuiti nel tempo ma raggruppati in particolari momenti storici. (Fonte: FDIC)

⁴ White and Yorulmazer (2014)

1.2 Effetti amplificatori del settore finanziario su uno shock e il paradosso della prudenza

Dopo aver definito nel primo paragrafo cosa si intende per settore finanziario e quale rischio affronta nella sua attività, passiamo ora a descrivere una caratteristica specifica di tale settore. L'attività finanziaria, come è noto, si pone come intermediario tra attori economici. Una conseguenza di ciò è che proprio per questa sua natura di intermediazione il settore finanziario è un mezzo di trasmissione degli shock presenti nell'economia.

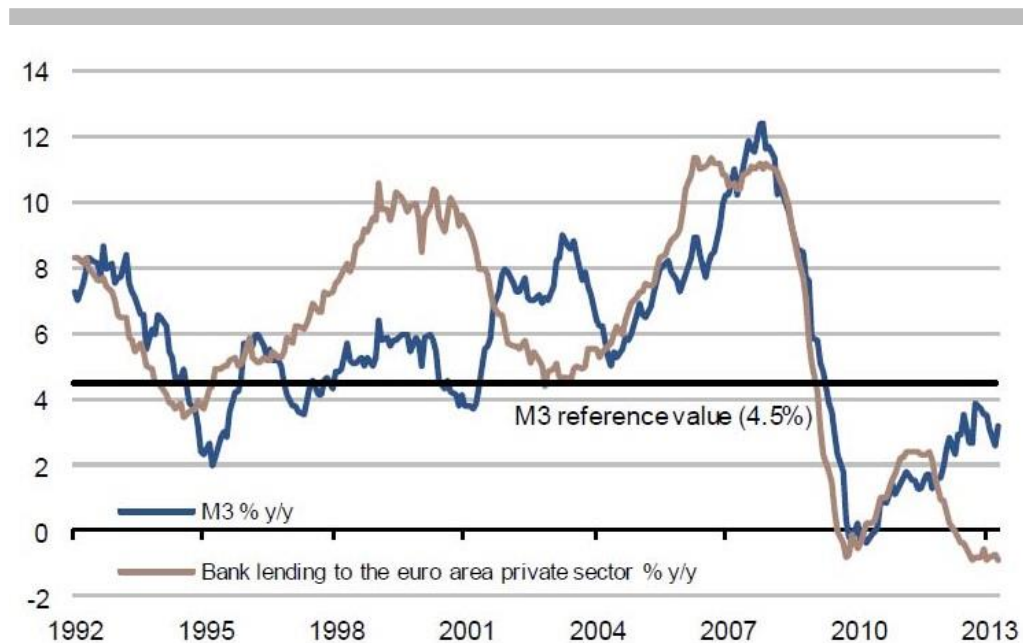
In Brunmeier et al. (2012) e Brunmeier and Sanikov (2015) vengono studiati gli effetti conseguenti ad un piccolo shock negativo nell'economia di un paese. Per shock negativo si intende una qualsiasi situazione che pone in difficoltà i privati che posseggono un debito bancario, e quindi un conseguente peggioramento della loro situazione di solvibilità. In particolare si sottolinea come esso, attraverso alcuni processi, si amplifica e reca danno riversandosi prima nell'intero settore delle intermediazioni causando successivamente danni all'economia reale.

L'analisi viene effettuata dividendo l'impatto dello shock aggregato negativo in quattro principali step:

La prima conseguenza (1) è semplicemente l'immediato effetto dello shock nell'abilità dei debitori di ripagare i prestiti. Come conseguenza diretta di questo, il valore degli asset bancari contenuti nel bilancio della banca diminuisce. Questa diminuzione sarà più consistente in base a quanti asset marked to market sono presenti nel bilancio. Considerando il fatto che in un bilancio bancario la parte degli asset è maggiore della parte di equity, la diminuzione del valore degli asset sarà assorbita dalla diminuzione del cuscinetto dell'equity. Come risultato l'indice di leva bancario crescerà.

Questo porta ad un secondo step (2) ovvero alla risposta bancaria a questa prima conseguenza. L'istituzione bancaria per essere ancora valutata come sicura dai suoi clienti, che rappresentano la domanda di depositi, ha la necessità di diminuire il leverage. La ricerca di una diminuzione dell'indice di leva coincide quasi sempre con una diminuzione della dimensione totale del bilancio rispetto alla ricerca di nuovo equity. La banca quindi estenderà una minore quantità di nuovo credito, cercando allo stesso momento di vendere i prestiti esistenti. Nel breve periodo si avrà quindi una reale diminuzione della fornitura di credito. Questo fatto ha avuto riscontri reali anche nella recente crisi dell'eurozona dove il tasso di crescita del credito è stato molto debole (Fig. 3).

Figura 3: Tasso di crescita del credito in Europa



Nella figura si può vedere il tasso di crescita del credito (grigio) e il tasso di crescita dell'aggregato di quantità di moneta M3 (blu). In particolare si evidenzia che in momenti storici con shock finanziari la fornitura di credito ai privati diminuisce. (Fonte: ECB, SG Cross Asset Research).

Il terzo step (3) viene denominato *liquidity spiral*. Questa spirale di liquidità può avere due varianti, con la prima denominata *loss spiral (A)*. Quando una banca ha la necessità di vendere all'improvviso e sottoprezzo i suoi vecchi prestiti, i suoi asset diminuiscono nel valore e l'equity diminuisce ulteriormente, portando ad ulteriori vendite improvvise. Ovviamente l'importanza di questa spirale viene determinata anche in questo caso come nel primo step in funzione alla porzione di asset marked to market. Quindi se il ciclo di feedback negativi è abbastanza grande, queste vendite improvvise possono portare ad una diminuzione dell'equity più veloce rispetto alla diminuzione del valore degli assets, questo porta al fallimento dell'obiettivo iniziale ovvero al tentativo di diminuire l'indice di leverage. Emerge dunque un paradosso di auto-sconfitta nel tentativo di diminuire tale indice. Nei sistemi bancari moderni c'è una seconda dimensione della spirale di liquidità denominata *margin (o haircut) spiral*. È noto che, durante una crisi, il finanziamento della liquidità peggiora⁵. In una situazione di incertezza i debitori sono spaventati dal fatto che non riusciranno a ricollocare il debito non garantito di breve termine esistente o nel caso riuscissero a farlo sarebbe comunque a condizioni peggiori rispetto al

⁵ Il FMI definisce il *funding liquidity* come "the ability of a solvent institution to make agreed-upon payments in a timely fashion".

periodo precedente. Per il finanziamento collateralizzato l'haircut (ovvero lo sconto rispetto al valore di una attività reale o finanziaria data in garanzia richiesta dal creditore a protezione del rischio di una minusvalenza dell'attività) in una situazione di questo tipo aumenta. Come risultato di questo aumento una istituzione finanziaria tenta di diminuire l'indice di leva ulteriormente. Ancora una volta l'unica soluzione possibile è quella di vendere i suoi asset, causando una ulteriore diminuzione dei prezzi e un aumento della volatilità e dell'incertezza che serve per giustificare l'aumento dei requisiti degli haircut.

Per concludere il quarto step (4) viene definito *disinflationary spiral*: quando una banca diminuisce la dimensione del suo bilancio vendendo i prestiti e concedendo minor credito, diminuisce anche la parte delle passività (la quantità di denaro interno che sta creando). Se si considera che la quantità di denaro esterna è fissa per assunto (non c'è intervento della banca centrale), la diminuzione dell'offerta interna di denaro va a coincidere con una diminuzione della offerta totale di moneta. La pressione disinflazionaria quindi si accumula e l'inflazione diminuirà forse finendo in territorio negativo. Nel momento in cui il valore del denaro aumenta, aumenta anche il valore reale (corretto per l'inflazione) delle passività bancarie. Questo aumento nel valore reale del denaro colpisce l'equity bancario ulteriormente, causando ulteriori vendite improvvise. Nel breve periodo le spirali di liquidità e disinflazionarie si alimentano creando un circolo vizioso. Un chiaro eco di queste spirali viene evidenziato dalle differenze nei tassi di inflazione tra i paesi centrali e periferici dell'area euro dove le spirali nell'ultima crisi sono state più evidenti (Fig. 4).

Figura 4: Inflazione in Europa



Nella figura vengono rappresentati i tassi di inflazione di alcuni paesi dell'eurozona. Si può notare che l'inflazione negli ultimi anni è stata inferiore nei paesi periferici e lontana dai target fissati. (Fonte: Eurostat)

Entrambe le spirali, quella disinflazionaria e quella della liquidità sono il risultato della risposta del settore finanziario allo shock iniziale. Ogni istituzione prova ad essere micro-prudente diminuendo la sua esposizione al rischio, ma se si considera l'insieme totale il settore risulta nel complesso macro-imprudente. Questa disparità tra micro e macro viene definita paradosso della prudenza. Nel momento in cui il settore finanziario prova a diminuire la sua esposizione al rischio idiosincratico, il prezzo del capitale cala, quindi la crescita degli investimenti è depressa portando ad una diminuzione del rendimento di tutti gli asset, incluso il possesso di moneta.

Riassumendo, uno shock avverso colpisce le banche in entrambe le parti del bilancio e da inizio a due pericolose spirali. Questo effetto amplificatore è importante per capire come il settore finanziario sia capace di usare questo come "minaccia" per influenzare la redistribuzione verso sé stesso ex-post. L'interconnessione tra le banche ed in particolare gli effetti di contagio tra di esse spiegano nel dettaglio le motivazioni sottostanti al raggruppamento delle crisi bancarie e dei loro fallimenti, fenomeno già visto nel paragrafo precedente e presente nella figura 2.

1.3 Risoluzioni Bancarie

Dopo aver dato una panoramica generale sul settore finanziario, sottolineando l'importanza che ricopre in una economia sviluppata e la gravità degli effetti provocati da una situazione di stress, passiamo in questo paragrafo a definire cosa sia una risoluzione bancaria. L'obiettivo del paragrafo è la comprensione del motivo che spinge un governo ad intervenire con soluzioni alternative rispetto a quelle presenti nella normale legislazione per un qualsiasi altro ente privato.

1.3.1 Scopi di una risoluzione bancaria

Come definito dalla Commissione Europea nel 2014, una risoluzione bancaria avviene quando le autorità determinano che una banca in fallimento non può più essere gestita attraverso le normali procedure di insolvenza senza causare danni all'interesse pubblico, contribuendo alla creazione di instabilità finanziaria. Per gestire un fallimento bancario le autorità sono quindi costrette ad usare dei strumenti risolutivi. Questi strumenti devono porsi precisi obiettivi ovvero devono nell'ordine:

- 1) Assicurare la continuità delle operazioni principali della banca.
- 2) Mantenere la stabilità finanziaria.
- 3) Ripristinare la redditività della banca o di parti di essa.

Portare alla risoluzione una banca in fallimento attraverso le normali procedure di insolvenza è difficile e oneroso per diverse ragioni. Innanzitutto le banche come abbiamo visto nei paragrafi precedenti sono caratterizzate da una fragilità finanziaria data dalla loro struttura particolare. Le loro passività sono infatti costituite da depositi liquidi, rimborsabili alla pari, mentre le attività sono solitamente prestiti a lungo termine che sono spesso illiquidi. Inoltre, visto che le banche hanno un ruolo essenziale nel funzionamento dei mercati finanziari e in generale nell'economia, il loro fallimento può portare a costi considerevoli e esternalità. Quindi l'obiettivo primario di qualsiasi regime risolutivo dovrebbe essere quello di minimizzare questo costo.

Nelle normali procedure di fallimento l'unico obiettivo consiste nel massimizzare il valore degli asset dell'impresa fallita. Nel caso di un fallimento bancario un'azione immediata, in opposizione ai prolungati e tardivi processi amministrativi di bancarotta, è importante per

risolvere la situazione in maniera efficace, preservando la confidenza del pubblico verso queste istituzioni che altrimenti risulterebbe danneggiata.

1.3.2 Costi associati ad una risoluzione bancaria.

I costi associati ad un fallimento bancario e alla successiva risoluzione dell'istituto sono diversi. In White P. And Yorulmazer T. (2014), vengono individuate quattro principali categorie:

1. Interruzioni nei rapporti con i clienti della banca.
2. Interruzioni nei rapporti con altre istituzioni finanziarie attraverso il contagio.
3. Costo fiscale associato alla risoluzione delle banche fallite
4. Incentivi distorti e azzardo morale conseguenti.

Per quanto riguarda la prima categoria, uno dei ruoli fondamentali dell'attività bancaria consiste nell'incanalare i fondi dei risparmiatori alle imprese (cap. 1.1) che li trasformano in progetti profittevoli. Le imprese che usano le banche per finanziarsi e hanno stabilito una relazione fiduciaria con la loro banca possono trovare difficile e costoso trovare un'altra fonte di finanziamento quando la loro banca fallisce. Dal lato delle passività invece le banche hanno liquidità che agisce come moneta. Quindi il fallimento di una banca può interrompere i servizi di pagamento per i depositanti e per i creditori, con il risultato di pesanti perdite nel welfare.

La seconda categoria di costo da considerare è quella riferita al contagio con le altre istituzioni finanziarie. Questo contagio può arrivare da diversi canali come per esempio esposizioni dirette attraverso le interconnessioni, contagio informativo, o esternalità delle vendite improvvise (come abbiamo già visto in parte nel paragrafo 1.2).

Banche ed istituzioni spesso hanno esposizioni dirette tra di loro attraverso prestiti e debiti. Quindi quando una banca diventa insolvente altre istituzioni manifestano delle perdite⁶. Queste perdite dirette possono creare stress nelle istituzioni che le subiscono e portarle a loro volta al fallimento, causando una situazione di stress a livello di sistema. Il contagio però può avvenire anche a banche che non subiscono perdite attraverso esposizioni dirette con istituti insolventi. Questa situazione accade quando i creditori di una banca percepiscono la situazione di difficoltà di alcune istituzioni esterne come un segnale negativo per la salute della propria banca, in questo caso si parla di contagio informativo. Il contagio informativo viene amplificato quando la

⁶ Allen and Gale (2000)

gestione delle istituzioni finanziarie viene percepita dal pubblico come opaca e i creditori non hanno informazioni dettagliate sulla salute della loro istituzione finanziaria. Possono quindi esserci episodi di *bank run* legati alle notizie di stress di altre banche anche senza apparenti motivazioni razionali.

La terza categoria riguarda il costo fiscale. Quando una banca ha la necessità di essere ricapitalizzata o ristrutturata e liquidata, il governo paga un costo. Questo costo aumenta quando il governo deve intervenire rapidamente. Il costo fiscale per fornire fondi immediati è legato a conseguenze come l'effetto distorsivo dell'aumento nelle tasse e l'effetto dell'aumento del deficit nel tasso di cambio del paese ciò è legato al fatto che le crisi bancarie spesso vanno di pari passo a crisi nel tasso di cambio della moneta.

La quarta e ultima categoria di costo riguarda gli incentivi distorti e l'azzardo morale. Durante le crisi di sistema i regolatori possono sentirsi costretti ad assicurare assistenza alle banche in difficoltà. L'assistenza, come vedremo nel prossimo paragrafo, può essere fornita attraverso diversi strumenti come l'accesso a prestiti di ultima istanza, garanzie per il debito bancario e iniezioni di capitale. Questa rete di protezione fornita dai regolatori può creare incentivi per le banche nel prendere rischi eccessivi legati all'azzardo morale, quindi nel prendere una decisione di un intervento regolatore, deve essere preso in considerazione questo costo legato ad un incremento del rischio bancario come conseguenza dell'azzardo morale. Questo problema coincide e si scontra però con l'incoerenza temporale nelle azioni del regolatore e la difficoltà di definirle precisamente prima che una crisi colpisca il settore finanziario. Se da una parte infatti il regolatore ex-ante ha tutto l'interesse a comportarsi in maniera dura e inamovibile per prevenire gli incentivi di un aumento del rischio negli investimenti più rischiosi nelle decisioni bancarie, quando una crisi sistemica colpisce l'economia di un paese il costo associato ad un mancato intervento potrebbe essere così alto che il regolatore si vede costretto all'intervento.

1.4 Bailout, il salvataggio bancario esterno.

Come evidenziato nei paragrafi precedenti, durante una crisi bancaria di sistema la minaccia di un contagio dal settore intermediario all'economia reale mette pressione al governo nazionale perché intervenga per evitare contagi. Durante l'ultima crisi abbiamo assistito alla più grande gamma di programmi a supporto del settore finanziario dagli anni '20. Le autorità nazionali di quasi ogni continente sono state costrette ad interventi cominciando cronologicamente dagli Stati Uniti e successivamente in Europa e Asia.

Questi interventi denominati di bailout hanno un costo elevato e ricadono sull'intera popolazione che paga le tasse. Per avere dei dati di riferimento per spiegare l'enormità di questi programmi e il loro peso nei bilanci di uno stato, il piano di interventi degli Stati Uniti (Troubled Asset Relief Program) prevedeva una spesa iniziale di 700 miliardi di dollari, mentre una stima della dimensione totale della liquidità immessa nel mercato risulta pari a 7700 miliardi di dollari (ovvero circa la metà del Pil del paese).

1.4.1 Strumenti di policy governativi

Le soluzioni a disposizione di una autorità nazionale che si trova nella situazione di dover intervenire per salvare degli istituti bancari secondo Hryckiewicz (2014) possono essere divise in due principali gruppi: (1) misure sistemiche offerte alle istituzioni finanziarie, indipendentemente da quanto queste siano state colpite dalla crisi e (2) sistemi di gestione di casi specifici per salvataggi individuali. Il primo gruppo riguarda gli interventi di natura monetaria, che si sostanziano nella gestione del tasso di interesse (mantenuto a livelli vicini o pari allo zero). Il secondo gruppo invece riguarda le crisi di singoli istituti bancari e sono gli interventi che solitamente vengono definiti propriamente di "salvataggio esterno" (bailout).

Le misure del primo tipo vengono usate principalmente nella fase iniziale di una crisi quando c'è un calo nella confidenza del sistema finanziario e una sostanziale incertezza sulla dimensione della crisi. Come già spiegato in precedenza, le banche sottoposte a shock spesso assistono ad una fuga nei loro depositi, tale diminuzione nella quantità dei depositi peggiora la situazione della liquidità. Una conseguenza di ciò è che il rischio di contagio con altre istituzioni bancarie sane aumenta. Un mancato intervento da parte dello stato può portare ad un ulteriore deterioramento del valore degli asset bancari portando altre banche in una situazione di stress

o vicine al fallimento. A questo punto solitamente, con lo scopo di ripristinare la fiducia nel settore bancario, la banca centrale interviene iniziando ad offrire garanzie sulle coperture ed iniettando liquidità. Questo tipo di intervento dovrebbe riguardare unicamente singole situazioni che si trovano in particolare difficoltà e vicine allo stato di insolvenza ma, se la crisi risulta abbastanza severa, questo tipo di intervento viene facilmente esteso all'intero settore bancario.

Quando la crisi di liquidità, in uno stato successivo, muta in una crisi di capitali le policies governative si concentrano sul salvataggio delle istituzioni insolventi ricapitalizzandole. Gli strumenti a disposizione per questo tipo di intervento sono le fusioni/acquisizioni assistite dal governo e le iniezioni di capitale. In una fusione assistita il governo aiuta una banca in dissesto a trovare una controparte disposta ad acquisirla. Il governo partecipa alla ristrutturazione della parte di debito tossica rilevandola, consentendo così di aumentare la probabilità di successo dell'operazione. In aggiunta, se la situazione risulta particolarmente grave, il governo può garantire anche le perdite future della istituzione acquistata, come accaduto nella crisi del 2007-09 nel caso di Bear Sterns. Solitamente queste soluzioni vengono adottate e risultano ottimali quando il governo ha fondi limitati per gestire la situazione o l'industria finanziaria ha risorse sufficienti per poter assorbire il fallimento bancario. Una conseguenza di ciò è che questa soluzione può essere usata solo nella fase iniziale della crisi.

Un'altra opzione di bailout consiste nelle iniezioni di capitale da parte dello stato. Spesso le banche ricevono iniezioni di capitale in cambio di una parte o l'intera proprietà della banca. L'obiettivo della nazionalizzazione è il salvataggio della banca dalla bancarotta e la limitazione delle conseguenze negative della situazione sul resto del settore. Negli ultimi anni le istituzioni salvate attraverso il meccanismo della nazionalizzazione sono state soprattutto quelle di grandi dimensioni e sistematicamente importanti e quindi strategiche per il buon funzionamento dell'economia di un paese. Questa soluzione di bailout tuttavia risulta essere costosa e richiede un numero significativo di risorse pubbliche. Le iniezioni di capitale devono essere accompagnate da una ristrutturazione del debito per essere efficaci, solitamente i sistemi impiegati per fare ciò riguardano l'eliminazione della parte tossica del debito facendo pagare il prezzo ai contribuenti e la creazione di fondi di ristrutturazione attraverso bad bank o AMC. Con la prima strategia il governo assorbe la parte della diminuzione del valore degli asset, consentendo alla banca di sopravvivere. La grossa assunzione sottostante a questo meccanismo è che il governo non partecipa nelle operazioni bancarie, quindi questo richiede la presenza di una grande disciplina di mercato per poter funzionare. Il meccanismo delle AMC prevede invece il trasferimento dei prestiti non performanti (*npl*) dal bilancio di una istituzione in

difficoltà ad un nuovo fondo. L'eliminazione della parte di debito tossica e quindi la sostanziale pulizia che avviene nel bilancio consente di ridare profittabilità alla banca, nel frattempo il fondo tenta di massimizzare il recupero della parte cattiva del debito attraverso una ristrutturazione attiva. Per assicurare l'efficacia di questo meccanismo l'AMC deve essere gestita dal settore privato e lo stato non deve disporre degli asset gestiti dalla AMC. Spesso nella pratica ciò non accade esponendo il meccanismo ad una minor efficacia, creando cattivi incentivi nel settore bancario.

1.4.2 L'impatto degli interventi governativi sul comportamento bancario

La letteratura accademica sugli effetti degli interventi di bailout non presenta una visione unica, portando argomenti a favore sia dei sostenitori sia dei contrari.

I sostenitori di questi interventi ritengono innanzitutto che essi siano necessari per ripristinare la confidenza nel settore bancario e nel sistema del credito, evitando di far cadere l'intera economia in una recessione prolungata. Si ritiene che tali interventi non abbiano impatti negativi sul settore bancario, sostenendo invece che aiutino le banche a tornare alla situazione precedente la crisi dando disciplina al comportamento bancario⁷. A favore dei sostenitori di questi programmi anche gli studi che sostengono che i grandi interventi regolatori restringono il business bancario aiutando ad imporre disciplina nella gestione della banca⁸.

In contrapposizione a questa visione, chi si oppone a questo tipo di interventi sostiene invece che causino al settore bancario un numero maggiore di danni rispetto ai benefici. Gli argomenti a sostegno di questa tesi si basano sul fatto che gli interventi governativi aumentano l'azzardo morale, facendo diminuire la disciplina di mercato.⁹ Altre ricerche sostengono che gli interventi sono influenzati da interessi politici e che le istituzioni legate e connesse alla politica hanno più facilità a ricevere un supporto finanziario nei momenti di difficoltà.¹⁰ Alcuni studi sostengono inoltre che solamente poche banche riescono a risolvere la loro situazione successivamente ad un intervento¹¹. Questo può essere attribuito al fatto che i pacchetti di salvataggio spesso non sono abbastanza estesi da consentire di portare le istituzioni fuori dalla situazione di stress finanziario o che i regolatori non hanno i giusti incentivi per ristrutturare efficientemente il

⁷ Berger et al. (2011), Hackenes and Schnabel (2010), Mehran and Thakor (2011)

⁸ Dam and Koetter (2012)

⁹ Flannery (1998), Sironi (2003), Gropp and Vesela (2004)

¹⁰ Tahoun and Van Lent (2010)

¹¹ Una su tre secondo Bonaccorsi di Patti and Kashyap (2009)

bilancio delle istituzioni in difficoltà¹². Un altro problema deriva dal fatto che azioni di policies sistemiche portano ad un problema di azzardo morale collettivo¹³. Questo problema emerge perché queste azioni di sostegno garantiscono alle banche un accesso a capitali a costi minori, incentivandole ad aumentare i prestiti e ridurre la loro liquidità. In questi casi è sconveniente per alcune banche mantenere la disciplina mentre le altre banche concorrenti iniziano a giocare d'azzardo. Diversi studi¹⁴ legati all'aumento di azzardo morale, sostengono che le banche più grandi (*too big to fail*) sono quelle più incentivate, rispetto alle piccole realtà, a perseguire strategie rischiose. Per concludere l'analisi alcune ricerche hanno individuato una correlazione tra proprietà e livello di rischio bancario, in particolare le banche nazionalizzate o con quote di proprietà governativa seguono maggiormente, rispetto a quelle private, strategie rischiose. Questi studi¹⁵ sottolineano il fatto che i politici tendono a perseguire interessi personali spesso garantendo prestiti a società connesse ad interessi politici, di conseguenza aumentando la proprietà dello stato sul settore bancario può portare ad un incremento del rischio e a salvataggi non efficienti¹⁶.

Per trovare una sintesi tra queste due tesi contrapposte, possiamo far riferimento a Hryckiwicz (2014). Questa ricerca si pone come obiettivo l'individuazione dell'impatto totale degli interventi di bailout sul comportamento bancario, usando come dati gli interventi eseguiti da 23 paesi diversi. I risultati di questo studio riconoscono che l'intervento governativo è inevitabile per limitare le conseguenze negative di una crisi finanziaria, anche se tali interventi portano ad un consistente aumento nel rischio bancario nel periodo post crisi. Le motivazioni di questo aumento del rischio possono essere tre: la riduzione della disciplina di mercato, l'inefficienza nel management bancario e/o la mancanza di un processo di ristrutturazione. In particolare gli strumenti costituiti da garanzie sulle coperture, nazionalizzazioni e AMC's contribuiscono maggiormente al rischio. Questa dimostrazione che gli interventi governativi sono associati ad un significativo aumento nel rischio e che tale aumento dipende dai pacchetti di misure scelte danno importanti indicazioni ai policymakers. Tale risultato suggerisce inoltre la necessità dell'implementazione di meccanismi che consentano la partecipazione nelle perdite degli attori che portano a strategie rischiose per le banche, accompagnando ciò ad un maggiore monitoraggio anche nel periodo post crisi e in generale un controllo del mercato più intensificato.

¹² Klingebiel (2000), Hoshi and Kashyap (2010) Igan et al. (2011), Gianetti and Simonov (2013)

¹³ Fahri and Tirole (2012)

¹⁴ Boyd and Runkle (1993) Schabel (2004, 2009)

¹⁵ Gropp et al. (2011), Berger et al. (2011)

¹⁶ Grossman and Woll (2014)

CAPITOLO 2

Quando una crisi colpisce uno stato è necessario che una entità economica all'interno della società assorba lo shock. Un governo, grazie al suo potere economico e regolatore, dovrebbe essere in grado almeno in parte di decidere quale entità economica dovrà subire le perdite derivanti dalla crisi. Potrebbe per esempio inflazionare il proprio debito o essere insolvente, per poter così perseguire uno stimolo fiscale e operare un salvataggio esterno di specifici settori o entità economiche strategiche. Il settore finanziario dovrebbe essere tipicamente una entità che subisce le perdite. Per fare ciò il governo ha diversi strumenti, potrebbe per esempio rinforzare le leggi sul pignoramento o alleggerire le leggi sulla bancarotta privata per fare in modo di spingere le perdite dalle famiglie verso il settore finanziario, questa scelta può essere considerata giusta se si considera che parte dei ricavi di questo settore vengono dati dal suo ruolo come assicuratore. Ma come abbiamo già visto questo non avviene per una serie di motivi. Due dei motivi principali che non consentono a tale settore di assolvere il suo ruolo di assicuratore all'interno dell'economia, soprattutto negli ultimi anni, sono da ritrovare nella sottocapitalizzazione e al legame con la sostenibilità del debito pubblico.

2.1 Financial Dominance

Guardando il problema da una prospettiva più ampia, qualsiasi intervento di bailout (non solo quelli effettuati a favore del settore finanziario) successivo ad un periodo di crisi può essere visto come una redistribuzione delle perdite, decisa dallo stato, tra i vari attori economici che compongono la società. Ex-ante il governo non può impegnarsi di distribuire le perdite fra i differenti attori economici. La redistribuzione sarà infatti determinata dalle conseguenze di essa sullo stato dell'economia, una conseguenza di ciò è che il settore che causa un effetto amplificatore minore subirà la maggioranza delle perdite mentre gli altri settori saranno sottoposti a bailout. Le perdite subite dal settore finanziario, specialmente se esso è in uno stato di sottocapitalizzazione, possono essere drammaticamente amplificate (come già visto nel paragrafo 1.2) e avere conseguenze rilevanti sull'economia reale. Quindi, come è stato sperimentato nella recente crisi finanziaria, il settore finanziario in caso di crisi viene solitamente sottoposto a bailout.

La posizione del settore finanziario gioca in anticipo grazie a questo meccanismo di scelta sulla redistribuzione che consiste nell'essenza della *Financial Dominance*¹⁷ teorizzata da

¹⁷ Brunnermeier (2016)

Brunnermeier e definita come il comportamento ex-ante del settore finanziario che, per paura che le perdite derivanti da uno shock siano addossate ad esso, si pone (o eventualmente diventa) sottocapitalizzato. Considerando il fatto che tale settore può intercettare le situazioni di crisi e riallocare le proprie risorse in maniera più rapida rispetto ad altre entità, il settore finanziario si assicurerà un posizionamento in una situazione di debolezza¹⁸ per evitare di subire perdite. Per perseguire questo obiettivo il settore pone se stesso in una posizione vicino a dove il meccanismo di amplificazione e quindi le spirali negative sono più efficaci a produrre perdite per il sistema, forzando le autorità a evitare la repressione finanziaria e costringendole anzi a salvare le banche nelle situazioni peggiori per problemi di liquidità o insolvenza. Appena prima e durante il picco di una crisi finanziaria, il settore sembra quindi prendere posizioni non razionali e rischiose, mentre continua a pagare grandi dividendi invece di raccogliere nuovo equity in previsione di perdite potenziali. Un alto indebitamento e quindi una maggiore sensibilità agli shock porta il settore finanziario vicino al collasso completo quando una crisi lo colpisce. In un certo senso si può dire che proprio la situazione di debolezza del settore sotto il profilo della solidità di bilancio, costituisce un punto di forza dal punto di vista della redistribuzione ex-post. Queste forze comportamentali fanno in modo che successivamente allo shock, non solo le perdite non saranno addossate al settore ma che sarà anche salvato attraverso bailout altrimenti la situazione peggiorerebbe attraverso i canali amplificatori.

2.2 Autorità e stabilità finanziaria

Il motivo degli interventi governativi a sostegno del settore finanziario si sostanzia nel tentativo di preservare la stabilità finanziaria. Questo obiettivo, che in passato veniva visto come secondario rispetto ad altri come la stabilità dei prezzi, nel periodo successivo alla crisi è stato messo in primo piano dalle autorità governative di tutto il mondo. Tuttavia per il perseguimento di questo scopo sussistono ancora varie perplessità. Christine Lagarde durante l'ECB forum on Central Banking¹⁹ per esempio, discutendo sulla necessità di un mandato che consenta la stabilità finanziaria individua tre principali punti controversi:

- Gli obiettivi e gli strumenti per la stabilità finanziaria sono ancora mal definiti
- Le performance sono difficili da misurare e la stabilità finanziaria è difficile da monitorare, spesso serve una crisi per comprendere quanto instabile il sistema sia diventato e a quel punto è troppo tardi per intervenire.

¹⁸ Alto indebitamento, diminuzione cuscinetto dell'equity e quindi in generale diminuzione della capacità di assorbire perdite.

¹⁹ Navigating Monetary Policy in the New Normal, ECB Forum on Central Banking/May 2014

- Mentre molte persone saranno d'accordo sul fatto che la stabilità finanziaria sia desiderabile nel percorso per raggiungere questo obiettivo si troveranno conflitti e resistenze. Anche se il pubblico generale ottiene benefici grazie alla stabilità finanziaria, alcuni gruppi potrebbero avere degli svantaggi²⁰.

Come abbiamo già visto nel paragrafo 1.4.1, negli interventi di salvataggio sono tipicamente coinvolte due autorità: quella fiscale e quella monetaria. L'autorità fiscale interviene attraverso garanzie governative e ricapitalizzazioni dirette grazie a iniezioni di equity. Le azioni di policy monetaria invece agiscono sul taglio dei tassi di interesse diminuendo il costo di finanziamento bancario influenzando il prezzo degli asset, anche queste azione provocano un effetto sulla ricapitalizzazione bancaria. Questa implicita ricapitalizzazione del settore finanziario è un importante meccanismo di trasmissione per le policy monetarie e può portare a un risultato positivo per l'economia intera. In altre parole la redistribuzione non è un gioco a somma zero e può in certe circostanze portare aspetti positivi per tutti gli agenti di una economia.

La redistribuzione può infatti portare ad un ripristino della situazione iniziale più rapida, rispetto ad un mancato intervento, in caso di shock avverso. Una redistribuzione può quindi essere considerata in una prospettiva ex-post efficiente. Per raggiungere una situazione di questo tipo possiamo pensare ad una regola che ridistribuisce il benessere tra vincitori e vinti. Questa regola funziona come uno schema assicurativo che interviene in mancanza di un mercato efficiente, di conseguenza può essere efficiente anche in una prospettiva ex-ante. Un esempio può essere una regola sul tasso di interesse che taglia il tasso dopo uno shock negativo e che lo aumenta successivamente ad uno shock positivo, ovvero di fatto una assicurazione per il settore bancario contro gli shock. Un'altra policy monetaria consiste nell'usare una policy pro-ciclica dei collateral. Anche in questo caso l'effetto consiste in una stabilizzazione del settore finanziario. Attraverso una policy appropriata il rischio può essere trasferito tra settori, addossandolo a quei settori che hanno più facilità a sostenerlo. Nel frattempo il rischio totale può essere diminuito notevolmente attraverso una migliore diversificazione e il rischio sistemico che viene auto generato dal sistema è minore, in aggiunta il premio al rischio può diminuire e diventare meno variabile nel tempo. Tuttavia, come in qualsiasi contratto assicurativo, l'assicurazione che viene fornita attraverso queste regole e per la mancanza di mercato porta con sé problemi di azzardo morale. La certezza che uno shock avverso sarà alleviato da una redistribuzione ex post spinge l'intero settore ad essere più aggressivo nel prendersi rischi ex ante.

²⁰ “Think of a young couple who would find it harder to purchase their first house because of lower loan-to-value limits. They are not likely to cheer for this type of policy any time soon.”

Possiamo quindi dire che le redistribuzioni ex post riflettono gli accordi economici e sociali che possono essere efficienti ex-ante. Tuttavia per funzionare in maniera efficiente questi accordi devono seguire regole chiare e ben specificate ex ante. Le possibilità di intromettersi ex-post in queste regole, attraverso comportamenti di azzardo morale o attività di lobbying, distrugge tutti gli effetti positivi portando inefficienza.

Il problema quindi riguarda esclusivamente l'impegno. Idealmente il governo vuole impegnarsi per azioni precise nel futuro e fare in modo che il pubblico e i partecipanti al mercato credano che si asterrà dall'accomodare le richieste dei vari gruppi di interesse in tempi di crisi. Tuttavia quando una crisi arriva, in assenza di regole stringenti, tale pensiero cambia velocemente. I partecipanti al mercato lungimiranti sono a conoscenza di questo fenomeno e sanno che le parole non saranno seguite dai fatti in assenza di regole stringenti, da qui sorge il problema dell'incoerenza temporale. La situazione descritta tuttavia può essere superata da un *commitment device*, ovvero uno strumento che solitamente prende forma grazie ad un particolare piano istituzionale. Le azioni future dovrebbero essere dipendenti dallo stato del mondo in cui ci si trova, invece di impegnarsi ad effettuare singole azioni nel futuro le autorità dovrebbero quindi impegnarsi a fornire regole dipendenti dallo stato. Il vantaggio di queste regole viene fornito dal fatto che sono prevedibili e consentono una qualche forma di condivisione del rischio ex-post. Tuttavia se si considera che non tutte le contingenze future sono pronosticabili e quindi come conseguenza diretta non fanno parte di queste regole, una via alternativa per superare l'incoerenza temporale consiste nell'affidare le decisioni ad una autorità indipendente. La forma più discussa utilizzata in risposta al problema dell'impegno temporale consiste nella separazione del governo nell'autorità fiscale e quella monetaria. La mancata separazione potrebbe aumentare la tentazione governativa di inflazionare il debito nel breve periodo creando una regime di iperinflazione nel lungo periodo che può quindi risultare molto costoso. La creazione di una autorità monetaria aiuta a preservare la stabilità dei prezzi ed è la principale ragione dell'esistenza delle moderne banche centrali.

Sotto un regime di monetary dominance, la banca centrale sta al comando e si rifiuta di sistemare le perdite e gli squilibri di bilancio attraverso il finanziamento monetario. In questo regime si forza l'autorità fiscale a tagliare la spesa pubblica e aumentare le tasse.

In contrasto a ciò, in un regime di fiscal dominance l'autorità fiscale sta al comando spingendo l'autorità monetaria a finanziare le perdite. Nella letteratura si assume che ci sia necessariamente uno dei due regimi, nella realtà la scelta è meno binaria, entrambe le autorità si scontrano come in un "gioco del coniglio". Quale delle due autorità prevale dipende dalle circostanze e il risultato finale dipende dallo stato del mondo, quindi potenzialmente possono

essere accettate soluzioni estreme come una inflazione parziale del debito quando ciò viene ritenuto indispensabile.

Delegare le decisioni monetarie ad una autorità indipendente però, ha anche il vantaggio che essa può reagire consistentemente alle contingenze imprevedibili. Le regole sono per la loro natura stessa incomplete e non possono includere scenari imprevedibili. In presenza della Financial Dominance la riluttanza del settore finanziario di raccogliere nuovo equity per assorbire le perdite porta ad una interazione interessante tra i tre concetti di dominanza. La Financial Dominance richiede un qualche intervento del settore pubblico per ricapitalizzare il settore finanziario. La scelta su quale delle due autorità dovrà intervenire sarà determinata da uno scontro anche in questo caso. Quindi se l'autorità monetaria interverrà lo farà attraverso la ricapitalizzazione attraverso policy di redistribuzione monetaria ex-post mentre se interverrà l'autorità fiscale lo farà attraverso gli schemi classici di bailout esplicito. Da una prospettiva di economia politica gli interventi fiscali sono più difficili da implementare, considerando il fatto che sono veramente espliciti e trasparenti mentre un intervento monetario può essere proposto in una forma meno trasparente di ricapitalizzazione invisibile. Tuttavia ci sarà comunque uno scontro tra le due autorità per decidere chi dovrà gestire la situazione. Questi attriti generano un ritardo strategico nelle scelte dove ciascuna autorità attende che l'altra risolva la situazione. Questo stallo e ritardo sull'intervento provoca spesso un ulteriore deterioramento della situazione economica.

2.3 Debito governativo

In questo paragrafo ci concentreremo nel sottolineare l'importante ruolo che il debito governativo gioca nel raggiungimento della redistribuzione delle perdite in situazioni di crisi, e come questo ruolo interagisca con la questione della *Financial Dominance*.

La sostenibilità del debito governativo di alcuni stati europei è stata messa in discussione nel periodo successivo alla Grande Recessione. Diverse ricerche hanno messo in correlazione gli interventi a sostegno del settore bancario nel periodo successivo alla crisi finanziaria all'aumento del rischio di insolvenza di alcuni stati dell'eurozona e quindi al conseguente aumento del costo del debito. In particolare in Acharya et al. (2014), viene individuato nel caso del bailout delle sei banche principali irlandesi annunciato il 30 settembre 2008 un legame tra i CDS del settore bancario e quelli del debito governativo. Sostanzialmente il rischio del settore bancario nel periodo successivo ad un bailout non scompare, semplicemente viene trasferito al settore governativo.

In una situazione dove il debito pubblico di uno stato è sempre più insostenibile a causa del costo elevato per il rifinanziamento, le istituzioni governative cercheranno una soluzione per abbassare tale costo. Una delle soluzioni consiste in un commitment device che consenta allo stato di impegnarsi a ripagare il proprio debito. Questa soluzione consiste nel far detenere alle istituzioni bancarie in un regime di *Financial Dominance* grandi quantità di titoli di stato, così facendo lo stato si impegna a ripagare il proprio debito usando il settore finanziario come un "ostaggio". Se le promesse venissero disattese infatti, la diminuzione del valore dei titoli di stato causerebbero infatti notevoli danni al settore finanziario con le conseguenze già viste nel paragrafo 1.2. Questa strategia però, risulta essere molto simile alla strategia del raddoppio, ed è quindi estremamente rischiosa. Sostanzialmente il governo scommette sulla ripresa economica, ma se questa non dovesse arrivare, si dovrebbe privare della possibilità di non ripagare il debito o lo farebbe a costi molto elevati.

2.3.1 Il ruolo del debito

Tralasciando gli investimenti pubblici puri, il debito sovrano ha giocato due principali ruoli nei cicli economici e nella politica fiscale in generale.

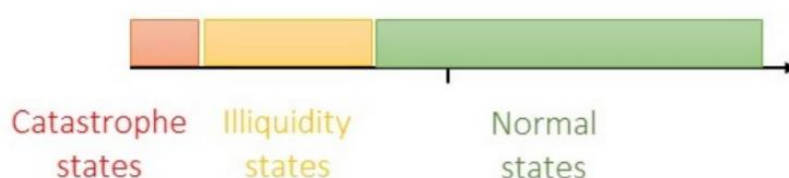
Il primo è l'abilità di trasferire risorse nel tempo. Uno stato che può impegnarsi a ripagare il suo debito infatti, può collezionare i fondi necessari anche in tempi difficili ad un costo ragionevole. Questo debito può essere usato per condurre misure di stimolo nel senso

Keynesiano e mitigare gli shock di liquidità e, quando l'economia ritorna ad essere in una situazione stabile, essere ripagato con gli interessi dei pagamenti.

Il secondo importante ruolo che il debito sovrano gioca, riguarda la sua funzione di meccanismo di assicurazione. Un paese potrebbe infatti affrontare degli shock avversi severi. In tali situazioni esistono degli stati del mondo dove è preferibile uno stato di default del debito o inflazionare una parte di esso. In questi stati del mondo le misure di austerità risulteranno infatti controproducenti. La cronaca recente che riguarda le situazioni di Grecia e Irlanda sono esempi di questo fenomeno: a volte una svalutazione diventa necessaria nel momento in cui uno shock colpisce la capacità di solvibilità del governo.

Per rendere la questione più concreta assumiamo che gli stati del mondo possibili possano essere classificati in uno spazio continuo e divisi in tre spazi (come nella figura 5).

Figura 2: stati del mondo del debito governativo di un paese



Fonte: Brunnermeier (2016)

Per semplicità possiamo considerare l'asse come il ricavo delle tasse previsto nel periodo $t+1$ mentre la linea nera verticale il budget prefissato. Ogni risultato precedente a questa linea è un deficit, mentre qualsiasi punto successivo è un surplus. Il migliore campo del grafico è la situazione normale, dove l'economia è vicina al budget prefissato. Lo spazio centrale rappresenta una situazione dove c'è necessità di liquidità, se il costo di tale finanziamento può essere considerato ragionevole, possono essere messe in atto delle contromisure e l'economia tornerà allo stato normale. Ovviamente gli investitori esterni e neutrali al rischio garantiscono il finanziamento ad un tasso d'interesse basso solamente se la probabilità di un default anticipato risulta sufficientemente bassa. Tuttavia se la probabilità di default è alta, il tasso di interesse è a sua volta alto e questo contribuisce ad aumentare la probabilità di default, gli spazi non sono quindi fissi ma dipendono dalle aspettative sulla probabilità di default e dal costo del debito. Infine nello spazio finale, c'è lo stato del mondo che potremmo definire catastrofico. Imporre misure di austerità in una situazione di questo tipo per ripagare il debito esistente è controproducente perché deprimerebbe ulteriormente l'economia. La presente situazione di

livello del debito è ingestibile, per avere un riscontro reale una situazione di questo tipo è vicina alla situazione greca.

Idealmente, il governo cercherà di individuare un contratto che lo impegnerà a pagare il suo debito nello spazio centrale e quello di destra, senza togliere la possibilità di default (o di inflazione) nel caso catastrofico a sinistra. In altre parole il pagamento del debito dovrebbe essere contingente allo stato del mondo; un accordo che impedisca un qualsiasi tipo di svalutazione del debito (default o inflazione) non sarà quindi necessariamente ottimale. Un contratto di questo tipo garantirà un tasso di interesse per l'indebitamento più basso e ciò consentirà al governo di uscire dalla situazione centrale più velocemente (grazie alla non stabilità dei tre stati vista in precedenza), nel frattempo la possibilità di default garantirà all'economia di non entrare in un vicolo cieco nel caso entri nella situazione catastrofica.

Il problema tuttavia consiste nel fatto che gli investitori sono spaventati dalla situazione possibile in cui il governo pretenda di essere entrato nella situazione catastrofica anche se ciò non è vero. Questo consentirà il governo di non ripagare completamente il debito e di dirottare le risorse in altri programmi politicamente più popolari. Questa possibilità mette in guardia gli investitori che chiederanno un maggiore tasso di interesse per essere compensati del rischio. In altre parole, nella regione della liquidità, il governo può avere un incentivo ex-post ad affermare di essere nello stato del mondo di sinistra effettuando quindi un default del debito. Ovviamente il governo può costruirsi una reputazione per fare in modo di assicurare gli investitori che si troverà in una situazione di default solamente se l'economia scivolerà nello stato del mondo peggiore.

Il governo sarebbe quindi più credibile attraverso un commitment device, e tale strumento come abbiamo già visto risulta essere più efficiente se contingente agli stati del mondo possibili. Nello spazio verso destra, il pagamento del debito non è così costoso quindi il bisogno di impegno è a sua volta piccolo. Nella regione centrale il governo è tentato di porsi in una situazione di default per motivi strategici, quindi la punizione per una deviazione dalle promesse fatte dovrà essere la più severa. Il commitment device ideale inoltre limiterà le punizioni nella regione inferiore e lascerà (almeno parzialmente) al governo la possibilità di limitare i danni nel caso di un evento catastrofico. Quindi il governo può raccogliere fondi ad un costo ragionevole ex-ante, questo costo include un premio al rischio solo per il default nella situazione catastrofica e non in quella di liquidità.

In questa situazione c'è un evidente trade off: se il commitment device non è abbastanza potente i problemi di liquidità si aggravano, se l'impegno invece costituisce una "camicia di forza" per il governo i problemi di liquidità vengono risolti ma si finisce per prevenire il default anche in situazioni di grande difficoltà, creando un problema di overcommitment.

2.3.2 Overcommitment

La domanda a questo punto si pone spontanea, come fa una nazione sovrana a prendere un impegno credibile, quando la definizione stessa di sovranità si esplica nel fatto che fa (e può cambiare) le regole? La fondazione delle banche centrali può essere ricondotta a questo problema. Inoltre nelle attuali economie il debito governativo è ampiamente detenuto dai cittadini dello stato e quindi dai votanti. Questo rende il default estremamente costoso per un governo e funziona come commitment device in alcuni stati²¹. Nel paragrafo 2.1.1 abbiamo analizzato la situazione nella quale, quando il settore finanziario è debole esiste un incentivo ex-post e strumenti potenziali che consentono alle autorità di astenersi dal trasferire le perdite verso il settore finanziario per evitare che i meccanismi di amplificazione creino costi che superano i costi di bailout. Ex-ante tuttavia ciò crea un incentivo al settore di rimanere debole e quando il settore bancario è sottocapitalizzato esso agisce come un amplificatore degli shock invece che un ammortizzatore. Un aspetto benefico della Financial Dominance consiste tuttavia nella riduzione del problema dell'incoerenza temporale nelle scelte sul debito governativo. Nella possibile ricerca di un commitment device, un settore bancario sottocapitalizzato può rappresentare infatti un "ostaggio" che rende più dolorosa la decisione di un default. Ipotizziamo che un governo vende il suo debito principalmente alle banche nazionali e, come accade nello scenario europeo, che le banche stesse abbiano una convenienza a detenere debito governativo del proprio paese nel bilancio. A causa della Financial Dominance tali banche sono deboli durante i periodi non favorevoli, incluso lo stato di cattiva liquidità dove sarebbe favorevole ex-ante per il governo lo stato di default. In quelli stati del mondo non è più conveniente per il governo un default ex-ante perché questo vorrebbe dire far collassare a sua volta il settore finanziario, questo considerando i meccanismi amplificatori descritti nel paragrafo 1.2 aggraverebbe ulteriormente la situazione. Quindi il governo, consentendo e incentivando a far detenere alle banche titoli di stato nei propri bilanci in un regime di Financial Dominance, si impegna a ripagare il suo debito. Questo meccanismo diminuisce la probabilità di default e risolve il problema dell'incoerenza temporale, consentendo al governo di prendere a prestito denaro ad un tasso di interesse ragionevole quando affronta problemi di liquidità. Tuttavia se il governo si trova nella necessità di andare in default, perché si trova nello stato del mondo di sinistra ovvero la situazione catastrofica, il costo relativo a questa opzione risulterà troppo alto.

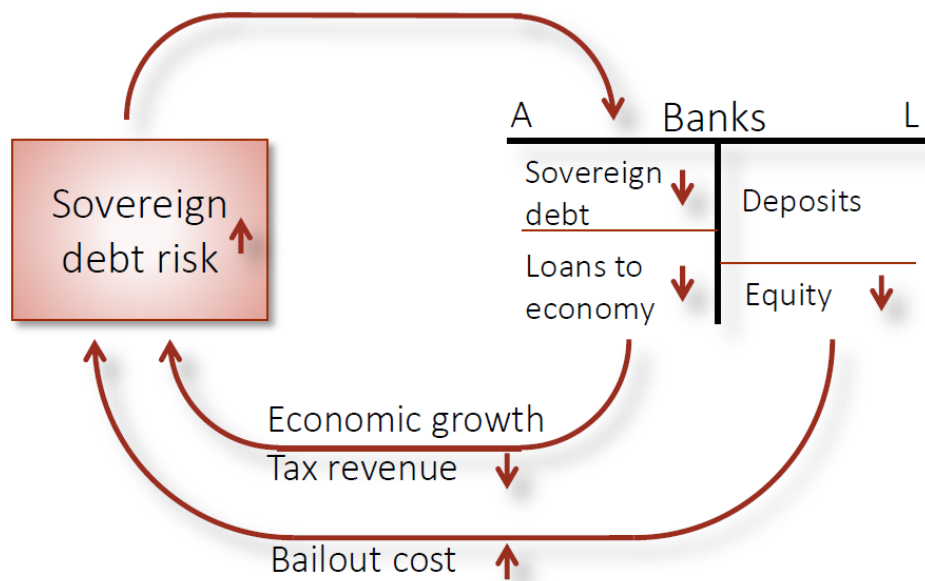
²¹ Un esempio di questo tipo può essere il Giappone.

2.3.3 Diabolic Loop

Parte del potere di impegno del commitment device deriva dall'effetto amplificatore causato dal così detto Diabolic Loop tra rischio di default bancario e sovrano. Il settore finanziario può quindi prevenire il default sovrano semplicemente detenendo grandi quantità di debito governativo nei suoi portafogli, tuttavia questa strategia può avere diverse conseguenze. Il default sovrano e il collasso del sistema domestico bancario sono chiaramente collegati. Come abbiamo già visto lasciando che le banche sottocapitalizzate detengano grandi quantità di debito sovrano si hanno due dirette conseguenze: ci si assicura che il governo non effettuerà un default, tuttavia se un default sarà inevitabile il settore governativo, finanziario e quindi l'intera economia sarà distrutta.

Il Diabolic Loop può avere inizio dal settore governativo, come nel caso del Portogallo, o dal settore finanziario come nei casi di Irlanda e Spagna. Da dove lo shock ha inizio non ha importanza, quello che vogliamo evidenziare è che una volta che questo circolo vizioso comincia danneggia la stabilità finanziaria di un paese, rende gli interventi di bailout inevitabili e ha ripercussioni nell'economia reale. Questo fenomeno viene descritto nella seguente figura.

Figura 3: Diabolic Loop



Nella figura si può vedere il circolo vizioso che lega il settore governativo al settore bancario, provocando effetti sulla crescita economica. (Fonte: Brunnermeier (2016))

Inizialmente uno shock fa diminuire il prezzo dei bonds governativi. Considerando che le banche detengono un grande ammontare di questi titoli, le banche soffrono una perdita di capitale e l'equity diminuisce. Una diminuzione dell'equity provoca una minore capacità di assorbire le perdite e quindi un aumento della probabilità di bailout. Questo porta ad una maggiore tensione delle finanze pubbliche che diminuisce ulteriormente il valore del debito sovrano. Oltre a questa spirale negativa, la seconda componente del Diabolic Loop riguarda il tasso di crescita dell'economia reale. Se le banche sono meno capitalizzate infatti esse riducono l'offerta di credito, il tasso di credito diminuisce e con esso anche il tasso di crescita dell'economia che causa una diminuzione del ricavo dalle tasse. Nel lungo periodo il deficit dello stato aumenta e il valore dei bonds governativi diminuisce.

CAPITOLO 3

Nel primo capitolo sono state individuate le caratteristiche e le peculiarità che hanno portato storicamente ad un trattamento preferenziale delle decisioni governative nei confronti del settore finanziario, nel secondo capitolo invece è stato analizzato il rapporto che lega il debito governativo con i salvataggi bancari ed il fenomeno della Financial Dominance. Per concludere l'analisi, in questo capitolo individueremo quali sono state le ultime decisioni di gestione del settore finanziario dal punto di vista regolativo, concentrandoci sullo scenario europeo.

3.1 Bank Recovery and Resolution Directive

Nell'ultimo paragrafo dello scorso capitolo abbiamo parlato del circolo vizioso che lega il settore bancario al debito sovrano. Questa condizione, che viene ormai considerata come la principale causa della crisi europea degli ultimi anni, ha avuto come esito la necessaria attuazione di piani istituzionali per alleviarne gli effetti negativi.

In particolare come risposta alla crisi, l'Unione Europea ha cominciato ad attuare nel 2012 l'Unione Bancaria, ovvero il trasferimento della responsabilità sulla policy del settore bancario in alcuni paesi da un livello nazionale ad un istituto sovranazionale. Una parte dell'Unione Bancaria, quella su cui concentreremo maggiormente l'analisi, consiste nella Bank Recovery and Resolution Directive (BRRD) introdotta nell'aprile del 2014. Questa direttiva si pone l'obiettivo di uniformare le regole dell'intera eurozona che riguardano i fallimenti bancari e introduce misure di cooperazione tra stati per le banche che superano con la loro attività i confini nazionali. Il Single Resolution Mechanism (SRM) stabilisce invece l'assetto istituzionale e di finanziamento per applicare le regole della BRRD.

Questa riforma nel sistema europeo è avvenuta in un contesto ben preciso che ha provocato un deciso cambio di rotta nelle decisioni dei regolatori. In particolare l'Unione Bancaria ha preso forma successivamente allo sviluppo nel 2011 da parte del Financial Stability Board dei KA²², degli standard internazionali per i regimi di risoluzione delle istituzioni finanziarie. Oltre a questo nel novembre del 2010 sono state approvate anche una serie di riforme contenute nell'accordo di Basilea III. Tale accordo è stato un contenuto fondamentale per il periodo successivo alla crisi finanziaria e si pone come obiettivo un indurimento degli standard minimi

²² Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions

di resilienza bancaria per fare in modo che le banche siano meno soggette a fallimenti. I principali cambiamenti rispetto all'accordo precedente riguardano: un aumento della qualità e del livello del capitale; un rinforzo del capitale di rischio; l'inclusione di un nuovo requisito rappresentato da un indice di indebitamento; l'introduzione di un cuscinetto di capitale per mitigare le varie fonti di rischio sistemico; una diminuzione del rischio di liquidità attraverso il Liquidity Coverage Ratio (LCR) e un Net Stable Funding Ratio (NSFR).

Passiamo ora ad analizzare questa riforma europea. L'Unione Bancaria, nel suo progetto originale prevede 3 principali pilastri:

- 1) Un singolo meccanismo supervisore (SSM) con la BCE come supervisore centralizzato sovranazionale;
- 2) Un singolo meccanismo risolutore (SRM) con il SRB responsabile per la gestione delle banche in caso di fallimento;
- 3) Uno schema di depositi garantiti, che anche se non è ancora centralizzato si basa sugli stessi principi armonizzati per tutti i stati membri EU.

Attraverso il SSM la BCE supervisiona direttamente le più grandi banche dell'area euro, mentre i supervisori nazionali invece continuano a monitorare le banche rimanenti con comunque una supervisione indiretta della BCE. Prima di prendere formalmente sotto la propria responsabilità le banche la BCE ha condotto un comprehensive assessment che comprendeva una revisione della qualità degli asset (AQR) e uno stress test a tutte le banche che sarebbero finite sotto la propria competenza.

Tra meccanismo risolutore e l'organo supervisore esiste una indipendenza funzionale e operativa garantita da un set minimo di sistemi istituzionali, come per esempio differenti canali di segnalazioni e linee separate di finanziamento. Questa indipendenza è di vitale importanza e garantisce una diminuzione dei conflitti di interesse potenziali che possono derivare ad esempio da una predisposizione del meccanismo risolutore di non mettere in discussione il lavoro della autorità di supervisione o di favorire un beneficio fiscale di breve termine ritardando la decisione di risoluzione. I conflitti di interesse tra le differenti autorità vengono in oltre evitati attraverso una chiarificazione dei ruoli di ogni autorità interessata nei processi risolutivi.

Il SRM è responsabile per la chiusura o la ristrutturazione delle centotrenta più grandi banche dell'area euro e di duecento banche che superano i confini nazionali operando in più paesi. Ha

inoltre il diritto di intervenire in ognuno dei seimila istituti di credito dell'area euro. Il principio su cui si basa questo trasferimento di competenze a livello sovranazionale si esplica nel fatto che le banche supervisionate ad un livello europeo, in caso di crisi non possono essere gestite a livello nazionale.

Sappiamo che quando una entità economica diventa insolvente, dovrebbe uscire dal mercato seguendo una modalità ordinata per fare in modo che essa non continui a distruggere benessere economico. Questa condizione è fondamentale per il funzionamento di una economia di mercato e dovrebbe essere applicata anche per le istituzioni finanziarie, da questo sorge la necessità di un meccanismo risolutore. Il caso Lehman ha mostrato che l'insolvenza di una grande ed interconnessa istituzione finanziaria può causare il collasso dell'intera industria. In particolare la mancanza degli strumenti adeguati per le risoluzioni bancarie coincide con la necessità di usare fondi pubblici per cercare di mantenere la stabilità finanziaria. Lo strumento che viene messo a disposizione del SRM viene chiamato Single Resolution Board. Esso, quando attivato dalla BCE, prepara e monitora le decisioni di risoluzione. Uno degli obiettivi principali di una risoluzione bancaria deve essere la velocità nell'esecuzione (paragrafo 1.3). Il SRB si pone di agire in 24 ore, con un'aggiunta di 12 ore per eventuali obiezioni della commissione europea; questo serve principalmente per evitare le interferenze di singoli paesi. Assieme al SRB che è diventato operativo nel gennaio del 2016 sono stati posti dei requisiti minimi dei fondi propri sottoponibili a bail in (MREL) per le banche nell'ambito del SRB.

Lo strumento finanziario del SRM è il Single Resolution Fund, ovvero un insieme centralizzato di risorse finanziarie. IL SRF è un meccanismo di assicurazione che assorbe gli shocks idiosincratici bancari. Questo strumento è ritenuto più efficiente rispetto ai fondi nazionali per garantire un'assicurazione e proteggere i contribuenti. Il SRF è finanziato con circa l'1% dei depositi assicurati, attraverso delle tasse proporzionali al passivo e al profilo del rischio. La commissione europea sottolinea più volte che il SRF non è un fondo per i bailout ma garantisce fondi per ricapitalizzare le banche in salute e garantire la stabilità finanziaria.

La risoluzione di una banca in fallimento prevede inizialmente la cessione dell'istituto, o di una parte di esso ad una altra istituzione senza il consenso degli azionisti. Nel frattempo una banca ponte assolve le funzioni essenziali per preservare la continuità della banca temporaneamente, e questo è un altro punto fondamentale per diminuire gli effetti di una risoluzione bancaria (paragrafo 1.3.1). Avviene una separazione degli asset in due parti, quindi la banca viene divisa in "good bank" e in "bad bank". Per concludere avviene il Bail-in dei creditori della banca, le perdite vengono quindi distribuite in ordine gerarchico crescente agli azionisti, obbligazionisti, altri creditori e infine ai depositi superiori ai 100 mila euro.

La BRRD dà ai supervisori ampi poteri per intervenire nelle banche in situazioni di crisi prima che la situazione risulti irreversibile, i poteri riguardano la possibilità di dismettere il management, il potere di insidiare temporaneamente dei nuovi amministratori e la possibilità di convocare l'assemblea degli azionisti per adottare riforme necessarie per la ristrutturazione del debito della banca.

Il principale obiettivo che la BRRD si pone è quello di fornire una alternativa che consenta una risoluzione delle aziende finanziarie senza l'utilizzo di denaro pubblico o nel caso questo risultasse impossibile minimizzare comunque il costo per i contribuenti. Come abbiamo visto nei paragrafi precedenti nel periodo successivo alla Grande Recessione sono stati messi a disposizione ingenti somme per il finanziamento dei bailout del settore finanziario. Nel periodo che va da ottobre 2008 e dicembre 2012, la Commissione Europea ha approvato aiuti di stato pari a €3600 miliardi per le istituzioni finanziarie dei quali €1600 miliardi sono stati effettivamente usati. Gli stati membri hanno così fornito €591,9 miliardi ovvero il 4,6% del PIL dell'UE nel 2012. Dopo questo ingente uso di risorse pubbliche l'obiettivo dei regolatori si è focalizzato nella creazione di un sistema finanziario più sicuro che consenta alle istituzioni sistematicamente importanti di fallire in maniera ordinata per evitare di ripetere il dilemma del "too big to fail". Questo consente di preservare le finanze pubbliche ex post e la disciplina di mercato ex ante. Tuttavia con l'implementazione del Bail-in sono sorti dei problemi dal punto di vista degli investitori. Gli investitori devono essere infatti a conoscenza di queste regole e comportarsi di conseguenza nella distribuzione del rischio nei loro piani di risparmio, questo risulta impossibile nel caso di nuove regolamentazioni che hanno valenza retroattiva.

3.2 Bail-in

Tra gli strumenti a disposizione delle autorità competenti attraverso la BRRD nel contesto delle risoluzioni bancarie, il più innovativo consiste nel potere di effettuare il Bail-in.

Il Bail-in dei creditori è un meccanismo che permette di cancellare o ridurre le passività di una banca in fallimento, o di convertire il debito in azioni per ristabilire il capitale di una istituzione e aumentarne quindi la capacità di assorbire le perdite. Il regime di Bail-in è stato introdotto per evitare i salvataggi esterni che come abbiamo visto nei paragrafi dei primi due capitoli sono associati a episodi di azzardo morale e a legami con il debito pubblico dei paesi. Questo regime si basa inoltre su un principio di pena secondo il quale il costo dei fallimenti bancari deve essere addossato ai soggetti che direttamente o indirettamente lo hanno provocato e beneficiato dei rendimenti derivanti dal rischio. Secondo questo principio questi soggetti devono essere azionisti e creditori.

La prima vera applicazione di un Bail-in è avvenuta a Cipro nel 2013, questa decisione è stata dettata da un particolare contesto. In Demetriades (2016) la crisi cipriota viene descritta come la vicenda di due banche diventate nel tempo troppo grandi per fallire, troppo grandi per essere salvate, troppo grandi per essere regolate a causa di un contesto di corruzione politica e di policies economiche malamente gestite. La risoluzione di questa crisi ha segnato per la sua drammaticità una radicale differenziazione dagli schemi di bailout tradizionali, è stato infatti la prima volta che non solo azionisti e obbligazionisti ma anche i depositanti sono stati obbligati a partecipare alla ristrutturazione di una banca. Uno dei punti fondamentali di questa vicenda è che quasi il 70% dei depositanti del sistema bancario cipriota fossero non residenti in UE. Spostando l'onere delle perdite sulla parte della società più ricca e politicamente connessa il bail.in ha creato una ricaduta che ha minacciato l'indipendenza della banca centrale e ha messo il sistema giudiziario sotto una pressione politica senza precedenti.

Lo strumento di Bail-in, unito ai requisiti di capitale sono fondamentali per eliminare o alleviare la situazione di Financial Dominance che abbiamo descritto nel capitolo 2.

3.2.1 Esempio

Per capire il funzionamento di questo particolare strumento, in Philippon and Salord (2017) viene fornito un esempio che torna utile per comprendere effetti e le gerarchie degli asset sottoponibili a Bail-in.

Consideriamo quindi una banca con attività totali paria a 100. I requisiti di capitale prevedono come parametro il 7% del RWA e che $RWA/A=0,5$. Per semplicità prendiamo i requisiti azionari come il 3,5% delle attività totali. Nello stato iniziale la banca è ben capitalizzata considerando il fatto che il 5% risulta maggiore al 3,5%.

Attività totali		100	Passività totali		100
Prestiti	90		Azioni	5	
Securities	10		Debito junior	5	
			Debito senior	5	
			Depositi	85	

In un primo caso supponiamo ci sia una perdita del 2%. Questo comporta una diminuzione dell'equity al 3%, tuttavia questo viola i requisiti di capitale fissati. La banca può provare ad accumulare ulteriore equity per tornare al tasso del 5%. Se questa alternativa non ha un esito positivo il debito classificato junior può essere sottoposto al processo di Bail-in. Ipotizziamo quindi che il debito junior sia convertito in equity con un haircut pari ai 2/5. I possessori del debito junior ora posseggono 3 unità di debito e 2 unità di equity. Il detentore di azioni iniziale subisce una perdita pari a due unità e ora possiede solo tre unità di equity. Le perdite sono subite unicamente dagli shareholders iniziali e il Bail-in viene usato solamente per mantenere gli indici di capitale a livelli adeguati.

Attività totali		98	Passività totali		98
Prestiti	$90-2=88$		Azioni	$5-2+2=5$	
Securities	10		Debito junior	$5-2=3$	
			Debito senior	5	
			Depositi	85	

Supponiamo ora che la perdita nelle attività sia pari al 6%. Gli azionisti originali in questo caso vengono completamente cancellati. I debitori junior perdono una unità e le rimanenti quattro unità sono completamente convertite in nuovo equity. Per continuare a mantenere i requisiti iniziali, una unità di debito senior viene sottoposta a Bail-in. Al termine del processo, i creditori junior originali posseggono 4/5 dell'equity, e quelli senior 1/5 dell'equity e quattro unità di debito senior.

Attività totali	94	Passività totali	94
Prestiti	$90-6=84$	Azioni	$5-5+4+1=5$
Securities	10	Debito junior	$5-1-4=0$
		Debito senior	$5-1=4$
		Depositi	85

Per concludere gli scenari possibili, se ipotizziamo delle perdite che superino il 15% delle attività, anche i depositi subiscono un haircut o, nel caso siano coperti, il sistema di garanzia depositi paga la differenza.

3.2.2 Conseguenze

Il Bail-in può quindi essere visto come una forma di assicurazione, data dai creditori, contro la possibilità di insolvenza bancaria e quindi di conseguenza garantire il finanziamento soprattutto di breve termine per evitare possibili episodi di bank run.

L'efficacia del Bail-in dipende dall'abilità dell'autorità risolutiva di esercitare il proprio potere in modo da accrescere la stabilità finanziaria. Come abbiamo già detto, le banche e il sistema bancario in generale sono vulnerabili alle corse agli sportelli ed altri episodi di panico che possono essere causati da deboli fondamentali o a cambi nel sentimento del mercato che si auto

realizzano (vedi Diamond and Dybvig (1983)). Se il mercato crede che la vitalità di una SIFI²³ in difficoltà sarà risanata con una ricapitalizzazione sotto il potere del Bail-in, la fiducia degli investitori aumenterà e questo avrà come esito un effetto di rafforzamento sulla stabilità finanziaria. Tuttavia se l'uso del potere di Bail-in sarà recepito come un segnale di debolezza e insolvenza, l'uso di tale strumento potrà innescare una fuga dei creditori e quindi provocare una situazione di instabilità e contagio. In Zhou et al. (2012), vengono discusse le principali conseguenze derivanti dall'introduzione del Bail-in. Tali conseguenze sono divise in tre principali sezioni.

La prima riguarda l'impatto potenziale sui costi di finanziamento. Con l'introduzione del Bail-in si ridurrebbe o sarebbe eliminato il sussidio implicito derivante dalla condizione TBTF. Questo ha un impatto diretto sui costi di finanziamento. In particolare i rating delle banche, che hanno beneficiato del forte grado di sostegno pubblico, sono rettificati verso il basso a causa della perdita delle garanzie governative. Questo contribuirà a ripristinare la disciplina di mercato allineando i costi di finanziamento bancario con i rischi intrapresi. Questa situazione aiuta ad intraprendere una differenziazione maggiore nelle banche in base al rischio presente nelle attività diminuendo la differenza tra banche considerate SIFI e quelle non SIFI. Riallineare il costo dei finanziamenti con i rischi intrapresi consente alle parti meno sostenibili del sistema di consolidarsi o, se questo non risultasse praticabile, di venire eliminate. Questo porta, nel lungo periodo e successivamente ad una prima fase, ad una creazione di valore dando ai creditori dei rendimenti più elevati dal momento in cui il Loss Given Default²⁴ atteso sotto un regime di Bail-in risulta essere minore rispetto a quello derivante da un regime di liquidazione disordinata. Un'altra componente che impatta sul costo di finanziamento deriva dalla rottura del circolo vizioso tra rischio sovrano e i costi bancari di finanziamento. La pressione derivante dai debiti sovrani ha esacerbato la pressione del livello dei prezzi sul debito senior bancario, se consideriamo il fatto che l'introduzione del Bail-in implica per la prima volta una alternativa al Bail-out, questo ha come conseguenza una riduzione della correlazione tra debito senior bancario e debito governativo. Tuttavia l'introduzione del Bail-in deve essere operata in maniera tale da assicurare che le istituzioni finanziarie di adeguino a questo nuovo regime. Il trend generale di aumento dei costi di finanziamento può infatti pesare in un sistema bancario sotto pressione. Un più alto costo di finanziamento per un lungo periodo può portare i gestori delle banche alla ricerca di attività più rischiose o ad un deleverage.

²³ Systemically important financial institution

²⁴ LGD o severity of loss è una misura del rischio di recupero dei crediti da parte di una banca

La seconda categoria riguarda gli effetti sulla struttura delle passività bancarie. La struttura del patrimonio di una banca tende ad essere determinata dal tradeoff tra il costo marginale del debito (es. i costi di fallimento) e i benefici marginali del debito (es. incentivi fiscali). Con l'introduzione del Bail-in il costo marginale del debito non garantito aumenta e la sua quota nel totale delle passività potrebbe diminuire. Le banche potrebbero semplicemente aumentare il loro capitale totale per diminuire il costo del debito senior, questa opzione sarebbe un risultato desiderabile. Tuttavia le banche potrebbero muoversi verso prestiti a breve termine garantiti (come per esempio i covered bonds) per diminuire i costi di finanziamento, nel tentativo di evitare il Bail-in. Nel caso dei covered bonds, essi portano benefici alle banche (diminuzione dei costi) e agli investitori (maggiore protezione data dal collaterale) allo stesso tempo però possono avere un impatto indesiderato nel bilancio dell'emittente e nell'efficacia della struttura di risoluzione bancaria (incluso il Bail-in) e sugli schemi di assicurazione dei depositi. Dobbiamo inoltre effettuare delle considerazioni sull'introduzione di requisiti minimi per le banche che emettono debito non assicurato (come percentuale delle attività totali). Queste condizioni sono fondamentali e aiutano a rassicurare i mercati sulla solidità del Bail-in in caso di ricapitalizzazione di istituzioni in crisi per ripristinarne la vitalità.

La terza e ultima categoria riguarda i potenziali rischi di contagio derivanti dall'implementazione di questo strumento. Uno dei problemi derivanti dal Bail-in consiste nel pericolo che il rischio sistemico sia semplicemente trasferito ad altre parti del settore finanziario. Un'ampia parte di strumenti di debito viene acquistata infatti da altre istituzioni finanziarie e da compagnie di assicurazione. Pertanto questa condizione va tenuta in considerazione prima di applicare il potere di Bail-in, in modo da valutare gli effetti sul bilancio di altre istituzioni a livello di contagio. Per questo motivo risulta fondamentale l'attività di supervisione e intervento preventivo per evitare o limitare partecipazioni incrociate di strumenti del Bail-in.

3.3 Effetti dell'Unione Bancaria

In Covi and Eydam (2018) vengono analizzati gli effetti dell'Unione Bancaria. In particolare viene mostrato come dal 2015 in avanti ci sia stata un crollo del trasferimento del rischio, sia dal debito sovrano alle banche che dalle banche al debito sovrano. In particolare la ricerca si concentra nel determinare se tale crollo sia da imputare all'implementazione della BRRD. L'analisi rivela che tale ipotesi sia confermata da risultati consistenti e robusti. L'introduzione del meccanismo di risoluzione attraverso la BRRD e la cornice dell'Unione Bancaria è stata quindi efficace nell'affrontare gli spillovers di rischio tra sistema bancario e le fragili posizioni fiscali sovrane. Questo ha importanti implicazioni non solo per i portatori di interesse diretti, ma anche per i contribuenti, le istituzioni europee e i regolatori di policy macroprudenziali. L'efficacia dell'implementazione della Unione Bancaria provoca un più trasparente meccanismo di allocazione delle perdite nel caso di un default dell'equity, questo ha provocato una crescente efficienza nell'allocazione del capitale (sia di debito che di rischio) nel settore bancario. Attualmente l'onere di un fallimento bancario è stato traslato dai contribuenti ad una ben determinata gerarchia di investitori, questo consente al prezzo di una attività del capitale di riflettere il premio al rischio assegnato alla classe dei strumenti soggetti al Bail-in. Inoltre questo nuovo set di misure macroprudenziali rappresenta una alternativa ai più alti requisiti di equity che, dopo una certa soglia, possono avere effetti dannosi nel funzionamento del canale del prestito aumentando i tassi di interesse e diminuendo la quantità di denaro prestata. Questo fattore risulta particolarmente importante se si considera che, nell'UE, l'investimento privato è legato più ai prestiti bancari che al finanziamento dell'equity. Le 3 componenti principali dell'unione monetaria: SSM, SRM, SRB rafforzano il processo di integrazione dell'area euro, e consentono, per dei criteri comuni di supervisione e risoluzione, di inserirsi nell'eterogeneo sistema finanziario europeo. Una impronta comune regolativa aumenta la responsabilità delle autorità sovranazionali europee, ripristina la confidenza nel sistema finanziario e riduce il rischio idiosincratico derivante dal fallimento di coordinamento a livello nazionale. Complessivamente le attività di policy macroprudenziali possono essere viste come il completamento e l'alternativa per stabilizzare il sistema finanziario quando le altre attività di policy (monetaria e fiscale) non hanno efficacia. Tuttavia questo cambio di direzione potrebbe essere solo temporaneo e solo un evento estremo potrà testare definitivamente l'efficacia.

CONCLUSIONI:

L'elaborato ha come obiettivo nella prima parte l'individuazione delle peculiarità che rendono il settore finanziario differente dagli altri. In particolare individua le motivazioni che provocano un trattamento preferenziale nelle scelte governative riguardanti questo particolare settore.

Nella seconda parte vengono messe in evidenza, concentrandosi sullo scenario europeo, le ultime scelte delle autorità regolative di tale settore cercando di indagare sulle motivazioni che hanno portato a queste decisioni.

Il settore finanziario si pone come canale di collegamento tra i fondi dei risparmiatori e le imprese che hanno necessità di accedere a finanziamenti cercando di favorire un'allocazione ottimale delle risorse. Se consideriamo l'attività bancaria, essa presenta delle caratteristiche uniche non condivise da nessun altro tipo di attività ovvero la natura delle sue passività. I clienti possono infatti avere accesso alle somme depositate in qualsiasi momento, mentre le somme prestate e gli investimenti hanno una scadenza di medio-lungo termine. Questa differenziazione temporale provoca una fragilità nella struttura di fondo esponendo l'attività ad episodi di bank-run. L'attività bancaria deve sopportare tre diverse componenti di rischio: credito, operativo e di mercato. Inoltre in caso di shock negativi derivanti da questi rischi, le istituzioni finanziarie nel tentativo di diminuire la propria esposizione al rischio provocano un effetto amplificatore dello shock causato dall'interconnessione nelle attività delle istituzioni che compongono il settore (vedi Brunmeier et al (2012) e Brunmeier and Sanikov (2015)). Un cattivo stato di salute del settore finanziario non consente una allocazione ottimale delle risorse e questo provoca effetti negativi sull'economia reale di un paese.

A queste due componenti, ovvero (1) fragilità e (2) interconnessione all'interno del settore e all'esterno con l'economia reale, è necessario aggiungerne una terza: (3) il legame che il settore finanziario ha con il debito governativo. Queste tre componenti hanno come diretta conseguenza il fatto che le istituzioni del settore finanziario non possono avere un regime di fallimento classico, ovvero attraverso una normale liquidazione degli asset, a causa degli alti costi derivanti da una scelta di questo tipo in termini di instabilità finanziaria. La mancanza di alternative che portassero ad una risoluzione delle banche in fallimento o vicine al fallimento ha provocato un ingente utilizzo di risorse pubbliche per il salvataggio di tali istituzioni nel periodo della Grande Recessione. Questo ha portato enormi distorsioni di mercato derivanti dall'azzardo morale conseguente, accentuato da una situazione di Financial Dominance.

Nel periodo successivo, durante la crisi europea del debito sovrano, la situazione è ulteriormente peggiorata anche a causa del Diabolic Loop. Le autorità regolatrici hanno quindi, in una situazione di emergenza, cercato delle alternative agli interventi di Bail-out. In particolare all'interno dell'UE questo ha coinciso con l'introduzione dell'Unione Bancaria e della BRRD. Questa direttiva contiene un set di strumenti, definiti ex-ante, utilizzabili in una situazione dove una istituzione finanziaria è in fallimento o vicina al fallimento. La definizione di una procedura di risoluzione bancaria consente un miglioramento nella disciplina di mercato, diminuisce il trasferimento del rischio dalle banche al debito sovrano dei paesi e risolve il problema dell'incoerenza temporale delle scelte governative. Questo provoca una stabilizzazione del settore finanziario, ma potrebbe portare a delle conseguenze negative soprattutto nel primo periodo di transizione di tale riforma. I primi effetti di tale riforma, che viene definita radicale da alcuni studi (vedi Véron (2015)) sembrano essere positivi come evidenziato in Covi and Eydam (2018). Tuttavia l'efficacia di questa nuova struttura potrà essere testata solamente durante la prossima situazione di crisi. Grazie agli argomenti trattati nei vari capitoli si può infatti capire come le sfide legate all'assetto regolativo del settore finanziario siano variegata e mutevoli nel tempo.¹

BIBLIOGRAFIA:

ACHARYA, V., DRECHSLER, I., SCHNABL, P., 2014, *A Pyrrhic Victory? Bank Bailouts and Sovereign Credit Risk*, The Journal of The American Finance Association, Vol. LXIX, NO. 6

BECK, T., a cura di., 2012, *Banking Union for Europe Risks and challenges*, Centre for Economic Policy Research (CEPR)

BRUNNERMEIER, M., 2016, *Financial Dominance*, Paolo Baffi Lecture (July 29, 2016)

BRUNNERMEIER, M., AND SANNIKOV, Y., 2016, *The I Theory of Money*, National Bureau of Economic Research, Working Paper Series 22533

BRUNNERMEIER, M., EISENBACH, T. M., SANNIKOV Y., 2012, *Macroeconomics with financial frictions: a survey*, Cambridge: National Bureau of Economic Research, Disponibile su, <<http://www.nber.org/papers/w18102>>

COVI, G., EYDAM, U., 2018, *End of the sovereign-bank doom loop in the European Union? The Bank Recovery and Resolution Directive*, Springer Nature

CROSIGNANI, M., 2017, *Why are banks not recapitalized during crisis?*, Federal Reserve Board

DE GREGORIO, J., AND GUIDOTTI, P., 1995, *Financial Development and Economic Growth*, *World Development*, Vol. 23, No. 3, pp. 433-448,

DEMETRIADES, P.O., 2016, *Political economy of a euro area banking crisis*, LSE Financial Markets Group Special, Paper No, 245, London.

ECB FORUM ON CENTRAL BANKING, 2014, *Monetary Policy in a Changing Financial Landscape*, Sintra, 25-27 Maggio 2014, European Central Bank

GROSSMAN, E., AND WOLL, C., 2014, *Saving the banks: the political economy of bailouts*, Comparative Political Studies 2014, Vol. 47(4) 574-600

HRYCKIWICZ, A., 2014, *What do we know about the impact of government interventions in the banking sector? An assessment of various bailout programs on bank behavior*, Elsevier B.V, Journal of Banking & Finance 46 246-265

LINTER, P., et al., 2017 *Understanding bank recovery and resolution in the EU: a guidebook to the BRRD*, World Bank Group: Financial Sector Advisory Center (FinSAC)

NAVARETTI, G. B., a cura di., 2016, *Sovreign and banking risks: what policies?*, Europeye

PARIGI, B. M., 2018, *Appunti e slides del corso Money and Banking*

PHILIPPON, T., AND SALORD, A., 2017, *Bail-ins and bank resolution in Europe*, Geneva Reports on the World Economy special report 4, International Center for Monetary and Banking Studies (ICMB)

VÉRON, N., 2015, *Europe's radical banking union*, Bruegel essay and lecture series

WHITE, P., AND YORULMAZER, T., 2014, *Bank resolutions concepts, tradeoffs, and changes in practices*, Economic Policy Review, volume 20 number 2

ZHOU, C., 2009, *Are banks too big to fail? Measuring systemic importance of financial institutions*, Amsterdam: Economics and Research Division, De Nederlandsche Bank, Disponibile su <<http://sssm.com/abstract=1546384>>

ⁱ 13654 parole