



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di Laurea Magistrale in Scienze Economiche e Finanziarie

**INSTABILITA' FINANZIARIA: LE RECENTI CRISI DEL
SISTEMA BANCARIO E IL RUOLO DELL'INTERMEDIAZIONE
FINANZIARIA NON BANCARIA**

**FINANCIAL INSTABILITY: THE RECENT CRISES IN THE BANKING
SYSTEM AND THE ROLE OF NON-BANK FINANCIAL
INTERMEDIATION**

Relatrice:

Prof.ssa Giulia Bettin

Tesi di Laurea di:

Stefano Pompa

Anno Accademico 2022/2023

Alla mia famiglia

INDICE

INTRODUZIONE	6
CAPITOLO 1: DALLA TEORIA DELL'INSTABILITA' FINANZIARIA ALLA CRISI DEI MUTUI SUBPRIME.....	8
1.1 Le crisi si ripetono.....	8
1.2 Minsky e la critica alla teoria neoclassica.....	10
1.3 La teoria dell'instabilità finanziaria.....	12
1.4 L'economia del disastro	17
1.5 La ricostruzione storica di Kindleberger.....	21
1.5.1 Manie speculative	22
1.5.2 Disagio e Panico.....	24
1.5.3 Il Crollo.....	25
1.5.4 Il prestatore di ultima istanza.....	26
1.6 Un caso studio: la crisi dei mutui subprime	27
1.6.1 Innovazione finanziaria.....	28
1.6.2 Deregulation e leva finanziaria	32
1.6.3 Il sistema bancario ombra.....	33
1.6.4 Il crollo.....	34
CAPITOLO 2: LO SHADOWBANKING.....	37
2.1 L'origine del termine.....	37
2.2 Una panoramica generale	39
2.3 Benefici	42
2.4 Rischi	43
2.4.1 Leva Finanziaria	44
2.4.2 Liquidità.....	45
2.4.3 Interconnessione.....	47
2.5 Narrow measure.....	48
2.5.1 Indici di vulnerabilità per gli EF1.....	52
2.6 Il caso Archegos	55
2.7 Strumenti di policy per gestire i rischi legati agli IFNB.....	60

CAPITOLO 3: I CASI DI SILICON VALLEY BANK E CREDIT SUISSE.....	62
3.1 Le recenti turbolenze nel sistema bancario	62
3.2 Il fallimento di Silicon Valley Bank.....	64
3.3 Principali vulnerabilità di SVB.....	68
3.4 Ulteriori criticità.....	71
3.5 Il caso Credit Suisse.....	76
3.6 Il ruolo delle obbligazioni AT1.....	78
3.7 Le principali problematiche dell'istituto	79
CONCLUSIONI	83
BIBLIOGRAFIA.....	85
SITOGRAFIA.....	86

INTRODUZIONE

A quindici anni di distanza dalla crisi finanziaria del 2008, la stabilità del sistema finanziario è stata nuovamente messa alla prova dalle recenti turbolenze nel sistema bancario americano, e successivamente in quello europeo. Nel marzo 2023 la Silicon Valley Bank e la Signature Bank of New York, banche regionali statunitensi, sono fallite in seguito a una rapida fuga dei depositanti. Una settimana dopo, le autorità svizzere hanno annunciato la fusione di Credit Suisse con UBS, sostenuta dallo Stato, in seguito alla perdita di fiducia del mercato. I timori di una nuova crisi finanziaria stavano nuovamente prendendo piede.

I rischi per la stabilità finanziaria sono aumentati in modo significativo già a partire dal 2022, in seguito alla difficile situazione geopolitica e all'aumento dei tassi d'interesse da parte delle banche centrali. L'improvviso cambiamento di rotta della politica monetaria al fine di combattere un'inflazione sempre più elevata ha infatti "sorpreso" molti operatori del mercato, che si erano abituati ad un periodo prolungato di bassi tassi d'interesse, assumendosi rischi sempre più elevati per ottenere maggiori rendimenti. Nel nuovo difficile contesto macroeconomico si sono trovati ad operare non solo le banche e gli intermediari tradizionali, ma anche il cosiddetto sistema bancario ombra, che ha assunto un'importanza sempre maggiore nel corso degli anni e che oggi ricopre un ruolo fondamentale nel sistema finanziario, rappresentando una delle potenziali fonti di instabilità. L'obiettivo della seguente tesi, che si articola in tre capitoli, è discutere gli episodi recenti di stress a

cui è stato sottoposto il sistema bancario e il ruolo crescente dell'intermediazione finanziaria non bancaria.

Prima di trattare tali argomenti, nel primo capitolo viene fatta una breve analisi della letteratura sulle possibili cause di fondo dell'instabilità finanziaria, con un focus particolare sulla teoria dell'economista americano Hyman Minsky, che descrive le dinamiche che possono rendere concrete una nuova crisi finanziaria, e sulla ricostruzione storica delle crisi di Charles Kindleberger.

Il secondo capitolo descrive il ruolo degli intermediari finanziari non bancari, con un'analisi dei benefici per l'economia reale ma soprattutto dei rischi a cui espongono il sistema finanziario, operando di fatto come banche ma non essendo regolamentati come tali.

Infine, nel terzo capitolo saranno illustrati e discussi i recenti eventi che hanno destabilizzato il sistema bancario mondiale: il fallimento della Silicon Valley Bank negli Stati Uniti e il salvataggio di Credit Suisse in Europa.

CAPITOLO 1: DALLA TEORIA DELL'INSTABILITA' FINANZIARIA ALLA CRISI DEI MUTUI SUBPRIME

1.1 Le crisi si ripetono

Nella storia del capitalismo moderno le crisi rappresentano la regola, non l'eccezione: gli ultimi decenni in particolare dimostrano come queste ultime si siano verificate con maggiore frequenza soprattutto nelle economie avanzate, oltre che in quelle emergenti. Ciò non vuol dire che tutte le crisi siano uguali, ciascuna può originare da un settore differente dell'economia, inoltre le conseguenze negative, talvolta disastrose, possono variare in relazione alla portata dell'intervento pubblico di ciascun paese, ma soprattutto in relazione allo stato di salute delle singole economie. Goldsmith (1982) definisce una crisi finanziaria come “un breve e brusco deterioramento extra-ciclico di tutti gli indicatori finanziari o della maggior parte di essi – tassi d'interesse a breve termine, prezzi delle varie attività (azioni, beni immobili, terre), insolvenze commerciali e fallimenti di istituzioni finanziarie”¹. Generalmente, la maggior parte delle crisi finanziarie inizia con una bolla, nel momento in cui il prezzo di una determinata attività finanziaria aumenta oltre il suo valore fondamentale sottostante. Per speculare sul *boom*, gli investitori prendono a prestito denaro, accumulando debiti, non a caso le bolle finanziarie di solito sono accompagnate da una crescita significativa dell'offerta di credito, dovuta spesso anche ad una regolamentazione

¹ Kindleberger, C. (1991). *Storia delle crisi finanziarie*. Laterza, pag. 6.

permissiva o a politiche monetarie espansive di una Banca Centrale. La bolla speculativa può svilupparsi anche prima di un boom creditizio, semplicemente perché vi sono elevate aspettative di un repentino aumento di prezzo delle attività in questione, dovute ad esempio ad un'innovazione tecnologica (vedasi con i titoli tecnologici durante la bolla delle dot-com). Aldilà del modo in cui il *boom* ha origine, nel momento di euforia, tutto l'interesse speculativo si concentra su un'attività, la quale diventa ambita dalla maggior parte degli investitori: più frequentemente si tratta di titoli azionari, ma la speculazione può estendersi anche ai mercati residenziali e immobiliari. Ciò comporta un aumento vertiginoso del prezzo delle attività in questione, con risultati destabilizzanti che portano inevitabilmente al successivo crollo: in gergo, la bolla scoppia. Appena inizia il declino, per cui si genera un'ondata di vendite, si registrano perdite consistenti e tutti si rifugiano in attività sicure e più liquide (moneta o attività monetarie di breve scadenza). Se poi subentra una grave crisi di fiducia, come durante la crisi finanziaria del 2008 dopo il fallimento della Lehman Brothers, le conseguenze possono essere disastrose: il panico in questa circostanza ha paralizzato il sistema finanziario internazionale, gettando l'economia globale nel caos. Il fatto che il fattore fiducia rappresenti un aspetto predominante fa sì che una crisi finanziaria sia più grave e più difficile da contenere rispetto ad una crisi nel settore reale dell'economia, generando esternalità negative maggiori: nel sistema finanziario il fallimento di una banca trasmette incertezza e sfiducia all'intero sistema, data la

grande rete di interdipendenza composta dai circuiti dei prestiti interbancari, dei crediti e dei titoli cartolarizzati.

Nel 2008 in molti hanno rievocato il concetto di “cigno nero”, proposto da Nassim Nicholas Taleb nel suo libro dal titolo omonimo, per definire una delle crisi finanziarie più grandi della storia. Con questa espressione si è indicato un evento molto raro, impossibile da prevedere e dalle conseguenze disastrose. In realtà le crisi non sono cigni neri bensì cigni bianchi, in quanto le fasi di boom e declino sono generalmente prevedibili. La storia infatti testimonia una moltitudine di crisi finanziarie, avvenute non solo nell’ultimo secolo ma anche prima della Grande Depressione del 29’, e dati i loro effetti destabilizzanti sono state oggetto di studio di diversi economisti, che hanno cercato di individuare le cause di fondo dell’instabilità finanziaria. Una spiegazione dettagliata delle crisi viene fornita dall’ipotesi dell’instabilità finanziaria formulata da Hyman Minsky e dall’importante contributo di un altro studioso di crisi finanziarie, Charles Kindleberger, che ha analizzato e descritto le tipiche fasi di euforia, disagio, panico e crollo.

1.2 Minsky e la critica alla teoria neoclassica

Hyman Minsky è stato un economista statunitense fautore della teoria dell’instabilità finanziaria, con la quale si discostava da una delle teorie più in voga a partire dal secondo dopoguerra, la teoria neoclassica. In quegli anni, infatti, negli Stati Uniti la discussione sulla politica economica è stata dominata dal dibattito tra Keynesiani e Monetaristi. Per quanto questi ultimi differiscano nelle proposte di

politica economica, condividono la stessa teoria, la sintesi neoclassica, secondo la quale “una grave depressione non può verificarsi come risultato del funzionamento intrinseco dell’economia”², bensì è il risultato di errori di politica economica o di tipo istituzionale. Secondo i monetaristi l’instabilità all’interno di un sistema economico dipende dalle fluttuazioni dell’offerta di moneta, motivo per il quale la Grande Depressione del 29’ è stata secondo loro causata dagli errori della Federal Reserve, che non ha tagliato i tassi d’interesse a sostegno dell’offerta di moneta; secondo la dottrina Keynesiana una delle principali cause di instabilità è una drastica riduzione della domanda (consumo e investimenti), per cui è necessario un intervento pubblico per invertire la spirale al ribasso: ciò è fondamentale per evitare la deflazione, seguita generalmente dalla riduzione del reddito e dell’occupazione. Entrambe, tuttavia, sembrano escludere l’importanza del complesso sistema di istituzioni finanziarie, in particolare del modo in cui le interrelazioni tra unità finanziarie e unità produttive incidono sull’andamento dell’economia. Dato che l’instabilità finanziaria è uno degli aspetti fondamentali dei cicli economici, è necessaria secondo Minsky una teoria che cerchi di spiegare perché l’economia è instabile in maniera ricorrente.

² Minsky, H. (1984) *Potrebbe ripetersi? Instabilità e finanza dopo la crisi del 29’*. Einaudi editore, pag. 7

1.3 La teoria dell'instabilità finanziaria

L'ipotesi dell'instabilità finanziaria è un'alternativa alla teoria neoclassica e propone di spiegare l'instabilità come risultato del normale funzionamento di un'economia capitalista. Secondo Minsky, l'instabilità ha origine proprio dagli istituti finanziari, soprattutto dalle banche, che svolgono nelle economie moderne un ruolo cruciale, legando debitori e creditori in reti finanziarie complesse. Le banche attraverso la raccolta di depositi a vista finanziano la loro posizione in attività finanziarie; tali attività sono a loro volta debiti di altre unità, attraverso i quali queste ultime finanziano posizioni in beni capitali o in strumenti finanziari. Ponendo l'accento sull'instabilità del sistema creditizio, egli attribuisce notevole importanza alla struttura del debito come causa di instabilità finanziaria, soprattutto nel caso di debiti contratti per speculare sull'acquisto di beni da rivendere successivamente. Di fondamentale importanza è quindi il modo in cui vengono finanziati l'investimento e le posizioni in beni capitali. Nel modello di Minsky il *boom* è alimentato da un'espansione del credito bancario, che allarga l'offerta di moneta: l'andamento dell'economia in ogni momento è strettamente connesso alla capacità dei debitori di soddisfare i propri impegni di pagamento, quindi, un elemento fondamentale che Minsky aggiunge nella sua analisi è l'incertezza. Egli concepisce l'economia capitalista come un insieme di flussi monetari: si parte dall'assunto per cui ogni unità economica (un'impresa, una famiglia, un'istituzione finanziaria o lo Stato) è caratterizzata da un insieme di entrate e di uscite, i flussi di

contante in entrata di ciascuna unità serviranno a ripagare i rispettivi debiti (es. rimborso di prestiti). Per le famiglie la principale fonte di contante sono i salari, per le imprese i profitti, per lo Stato le imposte, mentre per le istituzioni finanziarie il flusso in entrata dai contratti posseduti: tutte le principali entrate dipendono dall'andamento dell'economia. Minsky sulla base del rapporto tra passività e flussi primari di contante individua tre diverse situazioni finanziarie di imprese, famiglie e unità del settore pubblico: la posizione finanziaria coperta, speculativa e ultraspeculativa (o finanza Ponzi). Le unità in posizione finanziaria coperta riescono a ripagare sia gli interessi che il capitale dei debiti contratti con i flussi di cassa correnti. Le unità in posizione speculativa sono quelle il cui reddito copre il pagamento degli interessi ma non il rimborso del capitale, per cui generalmente devono contrarre nuovi debiti, o vendere attività, per essere solvibili. Tali unità sono vulnerabili in quanto devono fronteggiare il mercato quando rifinanziano il debito: un improvviso aumento dei tassi d'interesse può far aumentare i loro impegni di pagamento, oltre che svalutare le attività in portafoglio. Infine, le unità che ricorrono alla finanza speculativa sono le più instabili, in quanto il loro reddito non è sufficiente a rimborsare né gli interessi né il capitale, per cui, come le unità speculative, devono indebitarsi nuovamente, o vendere attività che posseggono in portafoglio, sperando che queste ultime potranno essere vendute ad un prezzo sufficientemente alto.

Una prima analisi riguarda le imprese, che si trovano in posizione coperta se in un determinato periodo i profitti lordi eccedono di un certo margine gli impegni di pagamento; viceversa, le imprese si trovano in posizione speculativa. Tuttavia, i profitti sono incerti, per cui fondamentale è capire se la redditività futura del settore delle imprese possa sostenere le decisioni finanziarie prese in precedenza. Ciò significa che un'improvvisa riduzione dei profitti, unita ad una crescita del costo del finanziamento, può portare un'impresa a trasformarsi da un'unità coperta ad una speculativa, se non, nei casi più gravi, in una ultraspeculativa. Per tale motivo è opportuno che anche un'impresa in posizione coperta detenga attività liquide come moneta o titoli del mercato monetario. La capacità di un'impresa in posizione speculativa di far fronte ai propri impegni di pagamento è minata invece dai dissesti che si verificano sui mercati, vedasi un repentino rialzo dei tassi d'interesse. Infine, un'impresa che opera in posizione ultraspeculativa è costretta a contrarre continuamente debiti per far fronte ai propri impegni di pagamento, in casi estremi potrebbe decidere di prendere a prestito per detenere attività con l'aspettativa che queste ultime renderanno abbastanza da poter ripagare i debiti. Per Minsky la generazione dei profitti delle imprese è di fondamentale importanza per la stabilità di un'economia in cui i debiti vengono utilizzati per finanziare l'investimento e le posizioni in beni capitali.

Per quanto riguarda l'unità economica della famiglia, il principale flusso in entrata è il reddito salariale, con il quale vengono generalmente ripagati i debiti contratti

per il consumo. Il finanziamento del consumo mediante debito da parte delle famiglie è quasi sempre in posizione coperta, così come il possesso di una casa; solo una caduta del reddito può trasformare tali contratti in posizione ultraspeculativa, in quanto gli impegni di pagamento potrebbero superare il reddito corrente. Per Minsky, tuttavia, una parte del finanziamento delle famiglie avviene in posizione ultraspeculativa, ossia la detenzione di azioni o altri strumenti finanziari.

In ultimo anche le unità del settore pubblico devono convalidare i propri impegni di pagamento tramite le imposte o nuove somme prese a prestito. Tali unità si trovano spesso in posizione speculativa, rinnovando il debito a breve termine. Generalmente le politiche finanziarie dello Stato non costituiscono ciò che determina instabilità, tuttavia, una cattiva amministrazione unita ad alti tassi d'interesse può portare a posizioni ultraspeculative.

Il focus della teoria è il seguente: più è grande il peso delle posizioni coperte nell'economia, maggiore sarà la stabilità, mentre un peso crescente delle posizioni speculative e ultraspeculative indica una sensibilità crescente dell'economia all'instabilità finanziaria. Nei periodi di tranquillità che di solito precedono un *boom*, si registra generalmente un aumento delle posizioni speculative e ultraspeculative.

Un'economia capitalistica è quindi caratterizzata da una serie stratificata di impegni di pagamento espressi nei contratti finanziari: tali impegni verranno soddisfatti o

con il flusso di contante proveniente dalle attività economiche (per le imprese, i profitti) o con l'emissione di debiti.

Come si affermava precedentemente, i profitti per Minsky rappresentano il principale strumento che fa funzionare il capitalismo, egli afferma infatti che: “un’economia capitalistica funziona bene soltanto in quanto economia che investe, poiché l’investimento genera profitti”³. I profitti vengono definiti come quella parte dei prezzi che sostiene il sistema finanziario, necessari alla convalida dei debiti, per cui ciò influenza le aspettative di lungo periodo e le decisioni di investimento e finanziamento. L’investimento è una variabile che tende a fluttuare poiché generalmente dipende dalle aspettative che gli imprenditori hanno dei flussi in entrata sui progetti d’investimento avviati, e dalle aspettative delle banche sulla solvibilità della controparte a cui sono stati erogati i finanziamenti. Ipotizzando una situazione di boom economico, gli imprenditori saranno più propensi ad aumentare la produzione e ad indebitarsi presso gli istituti di credito; questi ultimi concederanno prestiti a condizioni più favorevoli: entrambi operano in un clima di euforia, in cui diminuisce la percezione del rischio. Immaginando una situazione opposta, in cui cadono i profitti e contemporaneamente aumentano i tassi d’interesse, le imprese eccessivamente indebitate potrebbero essere insolventi, mandando in crisi l’intero sistema. Minsky si concentra soprattutto sulle imprese

³ Minsky, H. (1984) *Potrebbe ripetersi? Instabilità e finanza dopo la crisi del 29'*. Einaudi editore, pag. 152

ma il ragionamento può essere esteso anche alle altre unità economiche. La stabilità dell'economia dipenderà di conseguenza anche dal modo in cui opera il sistema bancario, una eccessiva espansione del credito connessa ad un aumento della propensione al rischio (in termini di concessione di finanziamenti a controparti rischiose) genera infatti instabilità.

La teoria dell'instabilità finanziaria porta quindi alla conclusione che il mantenimento di una struttura finanziaria solida è una condizione essenziale per evitare depressioni profonde, per cui occorrono politiche per controllare e guidare l'evoluzione dei processi di finanziamento.

1.4 L'economia del disastro

In una fase successiva Minsky si concentra sulla descrizione di un'economia euforica, che definisce economia del disastro: egli vede come meccanismo scatenante della crisi il comportamento speculativo degli operatori, che si indebitano nelle fasi di espansione del ciclo economico in previsione di profitti futuri crescenti. In questo clima positivo di fiducia si registra un *boom* degli investimenti, unito a trasformazioni di portafoglio che riducono la liquidità, quindi il possesso di moneta o attività liquide (come i buoni del tesoro), in favore di attività più rischiose e remunerative come le azioni. Il *boom* è generalmente amplificato da una politica monetaria accomodante e da un'espansione del credito bancario.

Nella fase di euforia, le unità finanziarie e non finanziarie necessitano di maggiori flussi di contante, perciò ricorrono a diversi modi per raccogliere denaro, a volte

insoliti a detta dell'autore. Come generalizzazione si assume che quasi tutti gli impegni finanziari siano soddisfatti da due diverse tipologie di fonti di contante: i flussi di reddito prodotti da ciascuna unità economica, come osservato in precedenza, e il rifinanziamento di posizioni; quest'ultimo consiste nel contrarre nuovi debiti per ripagare i precedenti ed essere solvibili. La fonte straordinaria di contante a cui le unità potrebbero ricorrere consiste nella liquidazione di attività (es. titoli in portafoglio), ciò potrebbe causare un crollo del prezzo dell'attività oggetto di vendita, tanto da minare la capacità di raccogliere il denaro necessario. Tuttavia, i prezzi di alcune attività vengono invece sostenuti, come ad esempio i titoli governativi, che possono essere acquistati dalla Banche Centrali: queste sono definite attività protette. Nei casi in cui molte unità ricorrano a questa tipologia di fonte di contante straordinaria (liquidazione di attività), si genera instabilità finanziaria. In un primo momento di euforia le unità vivono in un clima di aspettative positivo per cui si indebitano maggiormente, cambiano le preferenze di portafoglio per cui si investe in attività con rendimenti maggiori ma più rischiose, le banche si assumono maggiori rischi concedendo credito con minore cautela, il *boom* dell'investimento fa aumentare i prezzi degli asset al di sopra del rispettivo valore fondamentale. Nel momento in cui si verifica uno shock, come ad esempio una caduta globale del reddito o il fallimento di un'unità come un grande istituto finanziario (che può generare una crisi di fiducia), le aspettative future si modificano ed inizia il declino. Nel momento in cui si verifica una diminuzione del

reddito, aumenta il rapporto tra impegni di pagamento e reddito: ciò metterà in crisi le varie unità economiche, soprattutto le più indebitate in posizione speculativa o ultraspeculativa. Le unità in dissesto sono costrette a ricorrere a fonti straordinarie di contante liquidando le proprie attività per onorare i debiti, talvolta incorrendo in perdite, con effetti destabilizzanti sui mercati finanziari a causa della significativa flessione dei prezzi delle attività oggetto di vendita; queste dinamiche incidono negativamente anche sulle organizzazioni solvibili. Quando il numero di debitori insolventi inizia ad aumentare sale anche la pressione sugli istituti di credito che incorrono in perdite sui finanziamenti rischiosi precedentemente concessi, per cui saranno restie a concederne di nuovi, dando inizio ad una stretta creditizia (*credit crunch*). Le banche hanno una funzione centrale per la stabilità del sistema: i fallimenti delle banche o di altri intermediari finanziari possono avere ripercussioni su molte unità poiché queste ultime detengono passività di queste istituzioni (depositi bancari). Non è detto però che un clima di eccessiva euforia oppure il fallimento di un grande istituto finanziario conducano obbligatoriamente al panico o ad una crisi finanziaria, poiché tali eventi conducano ad una crisi è necessario che l'ambiente finanziario sia favorevole. Minsky individua due fenomeni che si registrano durante un *boom* prolungato e riducono la tolleranza del sistema finanziario agli shock, generando vulnerabilità finanziaria: il primo è l'aumento degli impegni di pagamento rispetto al reddito, il secondo è la riduzione nei

portafogli del peso delle attività sicure (o protette), ossia quelle attività che possono essere vendute in qualsiasi circostanza, sul totale delle attività.

Infine, Minsky analizza un'ultima causa di instabilità finanziaria, ossia pone l'accento sull'utilizzo di una politica monetaria restrittiva, e quindi sull'aumento dei tassi d'interesse da parte delle BC per sedare un'economia surriscaldata con spinte inflazionistiche: tassi d'interesse più elevati provocano il dissesto di tutte quelle unità che per far fronte ai propri impegni rifinanziano la propria posizione, ossia contraggono nuovi debiti per essere solvibili. L'aumento dei costi di finanziamento rischia di peggiorare la situazione finanziaria di molte unità, soprattutto le più indebitate, oltre che causare un vero e proprio declino dell'investimento, che rappresenta il motore di quei profitti aziendali che per Minsky consentono il buon funzionamento di un'economia capitalista. L'aumento dei tassi d'interesse può mettere in difficoltà anche gli istituti bancari che hanno nei bilanci attività con scadenze più lunghe rispetto alle passività. È importante quindi secondo l'autore che nel caso in cui il *boom* si trasformi in una crisi finanziaria, la Banca Centrale abbandoni qualunque politica restrittiva, agendo invece come prestatore di ultima istanza, a sostegno di tutte le banche illiquide che sono a rischio insolvenza, onde evitare che le perdite di queste ultime possano destabilizzare l'intero sistema. Se il ruolo di prestatore di ultima istanza venisse esercitato troppo tardi o se le misure adottate fossero poco consistenti, potrebbero verificarsi recessioni profonde e prolungate.

1.5 La ricostruzione storica di Kindleberger

Oltre a Minsky, un altro importante studioso delle crisi finanziarie è stato Charles Kindleberger, il quale ha descritto la successione destabilizzante delle fasi di euforia, disagio, panico e crollo. Sulla scia di Minsky, anche Kindleberger afferma che le crisi finanziarie sono associate a fasi di espansione del ciclo economico e generalmente ne preannunciano la fase discendente. Nel suo libro *Storia delle crisi finanziarie* egli compie un'importante ricostruzione delle crisi finanziarie, focalizzandosi in un primo momento sul modello di Minsky, fondato sull'instabilità del sistema creditizio. Kindleberger sostiene la validità del modello, discostandosi da alcuni economisti che lo reputavano obsoleto, come Hansen: quest'ultimo lo riteneva valido solo per le economie antecedenti il diciannovesimo secolo, per cui una teoria fondata sull'instabilità del credito bancario, sull'incertezza dei mercati e sulla speculazione non sarebbe riuscita a spiegare l'innescò di una crisi. Hansen era per lo più concentrato sull'analisi del risparmio e dell'investimento e sulle variabili che li influenzano. Kindleberger, tuttavia, critica il modello di Minsky poiché sostiene sia limitato ad un solo paese, quando in realtà le crisi tendono a diffondersi da un paese all'altro, attraverso alcuni canali di trasmissione. Un primo canale è rappresentato dagli scambi internazionali: quando il prezzo di un bene oggetto di scambio sale nel mercato di un paese, per via dell'arbitraggio salirà anche nei paesi in cui il bene era inizialmente quotato ad un prezzo inferiore. I prezzi dei beni influenzano import ed export, e di conseguenza producono variazioni di reddito di

una nazione, che verranno trasmesse ai paesi con cui si commercia. Tra gli altri canali vi sono i flussi di capitale ma soprattutto le connessioni per lo più psicologiche, come quando l'euforia o il pessimismo degli investitori di un paese si trasmettono anche agli investitori di altri paesi.

L'autore comincia la sua analisi focalizzandosi sulla fase di euforia, in particolare sulla spinta alla speculazione, che si traduce in un aumento della domanda di beni ed attività finanziarie, a cui segue un aumento considerevole dei prezzi. La speculazione, come costante ricerca di profitti, porta gli individui ad allontanarsi dal normale comportamento razionale: si parla di manie speculative.

1.5.1 Manie speculative

Per mania speculativa l'autore intende una perdita di contatto con la realtà o con la razionalità, simile all'isteria o alla follia collettiva. Questa definizione entra in contrasto con la teoria della razionalità dei mercati, in cui operano agenti economici informati e razionali: la storia, tuttavia, insegna che i mercati si comportano occasionalmente in maniera irrazionale e che esiste la speculazione destabilizzante. L'irrazionalità ha inizio generalmente dopo il verificarsi di uno spostamento, ossia un evento inatteso, ma significativo, che fa mutare le aspettative, le opportunità di profitto e in generale il comportamento degli agenti economici. L'ottimismo aumenta, così come le aspettative di buoni profitti, per cui si registra un *boom* degli investimenti, unito ad una più facile concessione del credito da parte delle banche. L'espansione in atto si autoalimenta fino a diventare mania speculativa. La

speculazione secondo Kindleberger si sviluppa in due stadi: nel primo gli agenti economici come famiglie, imprese e investitori reagiscono allo spostamento in maniera razionale, nel secondo sono tutti alla ricerca di profitti derivanti dalla vendita degli asset, qui può venir meno la razionalità. Data la presenza di questi due stadi, è possibile individuare due tipologie di speculatori: gli *insiders* (che sono dentro il mercato) e gli *outsiders* (fuori il mercato). I primi comprano fino a far salire di molto i prezzi e vendono ad un prezzo elevato agli *outsiders*, che quindi comprano al massimo e vendono al minimo, quando gli *insiders* spingono il mercato al ribasso. I profitti di questi ultimi rappresentano le perdite degli *outsiders*. Gli *insiders* sono generalmente investitori esperti che sanno entrare ed uscire dal mercato col giusto *timing*, riuscendo anche a manipolare i prezzi; gli *outsiders* sono invece i piccoli investitori, alcuni dilettanti, molto spesso vittime dell'euforia ma soprattutto dell'irrazionalità, che li spinge a adeguarsi alla massa. Una volta che l'euforia speculativa si è trasformata in mania, quest'ultima acquisterà poi vigore grazie anche all'espansione monetaria e creditizia. Gli investitori che partecipano ad una mania speculativa di solito attribuiscono la crescita dei loro profitti alla propria perspicacia, anziché al fatto di essere coinvolti in una bolla insieme ad una moltitudine di investitori altrettanto illusi. Le fasi che seguono l'euforia irrazionale sono poi il disagio e il panico.

1.5.2 Disagio e Panico

Il disagio è la fase che si pone tra euforia e panico, generalmente si registra quando si ha un mutamento delle aspettative future per cui si diffonde il timore che il boom non continui e si lascia spazio al pessimismo. Secondo l'autore il termine disagio può avere due accezioni: la prima indica malessere (disagio commerciale) la seconda pericolo (disagio finanziario). Il disagio commerciale è associato ad una brusca caduta dei prezzi e dell'attività economica, nonché al possibile fallimento di alcune imprese; in particolare, la fine di un periodo di prezzi crescenti potrebbe causare disagio a tutti gli investitori e speculatori abituati a prezzi crescenti e ai profitti derivanti da essi. Il disagio finanziario riguarda invece la solvibilità della singola unità economica, per cui una diminuzione dei suoi guadagni può far sì che non sia in grado di adempiere ai propri impegni di pagamento, con il conseguente deterioramento della sua capacità di ottenere credito. Ovviamente è impossibile prevedere se una diminuzione dei prezzi rappresenta una fase di pausa di un *boom* prolungato, oppure l'inizio di un crollo (l'incertezza è un'altra variabile che causa disagio). Di fondamentale importanza è quindi il ruolo delle aspettative, che per l'autore sono influenzate soprattutto dal governo, che potrebbe intervenire ad esempio introducendo una maggiore regolamentazione, scoraggiando i comportamenti speculativi e le aspettative che di norma si generano durante i periodi di euforia. Nella maggior parte dei casi, quando le aspettative si invertono e subentra il pessimismo, il disagio è accompagnato dalla fase di panico, in cui gli

individui sono disposti a tutto (vendere titoli, immobili) pur di avere moneta. Il panico sfocia poi in crollo.

1.5.3 Il Crollo

Con crollo ci si riferisce al prezzo dei titoli, ma anche al fallimento di una grande impresa o banca: ciò potrebbe causare una repentina corsa da attività meno liquide ad altre più liquide. La spirale destabilizzante potrebbe essere spiegata nel seguente modo: il crollo dei prezzi riduce il valore delle garanzie utilizzate da famiglie ed imprese per prendere a prestito, di conseguenza le banche esigeranno la restituzione dei prestiti già emessi e saranno restie a concederne di nuovi, costringendo gli operatori a vendere attività per ottenere contante. Ciò comporta un'ulteriore discesa dei prezzi: la deflazione potrebbe spingere l'economia in recessione. Se le imprese fallissero, le banche registrerebbero perdite sui crediti concessi, per cui queste ultime potrebbero trovarsi a corto di liquidità. Qualora venisse meno la fiducia nei confronti delle banche, i depositanti potrebbero ritirare i propri fondi: il ritiro dei depositi provocherebbe la richiesta di restituzione di altri prestiti e la vendita di altri titoli.

Queste descritte finora costituiscono le fasi tipiche di una crisi finanziaria secondo la ricostruzione storica dell'autore. Nella parte finale del libro, Kindleberger si sofferma sul ruolo della banca centrale durante lo scoppio di una crisi finanziaria.

1.5.4 Il prestatore di ultima istanza

Kindleberger, come Minsky, vede l'intervento della banca centrale come prestatore di ultima istanza un possibile rimedio ad una crisi finanziaria, nonostante alcuni economisti abbiano criticato in passato l'intervento delle autorità, sottolineando come queste ultime non dovrebbero sanare gli errori commessi dagli agenti economici che hanno operato con una bassa percezione del rischio; altri sostengono invece che una crisi finanziaria può ripristinare la buona salute del mercato. Nonostante le differenti correnti di pensiero, l'autore sottolinea come storicamente le autorità si siano sentite obbligate ad intervenire. Le banche centrali dovrebbero agire quindi per arrestare il panico, ma soprattutto per prevenire il panico in futuro, inoltre la tempestività gioca un ruolo fondamentale quando il *boom* esplose. Il principale problema che ruota intorno al ruolo di prestatore di ultima istanza è il *moral hazard*, ossia l'azzardo morale, un atteggiamento secondo il quale gli operatori, come ad esempio le banche, potrebbero assumersi maggiori rischi sapendo di poter contare sui prestiti della BC in caso di una crisi di liquidità o qualora si verificasse una paralisi del mercato interbancario. La presenza quindi di un'istituzione disposta a salvare in qualsiasi momento gli istituti in dissesto fa sì che si sviluppino comportamenti speculativi. La storia, tuttavia, conferma che senza l'intervento di un prestatore di ultima istanza un'eventuale crisi potrebbe essere lunga e persistente, come è accaduto durante il crollo del 29': qui molti economisti criticarono duramente le autorità per essere intervenute in ritardo e con misure poco

consistenti. Se l'intervento è tardivo i danni possono essere ingenti dato il propagarsi delle crisi a livello internazionale. Nonostante l'autore riconosca alcune controindicazioni nel ruolo della BC come prestatore di ultima istanza, quest'ultimo rimane comunque il rimedio migliore per sedare una crisi. Non meno importante, tuttavia, è il ruolo della regolamentazione e della vigilanza bancaria, in grado di prevenire l'euforia creditizia che può sfociare in una crisi, ma gli eventi storici dimostrano come sia una via più difficile da percorrere, vedasi il clima di deregulation che ha accompagnato gli Stati Uniti verso una delle più grandi crisi finanziarie dell'ultimo secolo.

1.6 Un caso studio: la crisi dei mutui subprime

Minsky ha formulato l'ipotesi dell'instabilità finanziaria nel 1982, nessuno avrebbe potuto pensare che le dinamiche da lui descritte si sarebbero verificate quasi trent'anni dopo negli Stati Uniti, colpiti nel 2008 da una delle più gravi crisi finanziarie verificatesi nella storia dopo il crollo del '29'. Inoltre, le fasi con cui si è sviluppata la crisi sono le medesime descritte da Kindleberger nella sua ricostruzione storica, ciò a dimostrazione del fatto che la storia tende a ripetersi poiché difficilmente si traggono insegnamenti da essa: è più facile supporre che "questa volta è diverso". I presupposti delle crisi risalgono ai primi anni del 2000, quando è aumentata notevolmente l'erogazione di mutui ipotecari ad alto rischio, soprattutto da parte di società di credito immobiliare che operavano al di fuori del classico circuito bancario, ad un particolare tipo di clientela che in realtà non poteva

permettersi di rimborsare le rate, i cosiddetti mutuatari *subprime*: in tempi normali non avrebbero avuto accesso al credito non disponendo di alcun tipo di garanzia o di un reddito adeguato. La spinta alla diffusione dei mutui proveniva dalle dinamiche del mercato immobiliare statunitense e da una nuova tipologia di innovazione finanziaria, la cartolarizzazione. Tra il 2000 e il 2006 i prezzi delle abitazioni erano cresciuti in maniera significativa, grazie anche alla politica accomodante della Fed che aveva mantenuto i tassi d'interesse bassi in risposta allo scoppio della bolla delle *dotcom*: ciò equivaleva a denaro a basso costo per le famiglie che stipulavano mutui ipotecari; pertanto, la domanda di abitazioni era aumentata in maniera significativa. Tramite la cartolarizzazione tali mutui di dubbia qualità venivano trasformati in titoli obbligazionari, poi trasferiti nei portafogli degli investitori di tutto il mondo. Quando la bolla immobiliare scoppiò e i mutuatari cominciarono ad essere inadempienti, i titoli cartolarizzati garantiti da mutui, divenuti privi di valore, finirono per infettare l'intero sistema finanziario, provocandone il dissesto.

La crisi finanziaria non poggia esclusivamente sui mutui subprime, la cartolarizzazione di mutui di dubbia qualità è stata solo l'inizio e le varie dinamiche saranno approfondite nei successivi paragrafi.

1.6.1 Innovazione finanziaria

L'innovazione legata ai servizi finanziari è stata un fattore chiave nello sviluppo della crisi. Lo sviluppo delle cartolarizzazioni ha infatti modificato il modello di

business delle banche, che sono passate da un modello *originate and hold*, ossia eroga e detieni, per cui una volta erogato il mutuo si limitavano ad attendere il rimborso di capitale ed interessi, all'approccio *originate and distribute*: la banca erogava il mutuo e lo trasferiva a terzi tramite la cartolarizzazione, recuperando immediatamente la somma prestata; il denaro recuperato veniva utilizzato per erogare altri mutui. Il sistema era rivoluzionario poiché grazie alla cartolarizzazione attività illiquide come i mutui potevano essere accorpate e poi trasformate in titoli negoziabili sul mercato, i quali venivano acquistati dagli investitori; le cedole di tali obbligazioni erano garantite dai flussi di entrate generate dai proprietari delle abitazioni che rimborsavano le rate del mutuo. Il rimborso di questi titoli chiamati *mortgage backed securities* (titoli garantiti da mutui ipotecari) dipendeva quindi dalla solvibilità dei mutuatari. In questo modo il rischio veniva trasferito a terzi, per cui le banche si liberavano dal rischio di insolvenza dei mutuatari, ma allo stesso tempo l'elemento di criticità era rappresentato dal fatto che si perdeva l'incentivo a valutare correttamente il merito creditizio della clientela. Tra i principali soggetti coinvolti nella creazione di *pool* di *mbs* vi erano le banche d'investimento, che collaboravano con gli istituti che avevano erogato i mutui come banche e società di credito immobiliare non bancarie: la banca d'investimento creava una società veicolo (*special purpose vehicle*) che finanziava l'acquisto dei mutui cartolarizzati mediante l'emissione di obbligazioni (i titoli garantiti in questione), che poi venivano acquistate dagli investitori.

Il processo di cartolarizzazione non si è fermato ai mutui ma si è esteso anche al credito al consumo: molti operatori hanno cartolarizzato anche prestiti su carte di credito, finanziamenti per l'acquisto di auto, prestiti societari; le obbligazioni ottenute prendevano il nome di *asset backed securities*. A mano a mano si è proceduto alla creazione di prodotti strutturati sempre più complessi come i *cdo* (*Collateralized Debt Obligation*), un particolare tipo di *abs* con un pool di attività eterogenee come sottostante: quanto più il portafoglio di attività sottostanti era rischioso, tanto maggiore era il tasso d'interesse associato al *cdo*. Le Spv emettevano diverse tranche di *cdo*, caratterizzate da un differente grado di rischio e da una diversa priorità nei rimborsi: la tranche equity, mezzanino e senior. Gli acquirenti della prima tranche ottenevano rendimenti più elevati ma erano esposti ad un rischio maggiore, infatti, se i debitori del pool di mutui sottostanti fossero risultati inadempienti, i sottoscrittori di tale tranche avrebbero subito le perdite per primi; la tranche mezzanino era meno rischiosa e veniva rimborsata con priorità secondaria, la senior invece offriva il rendimento più basso ma più a basso rischio, i detentori di questa tranche erano rimborsati per primi e subivano per ultimi le perdite. Questi strumenti spopolavano tra gli investitori poiché possedevano un rating *investment grade* dato che l'elevato numero di attività presenti nel *pool* consentiva un buon grado di diversificazione, e quindi una diminuzione del rischio. Si è arrivati persino a combinare Cdo con altri Cdo, creando i cosiddetti Cdo sintetici, strumenti ancora più complessi. Tramite questo sistema si costruiva una

catena complessa che tendeva ad accontentare tutti i partecipanti: le famiglie ottenevano il mutuo desiderato per l'acquisto della casa, le banche vendevano i mutui e ottenevano immediatamente il denaro senza dover attendere le lunghe tempistiche di rimborso di interessi e capitale, le banche d'investimento e altri intermediari che producevano i titoli cartolarizzati ottenevano generose commissioni, ed infine gli investitori erano soddisfatti di acquistare titoli obbligazionari redditizi con rating elevati. Il problema fondamentale era il seguente: dato il trasferimento del rischio, gli intermediari non avevano più l'incentivo a valutare correttamente il merito creditizio dei mutuatari, così come chi emetteva i titoli cartolarizzati non conduceva i dovuti accertamenti sull'effettivo rimborso dei prestiti sottostanti; dato che nei pool di attività sottostanti vi erano un gran numero di mutui subprime di dubbia qualità, il sistema sarebbe prima o poi crollato. Le agenzie di rating come Moody's, Fitch e Standard and Poor's avrebbero dovuto dare l'allarme piuttosto che valutare questi prodotti finanziari "esotici" con un rating AAA, intascando laute commissioni. Tali agenzie hanno utilizzato modelli matematici per valutare i nuovi strumenti finanziari, basati però su ipotesi e scenari eccessivamente ottimistici, che quindi minimizzavano il rischio misurato. Questo dimostra come ci si stesse spostando sempre di più verso un tipo di finanza strutturata sempre più complessa, ma soprattutto speculativa, per citare Minsky: si è prodotto un sistema finanziario opaco che sarebbe stato soggetto prima o poi a un'ondata di panico.

1.6.2 Deregulation e leva finanziaria

Un altro elemento cruciale che ha portato alla crisi finanziaria è stata una politica di deregulation intrapresa negli Stati Uniti a partire dagli anni 80' sotto l'amministrazione Reagan. Nel corso degli anni, su spinta dell'industria bancaria, sono stati progressivamente abrogati alcuni provvedimenti che avevano introdotto misure volte a contenere la speculazione degli intermediari finanziari, come *il Glass Steagall Act*. Nuovi provvedimenti erano stati invece approvati per deregolamentare particolari categorie di strumenti finanziari come i derivati, in particolare i *Credit Default Swap*, i quali permettevano all'acquirente di assicurarsi contro l'inadempienza sui titoli obbligazionari, sia semplici ma soprattutto complessi come i Cdo. Alan Greenspan, presidente della Federal Reserve in quegli anni, era uno dei maggiori esponenti del liberismo economico: egli aveva accolto l'avvento dei mutui subprime come un fenomeno positivo poiché rappresentava la conseguenza del funzionamento del libero mercato; inoltre elogiava il ruolo svolto dall'innovazione finanziaria nel consentire l'accesso al credito ad un numero sempre maggiore di americani. Ad aumentare la spinta alla deregolamentazione fu anche la Securities and Exchange Commission, che nel 2004, su pressione delle maggiori banche d'investimento, allentò le misure che limitavano la quantità di debito che queste ultime potevano contrarre. Le banche d'investimento reagirono aumentando significativamente il proprio grado di leva finanziaria (rapporto tra attivi e capitale) portandolo a 20, 25, e oltre. Ad esempio, una banca d'investimento

che acquistava 20 milioni di euro di titoli garantiti da mutui ipotecari investendo 1 mln di euro di liquidità propria e prendendo in prestito i 19 mln restanti, ricorreva ad una leva di 20 a 1. Le performance positive dei titoli avrebbero portato enormi profitti, ma in caso di un rapido crollo si sarebbero generate perdite ingenti. Alla vigilia della crisi molte operazioni rischiose con i Cdo erano state finanziate mediante leva; il livello di indebitamento era notevolmente aumentato anche nel settore immobiliare, in quanto abitazioni molto costose venivano acquistate con importi sempre minori di capitale proprio. L'aumento dell'indebitamento che aveva coinvolto l'intero settore privato, dalle famiglie alle imprese, sino agli intermediari finanziari, stava rendendo il sistema finanziario sempre più instabile. Minsky lo aveva esposto nella sua teoria dell'instabilità finanziaria: quanto maggiore è il ricorso al debito e all'effetto leva, tanto più fragile è il sistema finanziario; in tal modo l'economia è a rischio crollo.

1.6.3 Il sistema bancario ombra

Un altro fattore destabilizzante che ha avuto un ruolo centrale nella crisi è stato lo sviluppo del sistema bancario ombra, ossia intermediari che operano come banche ma non sono regolamentati come tali, molti dei quali coinvolti nell'affare dei mutui subprime: tra questi figuravano società di credito immobiliare non bancarie, veicoli strutturati creati dalle banche d'investimento per parcheggiare i titoli cartolarizzati, hedge funds, fondi di private equity. La principale criticità che accomunava questi istituti era lo sfasamento delle scadenze, in quanto generalmente si finanziavano a

breve termine sui mercati e poi investivano in attività illiquide a lunga scadenza. Inoltre, non essendo regolamentati come banche, non potevano accedere ai prestiti di ultima istanza della BC. Durante la crisi furono al centro della corsa agli sportelli che invase l'intero sistema finanziario. Dato l'impatto che può avere sulla stabilità del sistema finanziario oggi l'intermediazione finanziaria non bancaria viene monitorata annualmente, ma ciò sarà oggetto di approfondimento del capitolo seguente.

1.6.4 Il crollo

Nella primavera del 2006 il sistema finanziario statunitense era sull'orlo del collasso, l'euforia nel settore immobiliare aveva portato alla formazione di una bolla, che di lì a poco sarebbe scoppiata: la Fed cominciò ad aumentare i tassi d'interesse in risposta all'espansione dell'economia, ciò rese i mutui a tasso variabile più onerosi per le famiglie, che iniziarono a risultare inadempienti, in particolare i mutui *subprime* presentavano tassi di inadempienza molto elevati. La domanda di mutui iniziò a scendere, i prezzi delle abitazioni crollarono. I titoli garantiti da mutui e altri *pool* di attività finirono per perdere quasi totalmente il proprio valore e tutti gli intermediari che erano entrati nell'affare *subprime*, dalle centinaia di società di credito immobiliare non regolamentate fino alle più grandi banche d'investimento e agli hedge funds, finirono per ritrovarsi in portafoglio titoli divenuti illiquidabili, registrando enormi perdite. Per fare un esempio, gli hedge funds gestiti dai due colossi bancari Bear Stearns e Ubs avevano investito miliardi

di fondi a breve termine in tranche di Cdo subprime con un basso grado di liquidità: entrambi presentarono istanza di fallimento. Molti altri hedge funds, altamente esposti, subirono la stessa sorte. Le agenzie di rating finirono per declassare il rating di molti titoli cartolarizzati, che divennero *junk bond*, per cui si diffuse il panico. In un contesto di scarsa chiarezza circa la distribuzione dei titoli tossici nel sistema finanziario, si generò una vera e propria crisi di fiducia che portò ad una paralisi del mercato interbancario: le banche non erano più disposte a concedere credito ad altri istituti, ciò portò ad una crisi di liquidità e si generarono numerose corse agli sportelli; era quindi iniziata la fase di rifugio nelle attività sicure che generalmente segue il crollo. Tali circostanze portarono al salvataggio di molte banche da parte del Tesoro e della Fed che misero a disposizione numerose linee di credito, a particolari condizioni: molti istituti furono nazionalizzati e molte banche d'investimento furono costrette a modificare il proprio modello di business. La Banca d'investimento Lehman Brothers fu l'unica a non ricevere aiuti statali e dichiarò fallimento nel settembre del 2008, scatenando un forte clima di incertezza e di instabilità sui mercati. Il crollo si estese dal mercato dei titoli strutturati ai mercati azionari, in particolare furono colpiti i titoli delle società del settore finanziario. Inoltre, per via dell'esposizione delle banche di altri paesi ai titoli tossici, il contagio si estese anche in Europa. Il classico copione di una crisi finanziaria si ripeteva.

Tutti gli elementi che Minsky aveva individuato elaborando la teoria dell'instabilità finanziaria caratterizzavano la crisi finanziaria del 2008: eccessivo indebitamento del settore privato, instabilità del settore bancario, euforia creditizia. Ciò unito alla deregolamentazione, alla moderna innovazione finanziaria e allo sviluppo di un sistema bancario non regolamentato, aveva portato all' "economia del disastro".

CAPITOLO 2: LO SHADOWBANKING

2.1 L'origine del termine

Per *shadowbanking* si intende l'insieme di tutti quegli intermediari che operano come banche, svolgendo attività di intermediazione creditizia, ma che non sono regolamentati come tali. Infatti, mentre le banche sono soggette a un sistema ben sviluppato di regolamentazione prudenziale e ad altre misure di salvaguardia, il sistema bancario ombra è tipicamente soggetto a disposizioni di supervisione meno rigorose, o addirittura assenti. Il termine sistema bancario ombra fu coniato dall'economista Paul McCulley in un discorso del 2007 al simposio finanziario annuale ospitato dalla Federal Reserve di Kansas City: egli si riferiva agli istituti finanziari non bancari coinvolti nella trasformazione delle scadenze che furono al centro della crisi finanziaria. La trasformazione delle scadenze è una delle funzioni principali che svolgono le banche quando usano i depositi della clientela a breve termine per finanziare attività a più lungo termine, come i prestiti. Come le banche tali intermediari conducono operazioni di trasferimento del rischio di credito, ossia trasferiscono il rischio di insolvenza di un debitore ad un'altra parte e utilizzano la leva finanziaria, prendendo a prestito denaro per investire in attività ed amplificare i potenziali guadagni (ma con il rischio di subire ingenti perdite). Durante la crisi finanziaria statunitense le "banche ombra" attirarono l'attenzione delle autorità di vigilanza poiché furono al centro della catena delle cartolarizzazioni, essendo coinvolte nelle operazioni di trasformazione dei mutui ipotecari di dubbia qualità

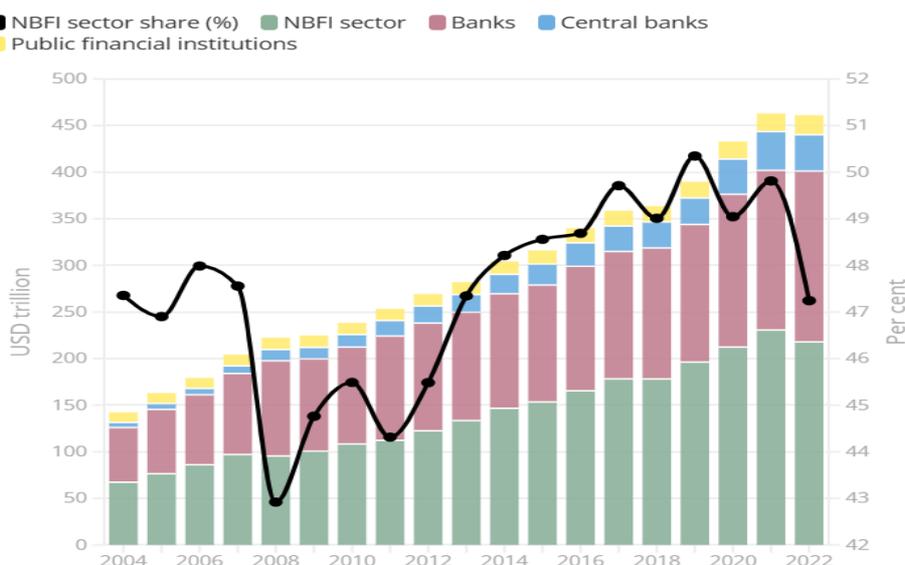
in titoli, poi venduti agli investitori. Per fare subito un esempio concreto, i fondi d'investimento operano come “banche ombra”, per cui raccolgono denaro (che potrebbero dover restituire nel breve termine) da una pluralità di investitori e investono in attività (come azioni e obbligazioni), anche a più lunga scadenza, operando quindi una trasformazione delle scadenze. Durante la crisi molti fondi d'investimento, tra cui soprattutto gli hedge funds, investirono in titoli cartolarizzati rischiosi e nel momento in cui gli investitori divennero incerti sul valore di tali attività a lunga scadenza, ritirarono in massa i propri fondi. Per ripagare i propri investitori i fondi e altre banche ombra dovettero vendere attività. Queste “vendite forzate” ne causarono il crollo in termini di prezzo, costringendo altre entità bancarie ombra (e alcune banche) con attività simili a ridurre il valore di quelle attività in portafoglio: gli istituti si ritrovarono successivamente a corto di liquidità e molti dichiararono fallimento. L'esperienza della crisi ha dimostrato come la presenza di intermediari non bancari non soggetti a regolamentazione possa minare la stabilità del sistema finanziario: come le banche, un sistema bancario ombra con leva finanziaria e trasformazione delle scadenze può essere vulnerabile alle “corse agli sportelli” e generare rischi di contagio. Dal 2011 il *Financial Stability Board* (FSB), un organo di coordinamento internazionale di autorità finanziarie e di vigilanza, si occupa del monitoraggio di quella che oggi ha preso il nome di intermediazione finanziaria non bancaria.

2.2 Una panoramica generale

La finanza non bancaria ha registrato una forte crescita dopo la crisi finanziaria globale. La quota di attività finanziarie globali detenute dagli intermediari finanziari non bancari (IFNB) è cresciuta in maniera costante almeno fino al 2021, in parte come conseguenza delle iniziative di regolamentazione e vigilanza che hanno reso il sistema bancario più resiliente ma al tempo stesso introducendo vincoli aggiuntivi hanno spinto le risorse verso altri segmenti del sistema finanziario. Il settore degli IFNB comprende tutte quelle istituzioni finanziarie che non sono banche centrali, banche o istituzioni finanziarie pubbliche. Vi sono poi “gli altri intermediari finanziari”, un sottoinsieme di IFNB che comprende i fondi monetari, gli hedge funds, gli altri fondi d’investimento (obbligazionari, misti), i broker-dealers, le controparti centrali e i veicoli finanziari strutturati (simili a quelli che hanno operato durante la crisi subprime). In ultimo vi è la cosiddetta “misura ristretta” delle NBFI, composta dalle entità coinvolte in attività di intermediazione creditizia che per le autorità possono comportare rischi per la stabilità finanziaria simili a quelli delle banche (ossia intermediazione creditizia che comporta la trasformazione delle scadenze/liquidità, il trasferimento del rischio di credito e l’utilizzo della leva finanziaria). Nei due sottoinsiemi non rientrano i fondi pensione e le compagnie di assicurazione, che comunque rientrano nel settore degli IFNB. Dall’ultima attività di monitoraggio condotta dal FSB su 29 giurisdizioni è emerso che la dimensione del settore delle NBFI è diminuita nel 2022, ed è la prima

diminuzione significativa dal 2009, dovuta in gran parte all’impatto dei tassi d’interesse più elevati sulle valutazioni degli attivi. Nel 2022 infatti la maggior parte delle economie mondiali ha sperimentato tassi d’inflazione molto elevati, per cui le autorità monetarie hanno condotto politiche monetarie restrittive innalzando i tassi d’interesse. Come è possibile osservare nel seguente grafico (figura 2.2a) il totale delle attività finanziarie globali è diminuito dello 0,4% nel 2022 dopo anni di costante crescita e le attività finanziarie totali del settore degli IFNB sono diminuite del 5,5% rispetto al 2021, soprattutto a causa delle perdite di valutazione nei portafogli di attività valutate al prezzo di mercato. La quota delle attività detenute dal settore degli IFNB sul totale delle attività finanziarie globali è scesa al 47,2%, come evidenzia la linea nera del grafico.

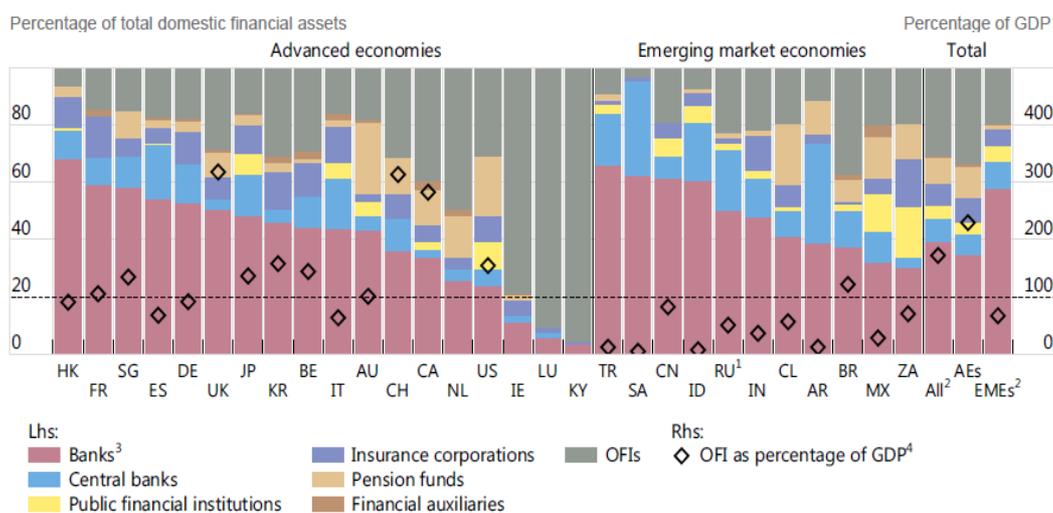
Figura 2.2a: totale delle attività finanziarie globali



Fonte: FSB (2023)

La diminuzione delle attività dei fondi di investimento, in seguito alle svalutazioni dei rispettivi portafogli *mark to market*, ha rappresentato circa due terzi del calo complessivo delle attività del settore degli IFNB nel 2022. Ciò riflette gli ampi portafogli di attività di queste istituzioni, che sono estremamente sensibili alle variazioni dei tassi d'interesse. La quota detenuta dal settore degli IFNB è consistente, tuttavia, nella maggior parte delle giurisdizioni le banche ricoprono ancora un ruolo preponderante all'interno dei vari sistemi finanziari. In particolare, nelle economie emergenti le banche gestiscono il 57,9% delle attività finanziarie globali, mentre nelle economie avanzate il 34,5% (figura 2.2b).

Figura 2.2b: struttura del sistema finanziario nelle varie giurisdizioni



Fonte: FSB (2023)

2.3 Benefici

Gli intermediari non bancari hanno assunto sempre più importanza nell'erogare credito alle imprese; ciò offre dei benefici all'economia reale in quanto le imprese possono diversificare le proprie fonti di finanziamento e ridurre la loro dipendenza dal credito bancario. Inoltre, può contribuire a migliorare l'efficienza e la resilienza del sistema finanziario data la condivisione dei rischi finanziari. Gli intermediari non bancari possono inoltre svolgere un ruolo di ammortizzatori, fornendo credito nelle fasi di stress, quando le banche riducono il credito alle imprese. Il credito fornito da enti non bancari rappresentava il 20% del credito alle imprese non finanziarie dell'euro area alla fine del 2021, rispetto all'11% di un decennio fa (figura 2.3).

Figura 2.3: Credito non bancario in percentuale del credito delle imprese dell'euro area fornito da tutte le istituzioni finanziarie



Fonte: BCE (2022)

La linea continua rappresenta una media delle linee tratteggiate: la linea tratteggiata in alto rappresenta i dati raccolti considerando una definizione più ampia di IFNB, la linea in basso una definizione ristretta.

Un altro aspetto positivo dell'intermediazione finanziaria non bancaria è che ricopre un ruolo fondamentale nel finanziamento delle economie emergenti e in via di sviluppo: questi flussi di capitale portano benefici ai paesi destinatari oltre che maggiori rendimenti e diversificazione di portafoglio per gli investitori internazionali. Le attività creditizie del settore degli IFNB sono di particolare importanza per la stabilità finanziaria poiché la trasformazione delle scadenze, la leva finanziaria e il trasferimento del rischio di credito possono dare origine a vulnerabilità che possono amplificare o trasmettere gli shock. Inoltre, nelle giurisdizioni in cui il settore degli IFNB svolge un ruolo preponderante nell'intermediazione creditizia, gli intermediari non bancari che non sono sufficientemente resistenti agli shock potrebbero rallentare il flusso di credito all'economia, soprattutto durante le fasi di recessione: per tale motivo possono generare rischi per la stabilità finanziaria.

2.4 Rischi

Il settore degli IFNB, svolgendo le principali funzioni bancarie senza essere sottoposto ai limiti imposti dalla regolamentazione in termini di leva finanziaria, liquidità e tipologia di investimenti, e operando senza avere accesso ai prestiti di ultima istanza della Banca Centrale in caso di crisi, rappresenta quindi una fonte di

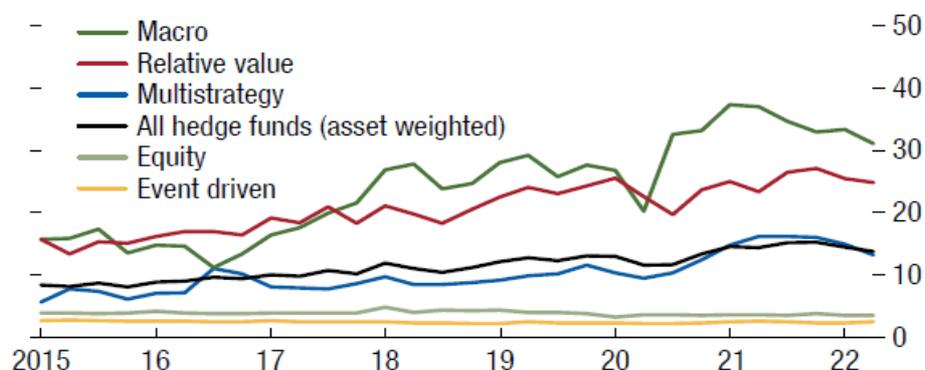
rischio per la stabilità finanziaria. Per tale motivo è bene analizzarne le vulnerabilità legate alla leva finanziaria, alla liquidità e all'interconnessione con il resto del sistema finanziario. Di particolare importanza è l'interazione tra leva finanziaria e scarsa liquidità nel mercato: la liquidazione da parte degli IFNB di posizioni assunte con leva finanziaria in un contesto di crisi di liquidità rischia di innescare una spirale di vendite forzate che può causare forti oscillazioni dei prezzi delle attività e destabilizzare l'intero mercato. Inoltre, dato che la leva finanziaria è generalmente fornita agli IFNB dalle banche (dealers), l'interconnessione può rappresentare un canale di amplificazione degli shock: il fallimento del family office statunitense Archegos nel 2021, che sarà trattato più avanti, rappresenta un caso studio delle dinamiche appena descritte.

2.4.1 Leva Finanziaria

I tassi d'interesse molto bassi dovute a politiche monetarie espansive condotte dalle autorità monetarie (almeno sino al 2021) e la volatilità del prezzo degli asset dalla crisi finanziaria del 2008 in poi, hanno incentivato molte istituzioni ad utilizzare la leva finanziaria per ottenere rendimenti attesi maggiori. La leva finanziaria può essere assunta in modi differenti, in particolare attraverso operazioni di pronto contro termine (REPO), con le quali gli intermediari ottengono contante offrendo come *collateral* titoli in portafoglio. In un secondo momento si procede ad effettuare l'operazione inversa, per cui si restituisce il denaro preso in prestito (scontato di un tasso d'interesse) e l'intermediario torna in possesso dei titoli offerti

in garanzia; un altro modo è quello di ricorrere alla cosiddetta leva sintetica, per cui si aumenta l'esposizione attraverso strumenti finanziari derivati come *futures* e *swap*. Secondo recenti studi l'uso della leva sintetica attraverso i derivati da parte degli hedge funds negli Stati Uniti è aumentato da 8 a 14 volte il rispettivo valore patrimoniale netto, con alcune strategie che superano le 20 volte il VPN.

Figura 2.4.1: esposizione nozionale lorda in derivati sul VPN, per strategia



Fonte: FMI (2023)

Le entità con un'elevata leva finanziaria sono maggiormente esposte a mutamenti improvvisi dello scenario economico, con alte probabilità di incorrere in dissesto finanziario poiché più vulnerabili alle variazioni improvvise dei prezzi delle attività, che possono costringerle a ridurre la leva, amplificando il calo iniziale dei prezzi.

2.4.2 Liquidità

Come osservato precedentemente il settore degli IFNB comprende numerose istituzioni, alcune delle quali offrono liquidità al mercato (es. broker-dealers), altre

domandano liquidità (come i fondi d'investimento). Così come le banche, anche gli intermediari non bancari devono fronteggiare il rischio di liquidità, ossia il rischio di non riuscire a far fronte ai propri impegni di pagamento sia per l'incapacità di reperire fondi sul mercato (*funding liquidity risk*), sia di smobilizzare i propri attivi (*market liquidity risk*). Gli IFNB presentano tre differenti vulnerabilità associate alla liquidità:

- *Liquidity mismatching*: per alcuni IFNB, soprattutto fondi d'investimento aperti, il disallineamento di liquidità tra attività e passività rappresenta la principale fonte di vulnerabilità in quanto generalmente offrono ai propri investitori l'opzione di rimborso a breve termine, mentre allo stesso tempo investono in attività che richiedono più tempo per poter essere liquidate. Un maggiore disallineamento di liquidità rende più difficile per i fondi soddisfare le richieste di rimborso improvvise da parte degli investitori. Per tale motivo molte entità non bancarie sono suscettibili alle "corse" (fenomeno speculare alle corse agli sportelli nel caso delle banche).
- *Liquidity spirals*: in situazioni di stress le vendite forzate di asset per reperire liquidità sul mercato possono causare il crollo dei prezzi di tali attività, rendendo ancora più difficoltoso finanziarsi per adempiere ai propri impegni;
- *Crowded Trades*: esposizioni simili verso determinate asset class possono amplificare gli shock in caso di una crisi di liquidità, ad esempio i rimborsi

delle quote possono costringere i fondi d'investimento a vendere attività in portafoglio; ciò porta ad una diminuzione dei prezzi e ad ulteriori vendite da parte di altri operatori con portafogli simili, con effetti destabilizzanti sui mercati.

2.4.3 Interconnessione

L'interconnessione è una caratteristica fondamentale di un sistema finanziario aperto e integrato. Il principale aspetto positivo è proprio la condivisione dei rischi tra i vari operatori, allo stesso tempo la maggiore interconnessione rende il sistema finanziario più complesso e vulnerabile agli shock, soprattutto se gli intermediari operano con un elevato grado di leva finanziaria e si impegnano nella trasformazione delle scadenze. Possono esserci legami sia tra intermediari non bancari, quando si forniscono liquidità a vicenda, sia tra IFNB e il settore bancario. I dati acquisiti dal FSB mostrano che l'interconnessione tra gli intermediari non bancari e il resto del sistema finanziario è aumentata, in particolare sono aumentati i finanziamenti da parte delle banche nei confronti del settore degli IFNB. Ad esempio, come si vedrà successivamente, il family office Archegos era esposto verso molte banche attraverso i contratti derivati. Un altro tipo di collegamento è rappresentato invece dalle analogie di portafoglio: ad esempio fondi comuni che investono nelle stesse attività o nello stesso settore sono indirettamente correlati attraverso le loro esposizioni, un eventuale shock potrebbe colpirli simultaneamente. Infine, l'interconnessione è

aumentata anche a livello internazionale, con un aumento dei finanziamenti degli enti non bancari alle economie emergenti e in via di sviluppo, che nell'ultimo decennio hanno beneficiato di ingenti afflussi di capitale. Più avanti saranno discusse alcune vulnerabilità degli enti appartenenti alla misura ristretta del settore delle NBF.

2.5 Narrow measure

La *narrow measure*, ossia la misura “ristretta” degli IFNB, comprende le entità non bancarie coinvolte in attività di intermediazione creditizia che possono comportare rischi per la stabilità finanziaria simili a quelli delle banche e per tale motivo sono maggiormente attenzionate dalle autorità. Per determinare la misura ristretta il FSB opera una classificazione funzionale, sulla base delle funzioni economiche (FE) svolte dagli enti non bancari; la suddivisione è la seguente:

- FE1: comprende gli enti coinvolti nella gestione collettiva del risparmio (OICR), tra cui spiccano i fondi comuni obbligazionari, misti, monetari, credit hedge fund, ossia fondi speculativi che investono principalmente in attività creditizie (obbligazioni e prestiti), fondi immobiliari. I fondi sono uno strumento che consente agli investitori di diversificare il rischio permettendo di investire in un portafoglio molto ampio di attività, unendo le proprie risorse a quelle di altri investitori. Gli OICR possono contribuire in maniera positiva ad attenuare gli shock del

sistema finanziario data la ripartizione delle perdite tra un gruppo ampio di investitori, dovuta ad esempio al fallimento di una società oppure a condizioni avverse dei mercati. Tuttavia, nonostante gli aspetti positivi, molti OICR che ricorrono alla leva finanziaria e operano la trasformazione delle scadenze (*liquidity mismatch*), possono essere soggetti a pressioni dovute alle richieste di rimborso improvvise da parte degli investitori in periodi di stress e rappresentare un pericolo per la stabilità finanziaria.

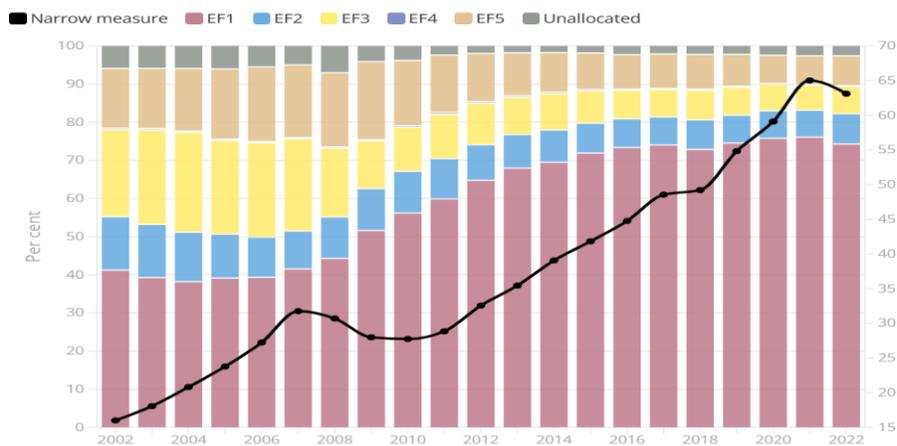
- FE2: include le società di credito al consumo e le società finanziarie che erogano prestiti che dipendono da finanziamenti a breve termine; in particolare sono specializzate nel finanziamento al consumo (auto, attrezzature) e nella concessione di mutui ipotecari al dettaglio, per tale motivo competono con le banche tradizionali. Talvolta operano in settori di nicchia non serviti dal settore bancario. Le entità EF2 quindi operano la trasformazione delle scadenze nello svolgimento della propria attività di prestito, sono perciò esposte al rischio di non riuscire a adempiere ai propri impegni, ossia rimborsare le passività a breve termine. Le società finanziarie che offrono altre tipologie di prodotti come i depositi espongono la propria clientela a dei rischi, non essendo tali prodotti coperti dal meccanismo di assicurazione dei depositi (tutela esclusiva degli intermediari regolamentati).

- FE3: comprende maggiormente broker-dealers, i quali svolgono varie funzioni tra cui fornire credito a breve termine ai clienti per coprire le loro posizioni, iniettare liquidità ai mercati attraverso attività di *market making*, facilitare le attività di trading, prestito di titoli. I broker-dealers si finanziano per lo più a breve termine nel mercato dei pronti contro termine, ciò espone anch'essi a rischi legati alla liquidità in periodi di stress.
- FE4: è composta maggiormente da compagnie di assicurazione che facilitano la creazione del credito sottoscrivendo a controparti assicurazioni su diverse tipologie di prodotti come, ad esempio, titoli strutturati o mutui residenziali; generalmente sono coinvolte nell'emissione dei derivati di credito, ossia assicurazioni contro il default di una controparte (a copertura del rischio di credito). Tuttavia, se i rischi di credito o di controparte sono valutati in modo errato, le istituzioni EF4 possono contribuire ad un'eccessiva assunzione di rischi da parte dei sottoscrittori, comprese le banche:
- FE5: comprende le istituzioni come i veicoli d'investimento strutturati coinvolte nell'intermediazione creditizia basata sulla cartolarizzazione, come l'emissione di titoli garantiti da ipoteca o obbligazioni di prestito garantite; sia le banche che molti IFNB utilizzano la cartolarizzazione per diversificare i finanziamenti e ottenere vantaggi contabili e

patrimoniali (essendo catalogate come attività fuori bilancio). Il mercato delle cartolarizzazioni, tuttavia, è anche sensibile a improvvise riduzioni della liquidità del mercato, in particolare nel caso di cartolarizzazioni complesse o opache.

Il totale delle attività finanziarie delle istituzioni comprese nella misura ristretta è diminuito per la prima volta dalla crisi finanziaria globale, raggiungendo i 63,1 trilioni di dollari nel 2022. Tale diminuzione si può attribuire quasi interamente alla categoria FE1: l'aumento dei tassi d'interesse ha causato la svalutazione dei portafogli di attività dei fondi comuni obbligazionari e dei fondi misti. Le istituzioni comprese nella FE1 rappresentano comunque i due terzi della *narrow measure*, come è possibile osservare nel grafico (figura 2.5).

Figura 2.5: misura ristretta degli IFNB, in percentuale del totale



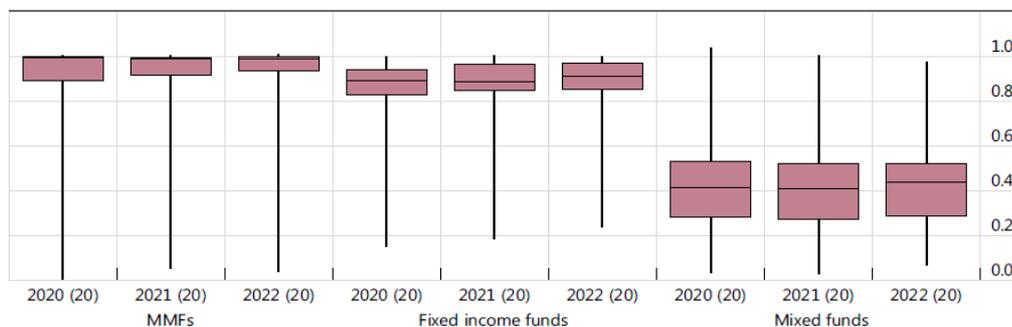
Fonte: FSB (2023)

Data l'importanza delle attività svolte, che possono generare rischi per la stabilità finanziaria, il FSB ha raccolto degli indici per misurare il livello di intermediazione creditizia, la trasformazione delle scadenze e la leva finanziaria di tutte le entità che rientrano nella misura ristretta; nel paragrafo successivo il focus sarà posto sulle entità che rientrano nella EF1, avendo un ruolo preponderante rispetto alle altre.

2.5.1 Indici di vulnerabilità per gli EF1

Gli indici raccolti dal FSB riguardano principalmente i fondi comuni monetari, fondi obbligazionari e misti. Il livello di intermediazione creditizia, misurata dal rapporto tra attività creditizie e attività finanziarie totali, è rimasto stabile per tutte e tre le tipologie di fondi. Valori dell'indice prossimi all'unità dimostrano un maggior coinvolgimento nell'attività di intermediazione creditizia. Come è possibile osservare nel grafico (Figura 2.5.1a) i fondi monetari e obbligazionari presentano livelli più elevati di intermediazione creditizia rispetto ai fondi misti, poiché questi ultimi investono anche in azioni, che non rappresentano attività creditizie.

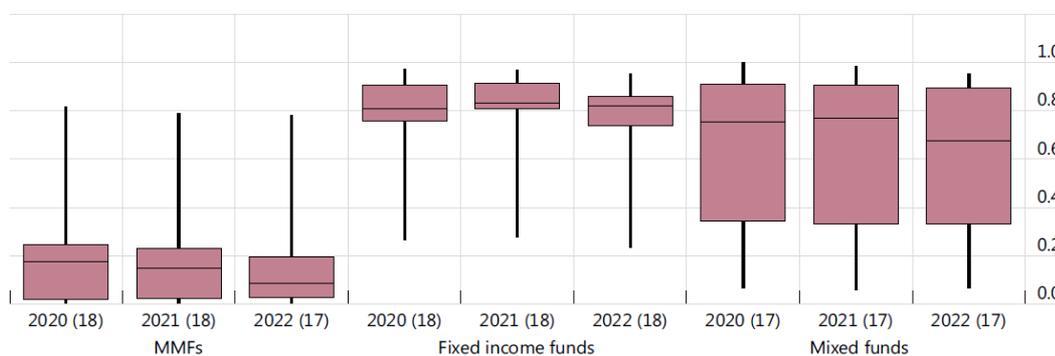
Figura 2.5.1a: livello di intermediazione creditizia



Fonte: FSB (2023)

Per quanto concerne la trasformazione delle scadenze, si è registrata una lieve diminuzione nel 2022 (figura 2.5.1b), probabilmente a causa dell'aumento dei tassi d'interesse nella maggior parte delle economie. L'indice che misura la trasformazione delle scadenze è dato dal rapporto tra la differenza tra attività a lungo termine, capitale e passività a lungo termine e il totale delle attività finanziarie: esso varia tra -1 e 1, più si avvicina a 1 maggiore è il ricorso alla trasformazione delle scadenze.

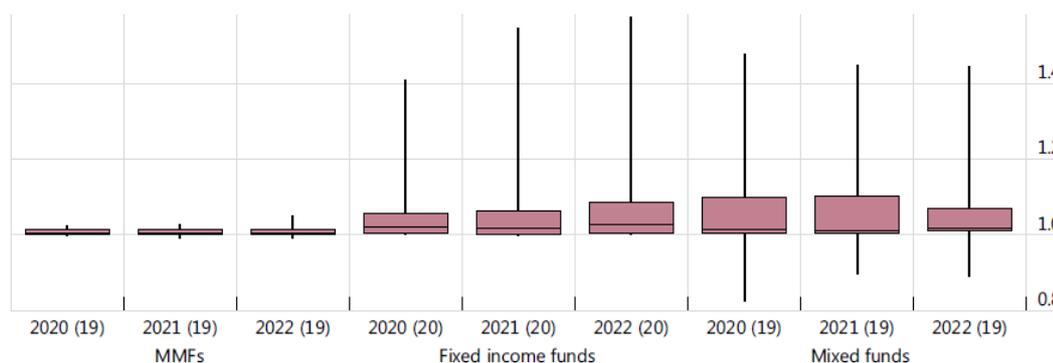
Figura 2.5.1b: trasformazione delle scadenze



Fonte: FSB (2023)

I valori osservati nel grafico dimostrano come soprattutto i fondi obbligazionari e i fondi misti operino la trasformazione delle scadenze, in particolare il valore mediano di circa 0.8 indica che le attività a lungo termine sono finanziate maggiormente da passività a breve termine; se non gestiscono il rischio di liquidità tali tipologie di fondi possono essere sottoposti a pressioni sui rimborsi da parte degli investitori in periodi di stress. Per quanto riguarda i fondi comuni monetari (MMFs) un valore mediano piuttosto basso, che si aggira poco sopra lo 0.1, dimostra che la trasformazione delle scadenze è quasi assente: questa tipologia di fondi investe generalmente in attività liquide a breve scadenza; i fondi monetari governativi a breve termine presentano i valori più bassi. Infine, l'ultimo indice da considerare è quello relativo alla leva finanziaria, che è dato dal rapporto tra il totale delle attività finanziarie e il patrimonio netto (L1). Il livello di leva finanziaria è rimasto piuttosto basso, infatti i valori mediani sono prossimi a 1, con variazioni minime rispetto agli anni precedenti (figura 2.5.1c).

Figura 2.5.1c: leva finanziaria



Fonte: FSB (2023)

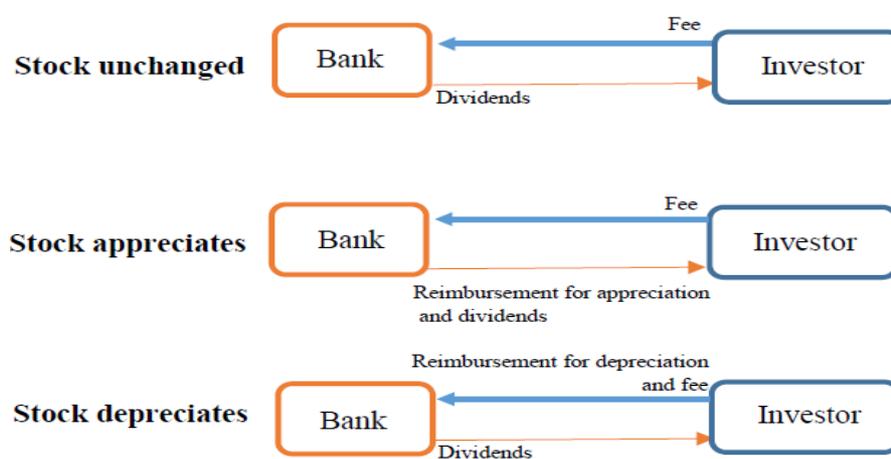
L'indice (L1), tuttavia, non comprende le esposizioni fuori bilancio e quindi l'utilizzo di strumenti derivati. Questa misura della leva finanziaria fornisce solo una visione parziale della situazione, non considerando la leva sintetica.

2.6 Il caso Archegos

Il fallimento nel marzo 2021 di Archegos Capital Management, un family office statunitense, rappresenta un caso studio dell'impatto sulla stabilità finanziaria di un ente non bancario che opera con elevato grado di leva finanziaria e che è finanziato dal settore bancario tradizionale. Un family office è una società che gestisce importanti patrimoni di una o più famiglie e per via della legislazione non è soggetta agli obblighi di divulgazione e rendicontazione del proprio portafoglio, rispetto ai fondi d'investimento tradizionali. Essendo fuori dal perimetro normativo, non si hanno molte informazioni circa le loro dimensioni e il loro profilo di rischio. Sebbene la maggior parte dei family office investa in strumenti finanziari tradizionali, alcuni possono adottare strategie di investimento più rischiose simili a quelle degli hedge funds. Nel caso di Archegos, i suoi investimenti erano concentrati in *Total Return Swap (equity swap)*, strumenti derivati che consentono di assumere posizioni in titoli azionari con leva finanziaria, fornita da alcune banche tramite il servizio di *prime*

*brokerage*⁴. La sottoscrizione di un TRS consente all'investitore (in tal caso Archegos) di ricevere il rendimento totale di un asset senza possederlo direttamente. Come è possibile osservare nella figura 2.6a, l'investitore stipula un TRS con una banca per assumere una posizione *long* in un determinato titolo, ma senza acquistarlo; dopo la stipula del contratto l'investitore paga alla banca una commissione periodica (*fee*), mentre la banca si impegna a fornire un rimborso per l'apprezzamento del titolo se il suo prezzo aumenta. Al contrario, se il prezzo del titolo scende, l'investitore paga alla banca una somma di denaro per il deprezzamento, insieme alla commissione. In ogni caso, l'investitore riceve il dividendo del titolo azionario.

Figura 2.6a: rappresentazione grafica di un equity TRS

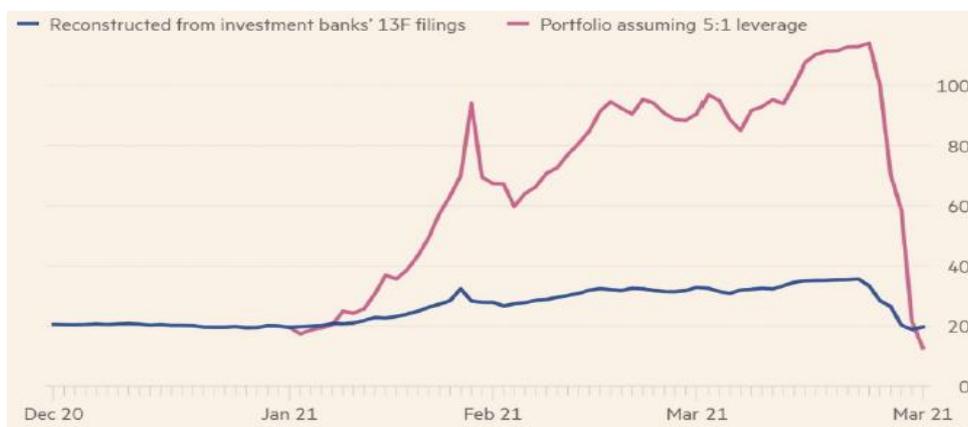


Fonte: nota di stabilità finanziaria della Banca d'Italia (2021)

⁴ Il *prime brokerage* rappresenta un insieme di servizi forniti da banche d'investimento e broker-dealers generalmente a investitori istituzionali, hedge funds e family office. Si tratta maggiormente di attività di finanziamento, in cui i prime brokers prestano denaro o titoli ai propri clienti.

Tali tipologie di contratti possono generare profitti, ma anche rischi derivanti da fluttuazioni avverse del prezzo dell'attività sottostante; le banche (prime brokers), che generalmente detengono l'asset di riferimento del TRS, per coprirsi dal rischio di insolvenza della controparte chiedono il versamento periodico di un margine (*margin call*). Archegos, che si è stimato avesse in gestione tra i 10 e i 20 miliardi di dollari, aveva assunto grosse posizioni verso alcuni titoli di aziende americane e giapponesi grazie alla leva finanziaria ottenuta tramite i contratti *swap*, stipulati con diversi colossi bancari come Goldman Sachs, Morgan Stanley, UBS, Nomura, Credit Suisse e Deutsche Bank. Tali esposizioni non erano state rese note in primis poiché erano detenute da un family office, che non aveva l'obbligo di rendicontazione verso il pubblico, in secondo luogo erano state ottenute attraverso contratti derivati, non con l'acquisto diretto delle azioni. A metà marzo 2021 si è stimato che Archegos avesse un'esposizione fino a 100 miliardi grazie all'utilizzo della leva finanziaria (sintetica) pari a circa cinque volte il suo capitale. La figura 2.6b mostra la ricostruzione del portafoglio di Archegos basata su alcuni documenti bancari ipotizzando una leva di 5:1. Ciò significa che il valore di un portafoglio può (aumentare) diminuire bruscamente anche nel caso di un modesto (apprezzamento) deprezzamento delle attività sottostanti.

Figura 2.6b: Ricostruzione del portafoglio di Archegos



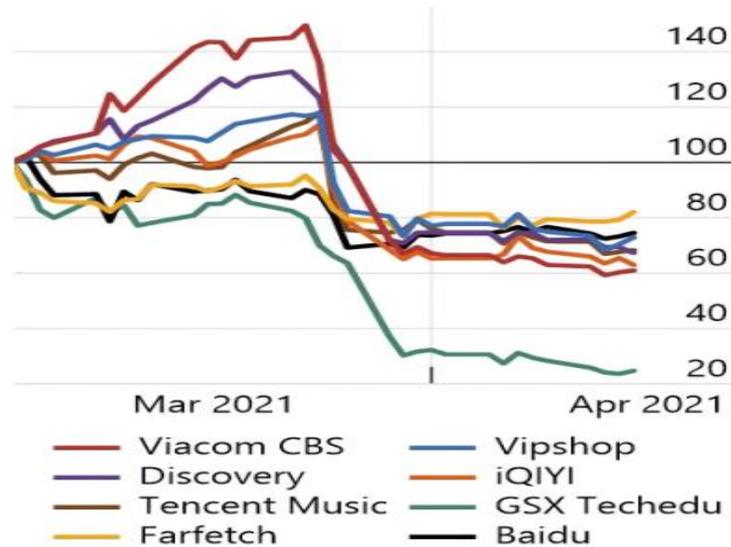
Fonte: Bespoke Investment Group

Dopo i profitti iniziali, l'andamento sfavorevole di alcuni titoli ha provocato forti perdite per Archegos. Il declino è iniziato alla fine di marzo quando un titolo nel portafoglio, Viacom CBS, ha perso circa il 23% del suo valore in un solo giorno dopo un'offerta pubblica secondaria fallimentare⁵. Nei giorni seguenti anche gli altri titoli su cui il gestore del family office aveva scommesso hanno subito perdite significative (figura 2.6c).

Archegos non è riuscito a rispettare le “richieste di margine” per cui le banche hanno dovuto ridurre le loro esposizioni non coperte vendendo i titoli che nel frattempo stavano crollando, subendo gravi perdite. Il *sell-off* è poi continuato spingendo ancora di più il prezzo dei titoli a ribasso come si nota nel grafico, di conseguenza il family office è crollato.

⁵ <https://www.nytimes.com/2021/04/03/business/bill-hwang-archegos.html>

Figura 2.6c: Prezzo delle azioni (base = 100)



Fonte: nota di stabilità finanziaria della Banca d'Italia (2021)

Archehos non è riuscito a rispettare le “richieste di margine” per cui le banche hanno dovuto ridurre le loro esposizioni non coperte vendendo i titoli che nel frattempo stavano crollando, subendo gravi perdite. Il *sell-off* è poi continuato spingendo ancora di più il prezzo dei titoli a ribasso come si nota nel grafico, di conseguenza il family office è crollato. Il fallimento di Archehos si stima abbia causato perdite per le banche coinvolte per un ammontare di almeno dieci miliardi di dollari; tuttavia, essendo ben capitalizzate, sono riuscite ad assorbire le perdite. Sono emerse alcune criticità dal fallimento di Archehos; in primo luogo, una cattiva gestione del rischio da parte delle banche (PB) che hanno fornito la leva finanziaria e che probabilmente non hanno richiesto margini adeguati, in secondo luogo lo scarso monitoraggio sull'utilizzo della leva

finanziaria da parte di un ente non bancario con elevate esposizioni e in ultimo la scarsa regolamentazione dei family office.

L'esperienza del fallimento di Archegos fa riflettere sulla necessità di ampliare gli strumenti di policy per un settore di intermediari che “opera nell'ombra” e che può generare rischi per la stabilità finanziaria: se nel caso sopra descritto le controparti del family office fossero stati altri intermediari non bancari oppure banche non abbastanza capitalizzate, l'intero sistema finanziario sarebbe potuto crollare.

2.7 Strumenti di policy per gestire i rischi legati agli IFNB

Il FSB e altre autorità hanno elaborato degli strumenti di policy per gestire i rischi del settore degli IFNB. Alcuni riguardano in particolare i fondi comuni monetari e i fondi aperti, volti ad aumentare la liquidità delle attività in portafoglio e comprendono i limiti agli investimenti in attività illiquide e alla concentrazione di attività; altri strumenti consistono nell'introduzione di commissioni per gli investitori che chiedono il rimborso della loro quota o anche la sospensione dei rimborsi nei casi più gravi. Questi strumenti sono tipicamente attivati dai gestori dei fondi piuttosto che dalle autorità di regolamentazione, anche se poi nella pratica sono stati utilizzati raramente. Un altro strumento è quello dei requisiti di margine nel mercato dei derivati, il cui obiettivo principale è quello di garantire una prudente gestione del rischio nelle operazioni che per loro natura prevedono il ricorso alla leva finanziaria. Nei

mercati “compensati” a livello centrale, gli intermediari responsabili della gestione dei margini sono le controparti centrali (in Italia la cassa di compensazione e garanzia); la controparte centrale si interpone tra due contraenti evitando che questi ultimi, in una transazione, siano esposti al rischio di inadempienza. In particolare, la loro funzione principale è ridurre al minimo le variazioni dei margini iniziali che le controparti versano a copertura delle loro esposizioni, ma soprattutto verificare l’adeguatezza dei margini richiesti. Altri strumenti impongono invece limiti all’utilizzo della leva finanziaria per molti IFNB, ma non tengono conto della leva fuori bilancio o sintetica, che comprende le posizioni in derivati: qui subentrano i precedenti strumenti riguardanti l’accantonamento di margini. Infine, tra gli strumenti figurano anche gli obblighi di comunicazione al pubblico, che poi variano data l’ampia gamma di attività svolte dagli enti non bancari. Il FSB è tuttavia al lavoro sul miglioramento degli strumenti di policy già esistenti, con proposte volte a migliorare alcune lacune individuate, come ad esempio la difficoltà nel reperire dati in merito alle operazioni fuori bilancio e la misurazione della leva sintetica. L’obiettivo è migliorare la resilienza del settore degli IFNB riducendone le vulnerabilità, senza tuttavia pregiudicare lo svolgimento delle loro funzioni economiche fondamentali.

CAPITOLO 3: I CASI DI SILICON VALLEY BANK E CREDIT SUISSE

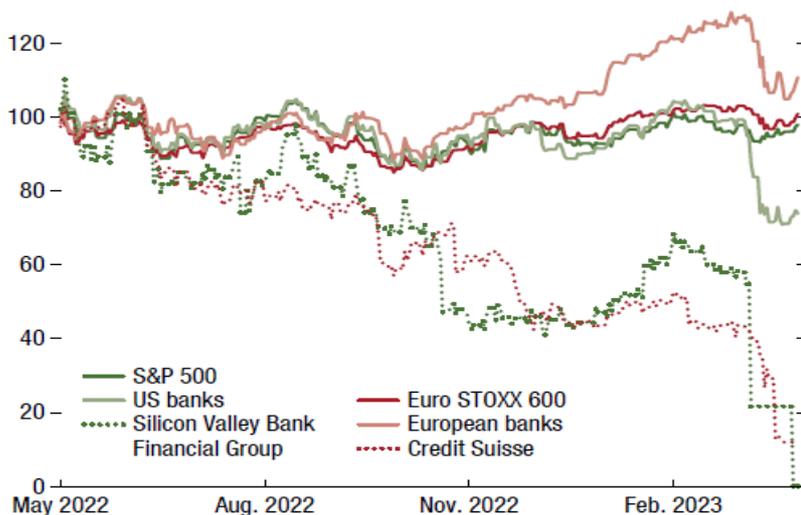
3.1 Le recenti turbolenze nel sistema bancario

All'indomani della crisi finanziaria del 2008, in un contesto di tassi d'interesse molto bassi, volatilità ridotta ed elevata liquidità sui mercati, molti operatori hanno condotto operazioni sempre più rischiose per ottenere maggiori rendimenti; come anche osservato nel precedente capitolo, il ricorso alla leva finanziaria e l'investimento in asset più rischiosi ha rappresentato uno dei modi per ottenere maggiori profitti, ma non senza conseguenze. Tali comportamenti non sono stati seguiti soltanto dagli intermediari finanziari non bancari, bensì dalle stesse banche, con alcune che hanno operato con una inadeguata gestione del rischio, soprattutto negli ultimi anni. Il nuovo contesto di alti tassi d'interesse in risposta a tassi d'inflazione elevati nella maggior parte delle economie mondiali, ha contribuito alle recenti turbolenze nel sistema bancario, soprattutto in quello americano: alcune banche regionali erano ampiamente esposte verso attività a lungo termine, in particolare obbligazioni, finanziate da fonti instabili (depositi a vista della clientela). La pesante svalutazione dei portafogli obbligazionari ha causato ingenti perdite per questi istituti, che hanno decisamente sottovalutato il rischio *duration*⁶. Nel marzo del 2023 infatti la

⁶ La *duration* è un indicatore di rischio delle obbligazioni utilizzata per misurare la variazione del prezzo delle obbligazioni al variare dei tassi d'interesse.

stabilità del sistema bancario (e successivamente dell'intero sistema finanziario) è stata messa a dura prova dal fallimento di due banche regionali statunitensi, Silicon Valley Bank (SVB) e Signature Bank, colpite dall'improvvisa corsa agli sportelli da parte dei depositanti, che in massa hanno ritirato il proprio denaro. Una settimana dopo in Europa, le autorità svizzere hanno annunciato la fusione di Credit Suisse con UBS, sostenuta dallo Stato, in seguito alla perdita di fiducia del mercato dopo le ingenti perdite subite dall'istituto, coinvolto nel corso degli anni in molti scandali e soggetto a diverse indagini. Per via della rapida diffusione delle informazioni tramite i media, quelli che inizialmente sembravano eventi isolati nel settore bancario statunitense, hanno finito per destare grande preoccupazione sulla resilienza degli istituti bancari di tutto il mondo, soprattutto di quelli europei, generando caos sui mercati finanziari: com'è possibile osservare nel grafico, i titoli di SVB e Credit Suisse sono crollati a metà marzo, e con essi, sebbene in misura minore, i titoli delle altre banche statunitensi e di quelle europee (grafico 3.1). Sono inoltre riportati anche i principali indici azionari, per gli Stati Uniti S&P 500, mentre per l'Europa Euro STOXX 600, i quali hanno subito solo un lieve ribasso, essendo poco correlati con il settore bancario.

Figura 3.1: performance dei titoli bancari e dei principali indici (base 100 = maggio 2022)



Fonte: Bloomberg Finance LP

Inoltre, dopo che i prezzi dei titoli bancari sono crollati, la domanda di *credit default swap* sulle banche è aumentata, quando la salute finanziaria dei sistemi bancari globali è diventata un problema prioritario per gli investitori. Nei seguenti paragrafi saranno descritti più nel dettaglio i casi di Silicon Valley Bank e Credit Suisse.

3.2 Il fallimento di Silicon Valley Bank

Il crollo della Silicon Valley Bank è stato definito come uno dei più grandi fallimenti bancari negli Stati Uniti dalla crisi finanziaria del 2008. Come sarà analizzato successivamente, le principali vulnerabilità della banca erano legate alla detenzione di una percentuale elevata di depositi non assicurati, molti dei quali venivano investiti in titoli a lunga scadenza (cosiddetti titoli *hold to*

maturity). Fondata nel 1983 con sede in California, SVB è cresciuta nel corso degli anni in termini di dimensioni sino a diventare la sedicesima banca commerciale più grande degli Stati Uniti, sino ad avere in gestione più di 200 miliardi di dollari quando è fallita nel marzo 2023. SVB offriva servizi finanziari principalmente ad aziende finanziate dal venture capital ed aziende tecnologiche, principalmente start-up. La crescita del settore tecnologico dopo la pandemia da Covid-19 ha fatto sì che tali aziende registrassero elevati profitti; quest'ultime depositavano poi il proprio denaro presso SVB, che ha registrato numerosi afflussi: i suoi depositi sono cresciuti da 65 miliardi di dollari nel 2019 a 189 miliardi di dollari nel 2021⁷. Ciò ha avuto impatto sul prezzo del titolo della banca, che è cresciuto da 150 \$ a inizio 2020 a 750 \$ a fine 2022, com'è possibile osservare nella figura 3.2.

Figura 3.2: performance del titolo di SVB



Fonte: S&P Global

⁷ www.economicsobservatory.com

SVB ha successivamente investito i depositi raccolti (la maggior parte non assicurati) in attività a lungo termine, in particolare titoli del tesoro americano (Treasury Bond) e in *mortgage backed securities* emesse da agenzie governative: nonostante fossero obbligazioni sicure e liquide, erano comunque esposte al rischio di tasso. Infatti, nel momento in cui la FED ha iniziato ad aumentare i tassi d'interesse per via di un'inflazione sempre più crescente, il portafoglio obbligazionario della banca ha subito una grande svalutazione. Il declino del prezzo delle obbligazioni è dovuto alla relazione inversa con i tassi d'interesse: generalmente nel momento in cui i tassi aumentano, gli investitori vedono come più appetibili le obbligazioni di nuova emissione, che pagheranno cedole più elevate; le vecchie obbligazioni con rendimenti inferiori vengono invece vendute, e ciò ne causa la diminuzione dei prezzi. Nel caso in questione le obbligazioni che SVB aveva acquistato in un contesto di tassi d'interesse molto bassi, non più appetibili, erano oggetto di vendite e cominciavano a deprezzarsi. Nel frattempo, l'inasprimento delle condizioni finanziarie sui mercati stava mettendo in seria difficoltà il settore tecnologico: le aziende tech, molte delle quali clienti di SVB, hanno avuto problemi finanziari e di conseguenza hanno cominciato a ritirare in massa i fondi dai propri conti. L'elevata percentuale di risorse vincolate in prestiti e titoli a lunga scadenza ha fatto sì che SVB non avesse un ampio margine di manovra in caso di aumento dei deflussi di depositi. Di conseguenza, per far fronte agli ingenti prelievi, dopo

aver esaurito le riserve di liquidità e i titoli liquidi a breve scadenza, la banca ha dovuto iniziare a vendere i cosiddetti titoli *hold to maturity*, che già si stavano deprezzando, registrando considerevoli perdite. L'8 marzo, infatti, SVB ha rivelato una perdita di 1,8 miliardi di dollari sulle vendite dei titoli governativi e dei titoli garantiti da mutui, annunciando al tempo stesso un piano per raccogliere risorse attraverso una nuova emissione di azioni per 2,25 miliardi di dollari. All'indomani di questo annuncio, l'agenzia di rating Moody's ha abbassato il merito creditizio dell'istituto, il cui titolo è poi crollato all'apertura dei mercati; a seguire anche altre grandi banche hanno visto i prezzi delle loro azioni precipitare.

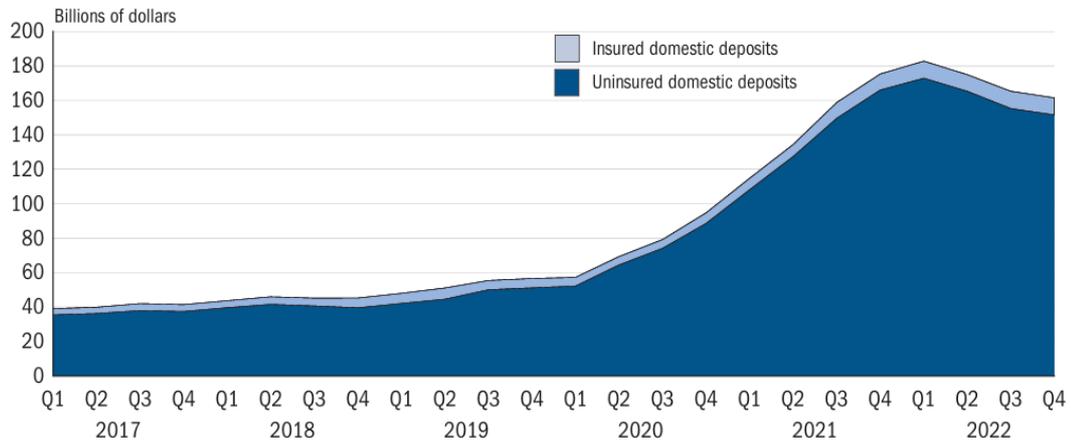
Il piano di ristrutturazione, tuttavia, non ha convinto il mercato e soprattutto i depositanti, che hanno ritirato risorse per un totale di 42 miliardi di dollari. Il 10 marzo la banca è fallita e ha dovuto prenderne il controllo la Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC): il governo americano è subito intervenuto a garanzia di tutti i depositi della clientela, anche di quelli non assicurati. I depositi negli Stati Uniti infatti sono garantiti fino a 250.000 dollari e la maggior parte dei depositi della banca superavano tale soglia. Due giorni dopo sulla scia di SVB un'altra banca, la Signature Bank di New York, ha subito la stessa sorte dopo un ritiro del 20% dei suoi depositi. Date le preoccupazioni degli operatori di mercato e dei depositanti sulla stabilità di tutte le altre banche commerciali, la FED ha disposto linee di liquidità per tutti gli istituti che si fossero trovati in

difficoltà, onde evitare la diffusione del panico dal sistema finanziario all'economia reale; ciò poiché negli Stati Uniti le banche regionali erogano più di un terzo del totale dei prestiti bancari, di conseguenza un'improvvisa riduzione del credito potrebbe avere un impatto significativo sulla crescita economica e sulla stabilità finanziaria. Il fallimento di SVB rappresenta un importante esempio di quanto possano essere messi a dura prova i bilanci delle banche quando i tassi d'interesse aumentano rapidamente. Nel paragrafo seguente saranno analizzate più nel dettaglio le vulnerabilità a cui la banca era esposta ancor prima del dissesto.

3.3 Principali vulnerabilità di SVB

Dietro il fallimento dell'istituto si celano due importanti vulnerabilità, già presenti ancor prima dell'aggravarsi dello scenario economico: l'elevata percentuale di depositi non assicurati e l'investimento di questi ultimi in attività a lungo termine (*hold to maturity*). Come accennato precedentemente, dal 2019 alla fine del 2022, i depositi di SVB sono aumentati esponenzialmente data la rapida crescita delle aziende tech, che hanno continuato a depositare presso la banca i loro proventi; i depositi superavano la soglia dei 250.000 dollari coperta dal fondo di garanzia americano. Per quanto riguarda la prima vulnerabilità, com'è possibile osservare nel grafico (figura 3.3a) circa il 94% dei depositi totali della SVB non era assicurato e il rapporto era il secondo più alto tra le grandi banche statunitensi.

Figura 3.3a: depositi di SVB

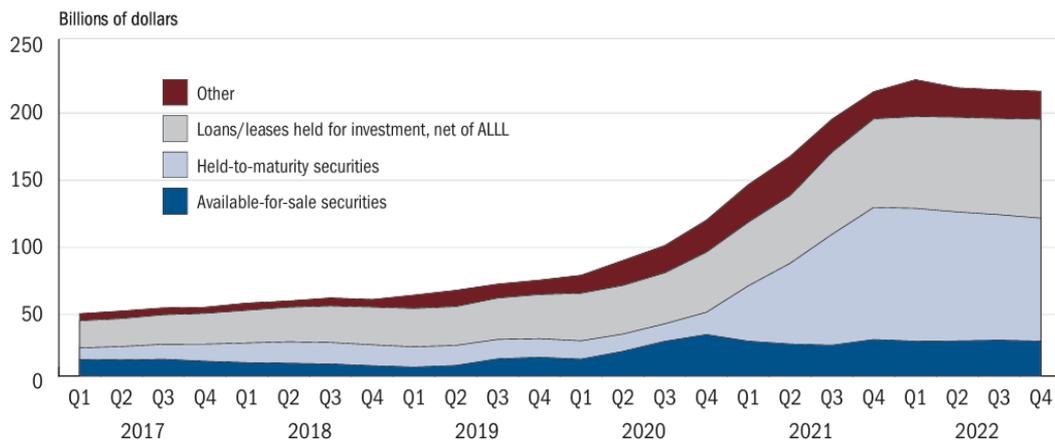


Fonte: Federal Reserve

La seconda vulnerabilità era rappresentata dai titoli a lunga scadenza in cui la banca aveva investito: dai dati disponibili a dicembre 2022, il portafoglio di titoli *hold to maturity* aveva una duration pari a 6.2 anni, con molti titoli con scadenza a dieci anni e, come accennato in precedenza, si trattava per lo più di titoli di stato e *mbs* emessi da agenzie governative. Ciò rappresentava già un rischio per la banca, dato che i titoli con duration elevate sono maggiormente sensibili alle variazioni dei tassi d'interesse; com'è possibile osservare nel grafico a pagina seguente (figura 3.3b) tali investimenti sono aumentati durante la pandemia, periodo in cui i tassi d'interesse hanno continuato a rimanere molto bassi. La ricerca di rendimenti maggiori ha perciò spinto la banca ad investire molte risorse in titoli a più lunga scadenza, sebbene il loro rendimento

fosse leggermente superiore a quello dei titoli governativi a breve termine. Ciò ha notevolmente contribuito all'aumento della duration del portafoglio.

Figura 3.3b: composizione dell'attivo



Fonte: Federal Reserve

La restante parte dell'attivo è invece composta da prestiti e da titoli cosiddetti *available for sale*, i quali si contrappongono ai titoli *hold to maturity*. La principale differenza tra le due categorie di titoli risiede nel modo in cui vengono contabilizzati in bilancio. In particolare, un titolo per essere definito HTM deve essere acquistato con l'intenzione di essere detenuto fino a scadenza; questi ultimi sono iscritti in bilancio al costo storico ammortizzato (d'acquisto) anziché al valore di mercato; le eventuali svalutazioni di tali titoli vengono registrate come perdite non realizzate ma non modificano il loro valore in bilancio; i titoli AVS invece, per la loro natura a breve termine, sono iscritti al valore di mercato, per cui il loro valore in bilancio viene periodicamente

adeguato alle fluttuazioni del mercato. Nel momento in cui SVB ha venduto i titoli HTM per esigenze di liquidità, ha dovuto riconvertire l'intero portafoglio titoli in AVS e valutarlo al valore di mercato, subendo perdite per quasi due miliardi di dollari.

3.4 Ulteriori criticità

Le altre cause del fallimento della Silicon Valley Bank sono da ricercare nella cattiva gestione dei rischi da parte del consiglio di amministrazione e del management della banca, nell'intervento non efficace delle autorità di vigilanza, oltre che nella deregolamentazione delle banche regionali attuata dal congresso degli Stati Uniti nel 2018.

Per quanto riguarda la prima causa, il management non è riuscito a gestire adeguatamente il rischio di tasso d'interesse e di liquidità, attuando degli stress test meno conservativi, che hanno mascherato alcune importanti criticità; inoltre, l'informativa inviata al consiglio di amministrazione non evidenziava in maniera appropriata i rischi crescenti a cui si stava esponendo la banca. In particolare, SVB non ha saputo gestire il crescente rischio tasso d'interesse del suo portafoglio titoli, in crescita dal 2020; concentrandosi sui profitti a breve termine, nel corso degli anni la banca ha violato dei limiti nel mantenimento di attività a lungo termine, essendo elevato il disallineamento tra tali asset e i depositi a vista. Allo stesso modo sono state anche eliminate le coperture che avrebbero protetto la banca da un repentino aumento dei tassi d'interesse.

Prima di affrontare la seconda causa, ossia l'intervento non efficace delle autorità di vigilanza, può essere utile illustrare brevemente il funzionamento della vigilanza sugli istituti bancari negli Stati Uniti. L'autorità di vigilanza si compone di un consiglio, che stabilisce a quali regolamenti sono soggette le banche, e da dodici *reserve banks*, il cui compito è quello di supervisionare le banche nel rispettivo distretto. Nel caso di SVB la reserve bank di riferimento era quella di San Francisco. L'approccio di vigilanza nei confronti delle varie banche è differente e avviene sulla base della dimensione dell'attivo, ad eccezione delle banche di rilevanza sistemica; maggiore è il valore degli asset gestiti, maggiore saranno gli standard di vigilanza e regolamentazione.

Le banche con attivi pari a più di 100 miliardi che non rientrano nella categoria di banche di importanza sistemica sono vigilate dal *Large and Foreign Banking Organization* (LFBO); istituti con attività comprese tra i 10 e i 100 miliardi di dollari sono supervisionate dalla *Regional Banking Organization* (RBO); infine vi sono banche con meno di 10 miliardi di attivo, vigilate dalla *Community Banking Organization* (CBO). SVB si trovava inizialmente nella fascia di banche supervisionate dal RBO e, nonostante i requisiti meno stringenti, già allora le autorità avevano rilevato alcune vulnerabilità, soprattutto in termini di *governance* e gestione dei rischi, sottovalutandole. In seguito alla sua rapida crescita, nel 2021 la banca è passata sotto la supervisione della LFBO e di conseguenza è stata sottoposta a standard di vigilanza e regolamentazione più

elevati. Tuttavia, il monitoraggio di SVB si è dimostrato complicato data la rapida crescita delle sue attività, la normativa prevedeva infatti un lungo periodo di transizione per l'adeguamento della SVB ai nuovi standard più elevati, richiesti alle banche di maggiori dimensioni. Com'è possibile osservare nel grafico (figura 3.4a), la maggior parte dei vincoli imposti dalla vigilanza non erano rispettati, in particolare: la percentuale di titoli in portafoglio sul totale delle attività era più del doppio, i titoli HTM costituivano una quota troppo elevata in portafoglio e infine i depositi non assicurati rappresentavano quasi il totale dei depositi della banca, quando il limite era fissato al 41% del totale. Positiva era invece la situazione per quanto riguarda il coefficiente patrimoniale *Common Equity Tier 1* (CET1), superiore di 200 punti base rispetto al vincolo del 10%.

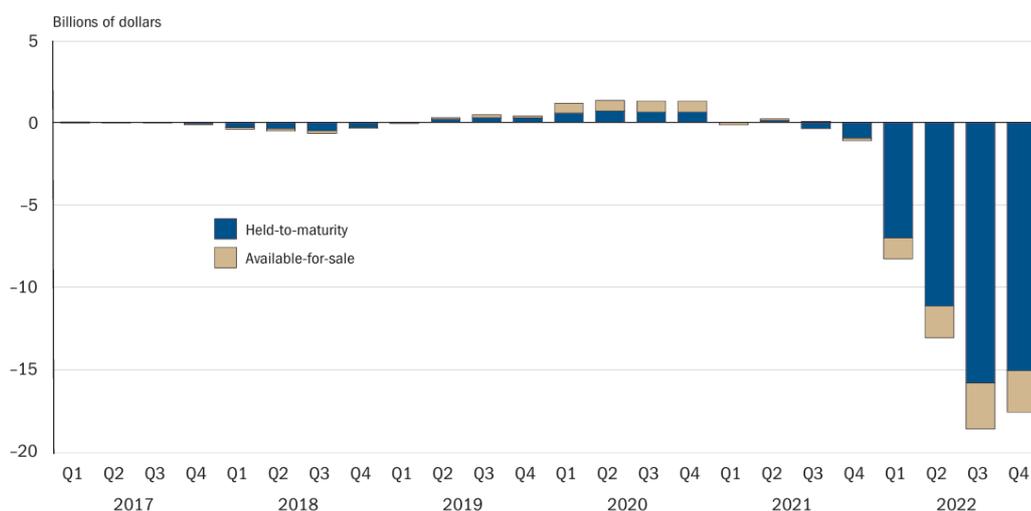
Figura 3.4a: standard di vigilanza

Percent		
Metric	SVBFG	LBOs
Loans as a percentage of total assets	35	58
Securities as a percentage of total assets	55	25
Held-to-maturity securities as a percentage of total securities	78	42
Total deposits as a percentage of total liabilities	89	82
Uninsured deposits as a percentage of total deposits	94	41
Common equity tier 1 capital as a percentage of total risk-weighted assets	12	10

Fonte: Federal Reserve

Nella seconda metà del 2022, mentre aumentavano i problemi legati alla liquidità, le perdite non realizzate si accumulavano sul portafoglio titoli in seguito al repentino aumento dei tassi d'interesse (figura 3.4b).

Figura 3.4b: perdite non realizzate sul portafoglio titoli



Fonte: Federal Reserve

Come è possibile notare nel grafico la maggior parte delle perdite non realizzate erano legate ai titoli HTM, si pensi che nel terzo trimestre del 2022 su quasi 20 miliardi di perdite non realizzate (stimate), più di 15 miliardi riguardavano i titoli a lunga scadenza; la restante quota, di circa 3 miliardi, era invece rappresentata dai titoli a breve scadenza (AFS).

Le autorità di vigilanza hanno continuato ad accumulare prove riguardo gli evidenti punti di debolezza della banca, senza tuttavia attuare interventi rapidi e mirati: ci sono voluti infatti più di sette mesi per sviluppare un'azione esecutiva informale, nota come *Memorandum Of Understanding* (MOU), nei

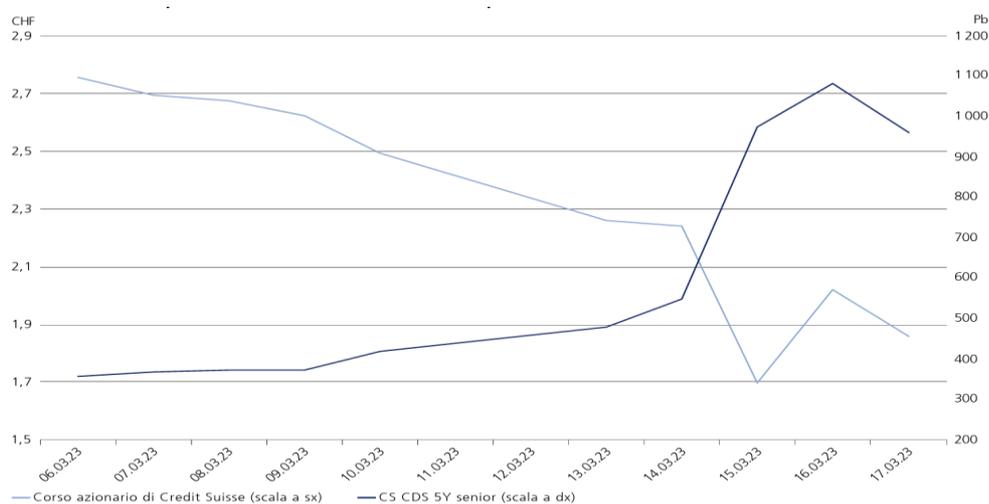
confronti della banca. Tramite il MOU, il consiglio di amministrazione e i dirigenti della banca si sarebbero impegnati ad intraprendere azioni specifiche per risolvere le debolezze individuate nella gestione dei rischi. Tuttavia, la banca è fallita ancor prima il MOU venisse consegnato.

In ultimo, l'ultimo fattore che ha contribuito alla crisi di SVB è stata la deregolamentazione promossa dal congresso degli Stati Uniti nel 2018, in particolare la modifica del *Dodd-Frank Act*, una legge promulgata negli Stati Uniti nel 2010 a ridosso della crisi finanziaria, con l'obiettivo di aumentare la vigilanza sulle banche e di limitare le loro operazioni speculative. Nello stesso periodo in cui la SVB ha registrato una rapida crescita, si è assistito ad un generale alleggerimento degli standard di vigilanza per le banche, infatti, nel 2018, *l'Economic Growth, Regulatory Relief, and Consumer Protection Act* (EGRRCPA) ha modificato il *Dodd-Frank Act* tramite alcuni emendamenti: ciò ha esentato le banche con un attivo inferiore a 250 miliardi, come SVB, dagli stress tests e dai requisiti di capitale e liquidità più severi; la soglia precedente era invece fissata a 50 miliardi. Tali modifiche in termini di regolamentazione hanno perciò reso meno rigide le norme per le banche regionali di piccole e medie dimensioni, e in molti hanno sostenuto che ciò abbia rivestito un ruolo chiave nel fallimento della Silicon Valley Bank.

3.5 Il caso Credit Suisse

Dopo il fallimento di Silicon Valley Bank e di altre banche regionali statunitensi nel marzo del 2023, i timori sull'effettiva resilienza delle banche si diffondono anche in Europa. In particolare, Credit Suisse, seconda banca svizzera catalogata tra gli istituti di rilevanza sistemica, perde definitivamente la fiducia della clientela e degli investitori, dopo essere stata già segnata nel corso degli anni da numerosi scandali e controversie, nonché da ingenti perdite derivanti da operazioni estremamente rischiose. Il panico che si è diffuso dagli Stati Uniti è stato semplicemente la goccia che ha fatto traboccare il vaso. Nonostante l'istituto avesse riportato una perdita netta di 7,3 miliardi di franchi per l'esercizio del 2022, i problemi iniziano realmente il 15 marzo 2023, quando il principale azionista di Credit Suisse, la *National Saudi Bank*, esclude ulteriori investimenti nella banca. Nonostante il motivo della decisione fosse in realtà quello di non superare la soglia di partecipazione del 10% per questioni normative, l'annuncio è stato percepito in maniera sfavorevole da parte del mercato. Infatti, le azioni di Credit Suisse (CS) sono crollate del 30% in un solo giorno e lo spread sui credit default swap (CDS) è salito oltre la soglia dei 1000 punti base. Ciò significa che stavano aumentando le preoccupazioni degli investitori circa la resilienza dell'istituto e che il premio pagato per assicurarsi contro il default della banca stava aumentando, com'è possibile vedere nel grafico (figura 3.5) analizzando un CDS a cinque anni.

Figura 3.5: corso azionario e CDS



Fonte: FINMA (2023)

La crisi di fiducia nel frattempo si acuisce, con effetti diretti sulla liquidità della banca, in quanto i deflussi di depositi da parte della clientela registrano una forte accelerazione; in pochi giorni CS ha registrato deflussi per decine di miliardi di franchi. Dato il pericolo di un imminente insolvenza, la Banca Nazionale Svizzera (BNS) ha messo a disposizione diverse linee di liquidità per CS, la quale affermava di avere problemi nel reperire liquidità sui mercati. Tuttavia, nel momento in cui è emerso che CS non era più in grado di gestire la crisi di fiducia in maniera autonoma, le autorità coinvolte nel salvataggio della banca (FINMA e BNS), constatavano come ultima ed unica soluzione l'acquisizione di CS da parte di UBS, la prima banca svizzera per dimensioni, che godeva della fiducia del mercato. Alla fine, quest'ultima si è rivelata la soluzione più ragionevole al fine di tutelare tutti i creditori della banca, ma soprattutto la

stabilità dell'economia e dell'intero sistema finanziario. Il 19 marzo CS è stata ufficialmente acquisita da UBS per 3 miliardi di franchi, a meno della metà del prezzo di mercato, con il sostegno del governo svizzero; le autorità hanno inoltre fornito una garanzia di 9 miliardi di franchi a UBS per far fronte alle perdite potenziali derivanti dall'acquisizione. Durante tale processo le autorità hanno svalutato completamente il valore nominale di tutto il debito *Additional Tier 1* (AT1), pari a 16 miliardi di franchi svizzeri. La decisione di svalutare completamente il debito AT1 ha sorpreso molti investitori, in quanto tale debito era ampiamente considerato di rango superiore rispetto alle azioni nella struttura del capitale: generalmente durante un processo di salvataggio di una banca (*bail-in*), i creditori che detengono i titoli AT1 gerarchicamente subiscono le perdite dopo gli azionisti. Nel prossimo paragrafo sarà descritto brevemente il ruolo delle obbligazioni AT1, ancor prima di discutere delle principali vulnerabilità che affliggevano CS, che l'hanno portata al dissesto e successivamente al salvataggio da parte delle autorità.

3.6 Il ruolo delle obbligazioni AT1

Gli *Additional Tier 1 bond* (o anche CoCo bond) sono una tipologia di obbligazioni bancarie, introdotte dopo la crisi finanziaria del 2008, che possono essere convertite in capitale se il livello di capitalizzazione di una banca scende al di sotto dei requisiti minimi; nella costituzione del patrimonio di vigilanza di una banca, si collocano subito dopo il capitale di qualità primaria CET1,

costituito da azioni, riserve e utili non distribuiti; successivamente si colloca il debito AT1. Tornando alla definizione, si tratta di obbligazioni perpetue, cioè che non hanno una scadenza ben definita poiché possono essere rimborsate dalle banche in qualsiasi momento, anche se generalmente si fa riferimento ad un periodo di circa cinque o dieci anni. Per loro natura si tratta di obbligazioni molto rischiose, che di conseguenza pagano un tasso d'interesse elevato.

Durante l'operazione di salvataggio di CS è stato deciso di svalutare completamente il valore del debito AT1: i detentori di tali obbligazioni perdevano tutto il loro investimento.

3.7 Le principali problematiche dell'istituto

In quest'ultimo paragrafo saranno analizzate le principali problematiche che hanno riguardato Credit Suisse negli ultimi anni e che ne hanno causato il dissesto agli inizi del 2023, in particolare da una analisi dell'autorità di vigilanza svizzera (FINMA) sono state rilevate numerose anomalie in merito a:

- **Strategia:** il consiglio di amministrazione ha ripetutamente tentato di modificare la strategia operativa data la scarsa redditività della banca negli ultimi anni, in particolare ha cercato più volte di ridimensionare l'attività di investment banking per ridurre la volatilità degli utili; nel 2022 a causa della crescente inflazione, dell'aumento dei tassi d'interesse e della guerra in Ucraina, si è deteriorato il contesto macroeconomico in cui CS si è trovata ad operare e il ramo dell'investment banking ha generato risultati sempre più deludenti. Date

le numerose perdite registrate negli ultimi due anni, le diverse strategie adottate non hanno più convinto né gli investitori né i clienti.

- **Corporate governance:** negli ultimi anni i massimi dirigenti sono rimasti in carica per breve tempo, dal 2020 al 2022 molti membri del consiglio di amministrazione sono stati sostituiti, in particolare per ben due volte sia il CEO sia il presidente. Dato che il cda ha il compito di definire, attuare e monitorare le strategie, anche per tale motivo è stato difficile portare avanti con continuità una strategia operativa che ponesse rimedio alle problematiche relative alle scarse *performance* della banca in termini di redditività. Negli ultimi anni la FINMA ha più volte avviato procedimenti di *enforcement* nei confronti di CS, dopo alcuni scandali legati al riciclaggio di denaro e al più recente caso Archegos⁸; in particolare l'autorità ha constatato che il cda e il management della banca hanno attribuito scarsa importanza all'assunzione di rischi elevati e ai comportamenti scorretti commessi. I ripetuti scandali hanno comunque danneggiato la reputazione della banca e minato la fiducia nei suoi dirigenti.
- **Remunerazione:** la banca ha corrisposto remunerazioni variabili elevate anche negli anni in cui ha registrato ingenti perdite; ad esempio, nel 2021 nonostante le perdite dovute al fallimento di Archegos, CS ha elargito bonus per più di due miliardi di franchi; il sistema di retribuzione di Credit Suisse prevedeva, sulla

⁸ Dopo il fallimento del family office Archegos, Credit Suisse aveva rilevato perdite per più di 5 miliardi di dollari, si trattava della banca maggiormente esposta

carta, che fossero tenuti in considerazione i comportamenti rischiosi, con la presenza di clausole penalizzanti; in realtà l'assunzione di rischi elevati e i comportamenti scorretti hanno avuto uno scarso impatto sulle remunerazioni; nel corso degli anni CS è stata sollecitata dalle autorità affinché allineasse le remunerazioni con il risultato d'esercizio.

- **Sistema di controllo interno:** Complessivamente CS presentava un'elevata propensione al rischio, ma il sistema di controllo interno non era sufficientemente adeguato a identificare e gestire i rischi; la complessa struttura del gruppo rendeva inoltre difficoltosa la supervisione delle varie società controllate dalla *holding*.
- **Capitale:** dal 2021 il capitale proprio della banca ha subito diverse erosioni a causa delle frequenti perdite; durante il terzo trimestre del 2022 la quota di capitale CET1 ha registrato livello più basso di sempre attestandosi a circa il 12%; pur superando i requisiti minimi di capitalizzazione, la banca non ha tuttavia raggiunto l'obiettivo di capitale comunicato agli investitori, ossia un coefficiente di patrimonializzazione compreso tra il 13% e il 14%. La ristrutturazione della banca annunciata alla fine del 2022 prevedeva ulteriori perdite nei trimestri seguenti, che sarebbero state coperte in seguito mediante nuovi aumenti di capitale.
- **Liquidità:** dopo la pandemia da coronavirus l'autorità svizzera aveva imposto a CS livelli di liquidità più elevati; l'indice preso in considerazione per verificare

il grado di liquidità di un istituto è il Liquidity Coverage Ratio (LCR), che misura il livello di attività liquide detenute in portafoglio per far fronte ai deflussi stimati nell'arco di trenta giorni; ciò significa che in caso di stress la banca deve adempiere ai propri impegni senza vendere asset o contrarre prestiti. Un LCR pari al 100%, il minimo imposto dalle autorità di vigilanza, dimostra che la banca è in grado di coprire interamente i deflussi previsti nell'arco di un mese tramite attività liquide di alta qualità (es. titoli di stato a breve termine). Dopo i vari declassamenti di rating subiti nel corso del 2022 e i numerosi ammonimenti della FINMA, la banca deteneva una quota di liquidità a breve termine elevata, con un LCR prossimo al 200% nel terzo trimestre del 2022; anche per tale motivo CS è riuscita a sostenere i numerosi deflussi di depositi avvenuti nel corso dell'anno. Tuttavia, nel marzo 2023, con il tracollo delle banche regionali statunitensi e la comunicazione da parte della *Saudi National Bank* che non avrebbe più investito ulteriore capitale, la banca non è più riuscita a far fronte ai deflussi della clientela (nettamente superiori a quanto previsto dal LCR) ed è quindi dovuta ricorrere alle linee di liquidità della Banca Nazionale Svizzera, sino al salvataggio tramite l'acquisizione da parte di UBS.

CONCLUSIONI

Ciò che è emerso dai contributi di Hyman Minsky è che l'instabilità finanziaria è una caratteristica intrinseca della moderna economia capitalistica. La stabilità dell'economia dipende soprattutto dal modo in cui opera il sistema bancario: un'eccessiva espansione del credito connessa ad un aumento della propensione al rischio (in termini di concessione di finanziamenti a controparti rischiose) genera instabilità, come si è potuto constatare durante la crisi dei mutui subprime nel 2008, presentata come caso studio delle teorie descritte. In un sistema finanziario in continua evoluzione è emerso come oltre al sistema bancario tradizionale, oggi ricopra un ruolo fondamentale il settore degli intermediari finanziari non bancari, i quali hanno assunto un ruolo sempre maggiore nel finanziamento delle imprese, apportando benefici all'economia reale. Tuttavia, come si è potuto constatare dall'analisi, il fatto di operare come banche, senza essere regolamentati come tali, rappresenta un rischio significativo per la stabilità finanziaria; la crescente interconnessione col sistema bancario tradizionale tende, inoltre, ad amplificare i rischi, come si è potuto osservare nel caso del fallimento del family office statunitense Archegos. Per tale motivo il monitoraggio del settore dell'IFNB da parte delle autorità di vigilanza è in continuo miglioramento. Inoltre, le autorità starebbero valutando l'estensione dei prestiti di ultima istanza delle Banche Centrali anche agli enti non bancari in caso di crisi, data l'importanza sempre maggiore che questi ultimi stanno assumendo per il sistema finanziario. Le Banche Centrali

potrebbero richiedere maggiori garanzie o chiedere una maggiore regolamentazione degli enti richiedenti liquidità. In paesi come Ungheria e India, ad esempio, le Banche Centrali hanno ampliato le operazioni di pronti contro termine a favore di intermediari non bancari, in particolare fondi d'investimento e compagnie assicurative, per far fronte a tensioni di liquidità sui mercati. In ultimo, le recenti vicende di Silicon Valley Bank e di Credit Suisse hanno dimostrato come fossero presenti ancora delle fragilità nel sistema bancario, nonostante i numerosi obblighi e requisiti in termini di vigilanza che oggi gravano sugli istituti. Si è avuta quindi l'ennesima conferma di quanto la gestione del rischio all'interno di un istituto bancario sia fondamentale (vedasi Credit Suisse), soprattutto nel momento in cui il contesto macroeconomico si modifica rapidamente, come è accaduto nell'ultimo anno con il brusco aumento dei tassi d'interesse. Un'altra considerazione emersa riguarda l'importanza della regolamentazione, vedasi le vulnerabilità a cui sono state esposte le banche regionali statunitensi dopo l'abrogazione del *Dodd-Frank Act*.

Lo scenario di oggi è molto diverso rispetto ad un anno fa, nell'ultimo trimestre del 2023 le banche hanno dichiarato utili record, anche grazie al miglioramento dei margini d'interesse dovuto ai tassi più elevati; più che il sistema bancario, a soffrire è l'economia reale: alcune economie sono entrate in recessione, per cui ora sta alle Banche Centrali decidere se e quando iniziare ad allentare la stretta monetaria.

BIBLIOGRAFIA

Banca D'Italia (2021). *Lessons learned from the collapse of Archegos: policy and financial stability implications.*

Board of Governors of the Federal Reserve System (2023). *Review of the Federal Reserve's Supervision and Regulation of Silicon Valley Bank.*

Bomm, Antulio N. (2022). *Credit Default Swaps*, Finance and Economics Discussion Series 2022-023. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System.

Financial Stability Board (2023). *Enhancing the Resilience of Non-Bank Financial Intermediation.*

Financial Stability Board (2023). *Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation.*

FINMA, Autorità federale di vigilanza sui mercati finanziari (2023). *Insegnamenti tratti dalla crisi di Credit Suisse.*

International Monetary Fund (2023). *Global Financial Stability Board: Safeguarding financial stability amid high inflation and geopolitical risks.*

Kindleberger C. (1991). *Euforia e Panico. Storia delle crisi finanziarie*, Roma: Laterza.

Kodres L. (2013). *Shadow Banks: out of the eyes of regulators.*

Minsky H. (1984). *Potrebbe ripetersi? Instabilità e finanza dopo la crisi del 29'*, Torino: Einaudi.

Partington R. (2023). *What are AT1 bank bonds and why are Credit Suisse's wiped out?*

Portes R. Kern S. Okseniuk D. Bouveret A. (2022). *Risks in non bank financial intermediation.*

Roubini N. Mihm S. (2010). *La crisi non è finita*, Milano: Giangiaco­mo Feltrinelli Editore.

Turner G. (2023). *Why did Silicon Valley Bank fail?*

SITOGRAFIA

www.borsaitaliana.it

www.cepr.org

www.consob.it

www.economicsobservatory.com

www.federalreserve.gov

www.forbes.it

www.fsb.org

www.ilpost.it

www.imf.org

www.investopedia.com

www.theguardian.com

