

Lorenzo Gai
Federica Ielasi

LA LIQUIDITÀ BANCARIA
IN TEMPI DI POLITICA MONETARIA
NON CONVENZIONALE

PROFILI NORMATIVI, CONTABILI,
GESTIONALI E DI RISCHIO

FrancoAngeli

BANCA, FINANZA E PMI

La Collana ospita scritti inerenti le tematiche dell'economia degli intermediari e dei mercati finanziari, nonché temi legati alla finanza e ai rapporti banca-impresa, provenienti da soggetti afferenti a qualsiasi scuola, dipartimento o ente di ricerca, sia nazionale che internazionale.

Nella Collana possono essere pubblicati esclusivamente lavori scientifici, ossia in grado di offrire un contributo all'avanzamento della conoscenza.

La Collana accoglie volumi soggetti ad un processo di double blind review.

Editor in Chief

Prof. Lorenzo Gai, Università di Firenze

L'Editor in Chief è responsabile della politica editoriale, verifica l'andamento del processo di referaggio e coordina le attività dello Scientific Committee e dell'Editorial Board, assicurando l'indipendenza dei giudizi e l'applicazione delle procedure previste dal regolamento della Collana.

L'accettazione della monografia da parte dell'Editor in Chief è condizione necessaria per l'inserimento di una pubblicazione nella Collana.

Scientific Committee

Prof.ssa Giuliana Birindelli, Università di Chieti-Pescara

Prof.ssa Marina Damilano, Università di Torino

Prof. Marco Di Antonio, Università di Genova

Prof. Franco Fiordelisi, Università di Roma Tre

Prof. Giampaolo Gabbi, Università di Siena

Prof. Loris Nadotti, Università di Perugia

Prof. Antonio Proto, Università Ca' Foscari di Venezia

Prof. Giulio Tagliavini, Università di Parma

Lo Scientific Committee è composto da accademici/studiosi di consolidata reputazione, affiliati a un numero sufficientemente ampio di università/istituti di ricerca. Ha funzioni di indirizzo e supervisione della politica editoriale e promuove iniziative utili allo sviluppo della Collana.

Editorial Board

Prof.ssa Antonella Cappiello, Università di Pisa

Dott.ssa Claudia Curi, Università di Bolzano

Prof.ssa Federica Ielasi, Università di Firenze

Prof.ssa Francesca Querci, Università di Genova

Prof.ssa Beatrice Ronchini, Università di Parma

Dott.ssa Monica Rossolini, Università di Milano Bicocca

Dott. Francesco Saverio Stentella Lopes, University of Liverpool

L'Editorial Board attua la politica editoriale della Collana, esamina gli scritti pervenuti e seleziona i referees cui rivolgersi al fine di ottenere una valutazione complessiva del lavoro ed eventuali suggerimenti specifici, garantendo la professionalità e la terzietà della procedura di referaggio. Infine, supervisiona la valutazione di merito delle monografie effettuata dai referees.

Lorenzo Gai
Federica Ielasi

LA LIQUIDITÀ BANCARIA
IN TEMPI DI POLITICA MONETARIA
NON CONVENZIONALE

PROFILI NORMATIVI, CONTABILI,
GESTIONALI E DI RISCHIO

FrancoAngeli

La presente pubblicazione beneficia di un contributo del Dipartimento di Scienze per l'Economia e l'Impresa dell'Università degli Studi di Firenze.

Copyright © 2020 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sul diritto d'autore. L'Utente nel momento in cui effettua il download dell'opera accetta tutte le condizioni della licenza d'uso dell'opera previste e comunicate sul sito www.francoangeli.it.

La manovra monetaria opera su un congegno delicatissimo e complicatissimo, e riesce a quel manovratore il quale alla chiarezza delle idee astratte sa unire, rapidissimo, l'intuito dei fatti invisibili (Luigi Einaudi).

L.G.

*Alla mia famiglia,
di uno splendore non convenzionale.*

F.I.

INDICE

Premessa	pag.	11
1. L'evoluzione della politica monetaria della BCE: il quadro congiunturale e di contesto	»	15
1.1. Le politiche monetarie per contrastare la crisi: dalla riduzione del "corridoio dei tassi" alle TLTRO	»	16
1.2. Le politiche monetarie per favorire la ripresa: il Quantitative Easing	»	24
2. Le operazioni di politica monetaria della BCE: classificazione e analisi	»	35
2.1. La tassonomia degli strumenti di politica monetaria	»	36
2.2. Rifinanziamento principale e rifinanziamento a più lungo termine	»	45
2.3. Operazioni di fine tuning	»	50
2.4. Operazioni di tipo strutturale	»	52
2.5. Operazioni su iniziativa delle controparti	»	58
3. Profili normativi: i requisiti di liquidità in Basilea 3 e 4	»	60
3.1. I nuovi requisiti di vigilanza in materia di liquidità	»	61
3.2. Leverage Ratio	»	66
3.3. Liquidity Coverage Ratio	»	71
3.4. Net Stable Funding Ratio	»	81
3.5. Gli studi di impatto in materia di liquidità	»	88
3.6. La relazione tra nuovi requisiti di liquidità e politiche monetarie non convenzionali	»	96
3.7. I processi interni di valutazione della liquidità in banca (ILAAP)	»	99

4. Profili contabili e di <i>maturity ladder</i> connessi alle operazioni di politica monetaria non convenzionali	pag. 105
4.1. Schemi e contenuto della <i>maturity ladder</i>	» 106
4.2. Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine con titoli di proprietà	» 113
4.3. Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine con passività garantite dallo Stato	» 118
4.4. Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine con autocartolarizzazioni	» 120
5. Profili gestionali connessi alla partecipazione a operazioni di politica monetaria non convenzionali	» 126
5.1. Gli impatti economici dei nuovi indicatori di liquidità introdotti da Basilea 3	» 127
5.2. L'operatività a leva con la BCE e i nuovi indicatori di liquidità introdotti da Basilea 3	» 130
5.3. Le garanzie nei confronti della BCE: il ruolo del rating nel portafoglio titoli	» 140
5.4. Le garanzie nei confronti della BCE: la gestione delle APL all'interno del portafoglio titoli	» 144
5.5. Le garanzie nei confronti della BCE: l'utilizzo dei crediti bancari come collaterale	» 145
5.6. Le scelte gestionali delle banche partecipanti alle TLTRO sui mercati del credito	» 152
6. Profili di rischio connessi alla partecipazione a operazioni di politica monetaria non convenzionali	» 157
6.1. Il rischio leva e liquidità nelle operazioni di finanziamento a lungo termine	» 157
6.2. Il ribilanciamento di portafoglio e l'effetto sul rischio di mercato	» 163
6.3. Il rischio <i>encumbrance</i> connesso alle politiche monetarie non convenzionali	» 168
7. Implicazioni ed effetti delle politiche monetarie non convenzionali	» 178
7.1. Le implicazioni delle politiche monetarie non convenzionali	» 178
7.2. Le politiche monetarie della BCE durante la pandemia da Covid-19	» 185

Conclusioni
Acronimi
Bibliografia

pag. 197
» 201
» 203

PREMESSA

Questo volume si propone di analizzare in un quadro di insieme unitario le operazioni di rifinanziamento e le operazioni di tipo strutturale che le banche possono effettuare con la Banca Centrale Europea (d'ora in avanti BCE) al fine di raccogliere liquidità, indagandone i loro risvolti normativi e contabili, e valutandone i relativi impatti in termini gestionali e di rischio.

Il testo ha come elemento principale la “tesoreria” della banca, intesa sia come funzione dedicata alla gestione della liquidità, sia come insieme di strumenti, operazioni (di raccolta e di impiego) e procedure utilizzati al fine di ridurre gli squilibri tra entrate ed uscite di cassa, in maniera che la posizione netta (saldo tra flussi in entrata e in uscita) assuma un valore corrispondente all'obiettivo desiderato, per un'efficace gestione del rischio di liquidità¹.

Come noto, tale rischio può essere generato da:

- un *mismatch* di scadenze tra attivo e passivo, in particolare connesso a una *duration* dell'attivo superiore a quella del passivo, che determina il cosiddetto *funding liquidity risk*, ovvero il rischio per la banca di dover ricorrere a fonti di approvvigionamento in situazioni di stress, per rispondere ad un improvviso deflusso di liquidità (es. ritiro dei depositi) non arginabile con la dotazione di riserve di liquidità né con la richiesta di rientro dei crediti concessi;

¹ «Per la banca si pone quindi il problema di mantenere un conveniente equilibrio tra i flussi in entrata e in uscita assumendo decisioni che, tenuto conto della dinamica complessiva dei movimenti monetari generati dall'attività di intermediazione, siano indirizzate a minimizzare le variazioni di cassa e con esse il rischio di liquidità. Ciò significa evitare situazioni di eccessive disponibilità monetarie infruttifere o situazioni di elevati disavanzi da finanziarie mediante onerose operazioni di indebitamento». Ferrari A., *La gestione della tesoreria e della liquidità*, in AA.VV., *La tesoreria nelle aziende di credito. Vincoli esterni, aspetti gestionali, strumenti operativi e variabili organizzative*. Giuffrè, Milano, 1992.

- la necessità di liquidare le posizioni attive a prezzi inferiori a quelli di acquisto subendo una perdita in conto economico, pur di creare provvista per rispondere agli obblighi di pagamento (*market liquidity risk*).

L'allocazione dei flussi in entrata e in uscita nei diversi intervalli temporali futuri e la gestione del connesso rischio di liquidità rappresenta il cuore della funzione tesoreria. Essa presenta profonde interrelazioni sia con il sistema dei pagamenti che con la politica monetaria della BCE. Il volume si occupa di questo secondo aspetto e delle ricadute in termini di rischio/opportunità per la banca.

L'importanza di una corretta gestione e di un attento monitoraggio del rischio di liquidità, soprattutto in periodi di *stress* prolungato come quello che hanno sperimentato i mercati nelle fasi più acute della crisi finanziaria, è alla base della sopravvivenza e dell'indipendenza della banca. Il rapido – talvolta quasi subitaneo – manifestarsi di tale rischio, gli effetti profondi sulle condizioni di solvibilità della banca e le interconnessioni con altre tipologie di rischi rappresentano caratteristiche tipiche delle crisi di liquidità.

Al fine di sostenere la liquidità del sistema finanziario, la BCE ha adottato nell'ultimo decennio una serie di politiche monetarie mirate – anche non convenzionali² – assumendo un ruolo chiave sia nelle fasi di crisi più profonda del sistema economico, sia nei periodi di uscita dalla recessione e di progressiva ripresa. Alcuni commentatori sono perfino arrivati a descrivere questo interventismo come una nuova “arte” del banchiere centrale, rifacendosi al classico studio di Hawtrey (1932)³.

In particolare, per facilitare e accelerare il conseguimento dei propri obiettivi di sostegno alla liquidità delle banche e in ultima istanza all'economia reale (la liquidità fornita alle banche può essere da queste impiegata nella concessione di prestiti ad imprese e famiglie), la BCE, oltre ad aver effettuato una significativa revisione dei criteri mediante i quali vengono perfezionate le diverse operazioni di politica monetaria, nel recente passato ha introdotto

² Il termine *politiche non convenzionali*, riferito alle Banche Centrali, indica la possibilità che queste facciano ricorso a forme di intervento di carattere straordinario. In un discorso tenuto da Peter Praet, membro dell'*Executive Board* della BCE il 2 ottobre 2017 (*Maintaining price stability with unconventional monetary policy measures*), così vengono spiegate le ragioni del ricorso a misure non convenzionali: «*The Governing Council had to move beyond its conventional policy instruments and instead deploy a set of unconventional tools that were tailored to the specific challenges of that time. The first challenge related to the “zero” lower bound on interest rates. The leeway to cut policy-controlled short-term interest rates was insufficient to provide the degree of accommodation that was necessary to support the economy and fight off the threats to our objective. The second challenge related to a dysfunctional monetary transmission. Bank intermediation was significantly impaired, which had caused the transmission of policy stimulus to the broader economy to be too slow and uncertain*».

³ Hawtrey R.G., *The Art of Central Banking*, Routledge, London, 1932.

misure di rifinanziamento temporanee supplementari e nuovi strumenti di espansione monetaria di tipo strutturale, riconducibili a interventi di *Quantitative Easing* (d'ora in avanti QE).

Le caratteristiche di “straordinarietà” degli interventi della BCE, in termini di tipologia ed intensità, hanno avuto inizio nel periodo successivo al default di Lehman Brothers, date le conseguenti condizioni di rarefazione della liquidità sul mercato interbancario e di massima volatilità ed instabilità dei relativi tassi di interesse (*spread* tra Euribor ed Eurepo) e sono proseguite fino al 2018, quando il sentiero di politica monetaria della BCE è stato avviato verso il progressivo venir meno, seppur in modo graduale, di strumenti contingenti di supporto alla liquidità bancaria, per il ritorno a condizioni più standard (cosiddetto *tapering*). La progressiva modifica delle misure di politica monetaria adottate dalla BCE dovrebbe imporre approfondite riflessioni all'interno delle banche in materia di strategie di gestione della liquidità e di misurazione dei rischi ad essa connessi.

Nella sua articolazione, il capitolo 1 del volume illustra il quadro congiunturale dell'ultimo decennio e le condizioni economiche di contesto, mostrando le connesse evoluzioni delle misure di politica monetaria implementate dalla BCE.

Il capitolo 2 esamina i caratteri delle diverse operazioni che le banche possono perfezionare con la BCE – in particolare con riferimento a quelle cosiddette di mercato aperto – cogliendo lo stretto legame tra politica monetaria e gestione della liquidità bancaria. Vengono in particolare analizzati gli strumenti di rifinanziamento principale e di rifinanziamento a più lungo termine, le operazioni di *fine tuning*, nonché quelle di tipo strutturale e su iniziativa delle controparti.

Il capitolo 3 affronta l'analisi della disciplina di vigilanza per la misurazione e la gestione del rischio di liquidità in banca, verificando le novità introdotte a partire dal 2014 da Basilea 3 (e in ottica contrastiva le precedenti regole di Basilea 2). Poiché il nuovo set di regole risulta entrato pienamente in vigore a partire da gennaio 2019, con un arco temporale di transizione di 5 anni (cosiddetta *phase-in arrangement*), nel capitolo si analizza il percorso seguito dalle banche nel completo passaggio a regime di tale regolamentazione, verificando gli impatti prodotti in materia di requisiti di liquidità per le banche. Vengono inoltre analizzate le novità in materia introdotte dalla nuova riforma di Basilea 4 (più precisamente *Final Basel III*).

Il capitolo 4 approfondisce il trattamento contabile e gli impatti in termini di *maturity ladder* delle principali operazioni di rifinanziamento che le banche possono effettuare con la BCE. Le diverse operazioni sono analizzate in funzione delle differenti modalità realizzative, ovvero operazioni compiute

impiegando attività finanziarie detenute in proprio, passività garantite dallo Stato o autocartolarizzazioni.

Gli impatti di natura gestionale del ricorso alle misure non convenzionali di politica monetaria sono indagati nel capitolo 5. Come vedremo, le operazioni di rifinanziamento e di tipo strutturale vanno ad incidere profondamente non solo sulla liquidità, ma anche sul profilo economico e patrimoniale della banca, impattando sulle scelte gestionali dell'intermediario. In particolare, nel capitolo vengono analizzati da un lato gli effetti economici degli indicatori di liquidità introdotti da Basilea 3, dall'altro gli impatti delle regole sulle diverse forme di garanzia nei confronti della BCE, sia sulla costruzione dei portafogli titoli che sull'impiego dei crediti bancari. Con specifico riferimento alla partecipazione alle operazioni di rifinanziamento a lungo termine di tipo *targeted*, infine, vengono approfondite le scelte gestionali operate dalle banche in materia di tassi, volumi e condizioni di accesso ai prestiti, verificando gli effetti prodotti dalle politiche monetarie non convenzionali sul mercato del credito.

Il capitolo 6 si occupa di alcuni profili di rischio connessi al ricorso alle operazioni di politica monetaria non convenzionale. In particolare, viene analizzato il rischio leva nelle operazioni di rifinanziamento, legato agli investimenti bancari finanziati con debito BCE, il rischio di mercato relativo al portafoglio titoli concesso in garanzia alla BCE e il rischio *encumbrance*, anch'esso derivante dalle scelte operative connesse alle garanzie fornite per accedere alle diverse operazioni di politica monetaria.

Infine, il capitolo 7 investiga i principali effetti di sistema conseguenti alle politiche non convenzionali, con particolare riferimento agli impatti sulle aziende bancarie. Vengono inoltre descritte le implicazioni e i principali insegnamenti che è possibile trarre dal lungo periodo di politica monetaria espansiva, nonché i più recenti sviluppi dovuti al diffondersi della pandemia da Covid-19.

1. L'EVOLUZIONE DELLA POLITICA MONETARIA DELLA BCE: IL QUADRO CONGIUNTURALE E DI CONTESTO

La crisi finanziaria scoppiata nel corso del 2007 negli Stati Uniti si è progressivamente estesa nel giro di pochi mesi con crescente intensità a tutti i settori produttivi, tanto da mutare radicalmente nei suoi connotati morfologici iniziali, che facevano prevedere un'evoluzione confinata al solo settore finanziario.

Pur non essendo il volume dedicato alla crisi “globale” e ai suoi effetti micro e macroeconomici, non si può fare a meno di inquadrarne le caratteristiche essenziali, in quanto strettamente funzionali a spiegare i *rationale* che hanno indotto la BCE da un lato, e i *regulators* internazionali dall'altro, a intervenire profondamente sui gangli vitali del sistema finanziario e sulla sua regolamentazione¹. La

¹ «Uno dei principali fattori che ha reso così grave la crisi economica e finanziaria iniziata nel 2007 è stato che i sistemi bancari di numerosi paesi presentavano un'eccessiva leva finanziaria in bilancio e fuori bilancio che si era accumulata nel corso degli anni precedenti. Ciò si era accompagnato a una graduale erosione del livello e della qualità della base patrimoniale. Inoltre, numerose banche detenevano riserve di liquidità insufficienti. Il sistema bancario non era quindi in grado di assorbire le conseguenti perdite sistemiche sull'attività di negoziazione e su crediti, né di far fronte alla “re-intermediazione” di ampie esposizioni fuori bilancio accumulate nel “sistema bancario ombra”. La crisi è stata ulteriormente accentuata dal processo prociclico di riduzione dell'indebitamento e dalle interconnessioni tra istituzioni sistemiche tramite una molteplicità di complesse operazioni finanziarie. Durante la fase più acuta della crisi il mercato ha perso fiducia nella solvibilità e nella liquidità di molti istituti bancari. Le debolezze del settore si sono rapidamente trasmesse al resto del sistema finanziario e all'economia reale, dando luogo a una massiccia contrazione della liquidità e della disponibilità di credito. Il settore pubblico è dovuto intervenire in ultima istanza con iniezioni di liquidità, ricapitalizzazioni e garanzie senza precedenti, esponendo i contribuenti a ingenti perdite. L'effetto sulle banche, sui sistemi finanziari e sulle economie all'epicentro della crisi è stato immediato. Ma la crisi si è estesa anche a un insieme più ampio di paesi in tutto il mondo. Per questi ultimi i canali di trasmissione sono stati meno diretti e riconducibili a una marcata contrazione della liquidità globale, della disponibilità di credito internazionale e della domanda di esportazioni. Alla luce dell'entità e della rapidità con cui la crisi più recente e quelle precedenti si sono trasmesse a livello internazionale, nonché dell'imprevedibilità delle crisi future, è essenziale che tutti i paesi rafforzino la tenuta dei rispettivi sistemi bancari di fronte agli shock interni ed esterni. Per ovviare alle carenze messe in luce dalla crisi, il Comitato intende introdurre una serie di riforme sostanziali dell'assetto

trattazione sarà volutamente breve e sintetica². L'analisi verrà suddivisa in una prima parte in cui saranno esaminate le politiche monetarie finalizzate a contrastare la crisi economico-finanziaria attuate fino all'autunno 2014 e in una seconda parte in cui verrà discussa la fase più intensa di accomodamento monetario, con l'introduzione del *Quantitative Easing*, fino ad arrivare al periodo di riesame complessivo delle strategie di politica monetaria della BCE, iniziato nel gennaio 2020.

1.1. Le politiche monetarie per contrastare la crisi: dalla riduzione del “corridoio dei tassi” alle TLTRO

Prima del 2007 i mercati hanno conosciuto una fase di abbondante liquidità a tassi relativamente bassi: ciò rendeva possibile per le banche finanziare attivi a lungo termine caratterizzati da un elevato profilo rischio/rendimento con debiti interbancari a breve termine, rinnovati di continuo alla relativa scadenza. Il sistema bancario e finanziario americano – e in parte quello europeo (vedasi alcune banche francesi, tedesche e inglesi in testa) – si caratterizzava per una composizione e gestione sia degli impieghi che della raccolta fortemente sbilanciata in termini di tipologie di rischio³:

regolamentare internazionale. Esse potenziano la regolamentazione microprudenziale, ossia a livello di singole banche, e contribuiscono in tal modo ad aumentare la solidità dei singoli istituti bancari in periodi di stress. Le nuove regole hanno anche una dimensione macroprudenziale, in quanto affrontano i rischi sistemici che possono accumularsi nel settore bancario, così come l'amplificazione prociclica di tali rischi nel tempo». Vedi Comitato Di Basilea, *Basilea 3 – Schema internazionale per la misurazione, la regolamentazione e il monitoraggio del rischio di liquidità*, dicembre 2010, pag. 1-2.

² Tra i numerosi lavori che approfondiscono efficacemente genesi, motivazioni, effetti della crisi e ruolo delle Autorità di vigilanza si rimanda ad AA.VV., *La grande crisi*, Milano, Il Sole 24 ore, 2008; Masera R. (a cura di), *The Great Financial Crisis*, Bancaria Editrice, Roma, 2009; Onado M., *I nodi al pettine*, Bari, Laterza, 2009; Ferri G., Lacitignola P., *Le agenzie di rating tra crisi e rilancio della finanza globale*, Il Mulino, Bologna, 2009; Resti A., Sironi A., *La crisi finanziaria e Basilea 3: origini, finalità e struttura del nuovo quadro regolamentare*, Carefin Working paper, febbraio 2011; Gualandri E., Landi A., Venturelli V., *Crisi finanziaria e nuove dimensioni del rischio di liquidità: implicazioni per regolamentazione e controlli*, in *Bancaria*, n. 7-8, 2009; Tutino F., (a cura di), *La gestione della liquidità nella banca*, Il Mulino, Bologna, 2012 (Parte Terza); Banca per i regolamenti internazionali, *Relazione annuale*, anni vari (per una cronologia dettagliata degli eventi susseguitisi a partire dal 2007), Resti A. (a cura di), *Liquidità e nuove regole sulle banche: calibrazione e impatti*, FrancoAngeli, 2014.

³ Mishkin F.S., Eakins S.G., Beccalli E., in *Istituzioni e mercati finanziari. Nona Edizione*, Pearson, 2019, sostengono che le cause della crisi finanziaria del 2007-2009 possono essere ascritte a tre fattori centrali:

- l'innovazione finanziaria nei mercati dei mutui ipotecari che ha consentito alle banche di offrire mutui *subprime* ai prenditori con un mediocre merito di credito (*subprime*) e di confezionare prodotti di credito strutturato (*Collateralized Debt Obligation*, *breviter* CDO) con differenti – ma difficilmente valutabili – propensioni al rischio nella distribuzione dei

- di credito: la crescita dei prezzi delle abitazioni americane pressoché ininterrotta fino al 2007, l'abbondante liquidità a basso costo e l'adozione di modelli di intermediazione basati sul principio *originate-to-distribute*, avevano di fatto comportato un allentamento del ruolo tipico della banca commerciale, ovvero l'analisi del merito creditizio del cliente. Finanziamenti su larga scala sono stati concessi ad una classe di soggetti privi dei requisiti minimi di solvibilità (*subprime*) in quanto la banca finanziatrice procedeva da lì a poco a cedere i crediti (incassando immediatamente liquidità) a *veicoli societari* appositamente creati, i quali contestualmente emettevano titoli garantiti da tali immobili (*Asset Backed Securities*, ABS) per finanziare gli acquisti. Ne è scaturito una sorta di sistema bancario ombra ("*shadow banking*") fatto da strutture societarie opache e non sufficientemente regolate (*Special Purpose Vehicles* e *Structured Investment Vehicles*): l'esposizione delle banche verso questo sistema ombra, in virtù di obbligazioni contrattuali "sotto la linea", è risultata solo a posteriori determinabile con precisione⁴;
- di mercato: la proliferazione di prodotti complessi (in particolare cartolarizzazioni e ri-cartolarizzazioni di svariate tipologie di *asset*), sostenuta dalla necessità delle banche di ottenere elevati rendimenti e di diversificare il portafoglio, è avvenuta senza la capacità degli investitori di valutarne appieno le caratteristiche, soprattutto in periodi di stress. Il ricorso al rating esterno in maniera pressoché indiscriminata ha spinto le banche a delegare le valutazioni alle agenzie di rating;

flussi di cassa, il che rendeva la loro valutazione assai complessa specialmente in periodi di stress;

- i problemi di agenzia nel mercato dei mutui ipotecari: gli intermediari non erano incentivati a valutare correttamente la solvibilità dei mutuatari in quanto, in virtù del modello di business *originate-to-distribute*, i prestiti erano immediatamente ceduti agli investitori sotto forma di titoli. In aggiunta il rischio era trasferito anche sotto forma di contratti di assicurazione di tipo *Credit Default Swap* alle principali compagnie di assicurazione (su tutte la statunitense AIG successivamente salvata dalla *Federal Reserve* tramite un prestito ad hoc da oltre 85 miliardi di dollari);
- l'asimmetria informativa e l'operato delle agenzie di rating: in virtù delle laute commissioni incassate nell'assegnazione del rating le agenzie erano soggette ad un rilevante conflitto di interessi.

⁴ Così Tutino F., (a cura di), *La gestione...*, cit., pag. 279: «Tali veicoli – detti a seconda delle caratteristiche *conduits*, ovvero *structured investment vehicles* (SIVs) –, che operavano sostanzialmente senza risorse patrimoniali e, nella generalità dei casi, non erano sottoposti alla vigilanza da parte delle autorità, si caratterizzavano per un livello accentuato di trasformazione delle scadenze, nonché per una notevole dipendenza dal mercato interbancario per il mantenimento del proprio equilibrio finanziario». Si rinvia inoltre a Resti A. (a cura di) *Liquidità e nuove regole sulle banche: calibrazione e impatti*, cit.

- di liquidità: in un periodo di abbondante disponibilità di fondi sul mercato e prezzi delle attività (materie prime incluse) crescenti, il rischio di liquidità appariva inesistente e perfino la regolamentazione internazionale era assai lasca in materia. Nonostante un coefficiente patrimoniale minimo in numerose banche ben al di sopra del requisito regolamentare, il relativo grado di leva finanziaria era assai elevato in relazione al capitale proprio e alla qualità degli attivi in portafoglio⁵. Queste caratteristiche hanno reso necessario rinnovare gran parte delle fonti di raccolta a breve termine e smobilizzare gli attivi meno liquidi e più rischiosi (cosiddetto *deleveraging*) proprio nelle fasi più acute della crisi, accentuando il processo di ribasso dei prezzi e le tensioni sul mercato interbancario. Vale segnalare, inoltre, come al fine di mantenere elevato il valore dei titoli quotati, l'adozione di politiche di distribuzione dei dividendi assai "aggressive" abbia provocato un impoverimento della componente primaria del patrimonio di base, sostituita da elementi ibridi (obbligazioni convertibili, titoli irredimibili, ecc.) non analogamente efficaci nella copertura delle perdite nei momenti di crisi.

L'insolvenza di alcune banche anglosassoni (su tutte Lehman Brothers e Northern Rock), travolte da un portafoglio composto da eccessivi investimenti speculativi illiquidi e con fonti di raccolta a breve termine interbancaria, ha messo in risalto la forte interrelazione tra le istituzioni finanziarie, amplificando l'effetto contagio.

Mentre per alcuni intermediari non è stato evitato il default, per altri – più o meno "sistemici" nei rispettivi paesi (Merryll Lynch, Fortis Bank, Royal Bank of Scotland, alcune banche irlandesi, ecc.) – si è ravvisata la necessità di ricorrere ad operazioni di salvataggio con capitale o garanzia pubblica.

Ciò ha implicato un rapido propagarsi della crisi dal mondo finanziario all'economia reale:

- a) i salvataggi delle banche da parte degli Stati hanno comportato, nell'ambito dei bilanci pubblici, un taglio delle spese (per investimenti e/o correnti, a livello centrale o locale). Ne è derivata una minore capacità di destinare risorse alle imprese e alle famiglie;
- b) la mancanza di fiducia tra intermediari sulla solidità del sistema finanziario internazionale ha progressivamente "prosciugato" la liquidità

⁵ Si veda Panetta I.C., Porretta P., *Il rischio di liquidità: regolamentazione e best practice per allontanare le crisi sistemiche*, in *Bancaria*, n. 3, 2009; Vento A.G., La Ganga P., *Bank Liquidity Risk Management and Supervision: Which Lesson from Recent Market Turmoil?*, in *Journal of Money, Investment and Banking*, n. 10, 79-126, 2009; Tutino F., Birindelli P., Ferretti G., (a cura di), *Basilea 3. Quali impatti per le banche*, EGEA, 2011, pag. 361 e ss.

sul mercato interbancario della liquidità⁶, determinando un *credit crunch*, particolarmente accentuato nei Paesi maggiormente dipendenti dal credito bancario, tra cui l'Italia.

Già nell'autunno 2008 la BCE ha deciso quindi di intervenire con strumenti finalizzati a favorire la disponibilità di moneta presso gli intermediari e la distribuzione della liquidità immessa nel circuito interbancario. A tali fini, in ottobre il cosiddetto "corridoio dei tassi", dato dalla differenza tra il tasso sui depositi *overnight* e il tasso sulle operazioni di rifinanziamento marginale, viene ridotto all'1%, mentre le operazioni di rifinanziamento principale e le *Long Term Refinancing Operation* (di seguito LTRO) vengono condotte a tasso fisso e senza limiti di importo. La BCE ha deciso inoltre di ampliare, fino al primo trimestre 2009, la garanzia delle attività stanzabili, abbassando la soglia per i titoli a BBB-, ed inserendo i depositi a tempo determinato presso l'Eurosistema.

Nel maggio 2009 per la prima volta la BCE ha poi consentito l'acquisto di obbligazioni bancarie garantite (cosiddetti *covered bonds*) sui mercati primari e secondari per un plafond di 60 miliardi di euro da effettuarsi fino al 30 giugno 2010. Queste azioni "non convenzionali" abbinate ad una politica monetaria ulteriormente espansiva (si vedano ad esempio le procedure di asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi per le banche partecipanti) hanno determinato un progressivo, anche se non definitivo, percorso di normalizzazione del mercato interbancario con l'abbassamento dei tassi e degli spread tra posizioni *unsecured* e *secured* ai livelli minimi.

Tuttavia, in un clima di crescente tensione e di forte deterioramento dei parametri macroeconomici fondamentali (PIL, tasso di disoccupazione, ecc.), alcuni tra i Paesi "periferici" (Irlanda, Portogallo e Grecia in testa) hanno trovato difficoltà a rifinanziare il proprio debito pubblico in scadenza, se non dietro pagamento di *spread* sempre più elevati in confronto ai titoli

⁶ Sull'importanza di un efficiente mercato interbancario si veda Tutino F. (a cura di), *La gestione...*, cit., pag. 321-322. Quanto agli effetti della crisi sul mercato interbancario l'autore annota che «Nel biennio 2007-2009, e ancora nella seconda metà del 2011, si sono ravvisate numerose anomalie sul mercato interbancario; in particolare, al dispiegarsi dei primi effetti della crisi si è verificato il crollo della fiducia tra gli stessi intermediari (anche quelli orientati ancora a modelli di business tradizionali), la volatilità dei tassi di interesse si è ampliata considerevolmente, i volumi negoziati si sono contratti e, contestualmente, si sono registrati un significativo spostamento verso contratti a brevissimo termine (in larga prevalenza di durata *overnight*), ovvero garantiti da *collateral* (o *secured*), una preferenza per controparti domestiche (c.d. *home bias*) e un ricorrente utilizzo della controparte centrale (CCP) sui contratti Repo. Le stesse tendenze si sono acuite a partire dal settembre 2008, quando il crollo della fiducia tra gli stessi intermediari [...] ha ingenerato una temporanea e progressiva paralisi degli scambi su scadenze superiori a 3 mesi a causa del rapido allontanamento delle banche dal mercato, circostanza largamente inedita nelle crisi finanziarie del recente passato».