



UNIVERSITÀ DELLA VALLE D'AOSTA  
*UNIVERSITÉ DE LA VALLÉE D'AOSTE*

DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE E POLITICHE  
DÉPARTEMENTS DES SCIENCES ÉCONOMIQUES ET POLITIQUES

CORSO DI LAUREA IN SCIENZE DELL'ECONOMIA E DELLA  
GESTIONE AZIENDALE

**“Parallelismi e differenze fra la crisi della  
Lehman Brothers e le crisi della SVB e della  
Signature Bank”**

**Relatore:** Prof. Christophe Feder

**Candidato:** Edoardo Falchi

**Matricola:** 21 C05 796

ANNO ACCADEMICO 2024/2025

# INDICE

<b>Introduzione.....</b>	<b>6</b>
<b>11 Genesi di una crisi finanziaria.....</b>	<b>12</b>
1.1 Etimologia della parola crisi.....	12
1.2 Come si sviluppa una crisi finanziaria.....	17
1.3 Sviluppo di una crisi finanziaria esempi di crisi finanziarie.....	24
1.3.1 La “bolla” speculativa dei tulipani.....	24
1.3.2 La grande crisi del ‘29 negli USA.....	32
1.3.3 Le crisi degli anni ‘90 e primi del 2000.....	36
1.3.3.1 La crisi del Messico, 1994.....	36
1.3.3.2 La crisi del Sud Est asiatico, 1997.....	41
1.3.3.3 La crisi della Russia, 1997-98.....	45
1.3.3.4 La crisi del Brasile, 1998-99.....	48
1.3.3.5 La crisi dell’Argentina, 2001.....	50
1.3.4 La crisi finanziaria del 2007-2008.....	56
<b>2 Gli stress test della BCE(BCE), il Bail-in, gli accordi di Basilea,.....</b>	<b>59</b>
2.1 Gli stress test BCE.....	59
2.1.1 Scenario di stress più severo negli Stati Uniti.....	62
2.1.2 Tipologie di stress test.....	68
2.1.2.1 Prove di stress annuali.....	68
2.1.2.2 Prove di stress test dell’ABE a livello UE e nell’ambito dello SREP.....	74
2.1.2.3 Prove di stress tematiche.....	76
2.1.2.3.1 Test di stress sulla resilienza informatica del 2024.....	81

2.1.2.3.2 Stress Test sul Rischio Climatico 2022.....	87
2.1.2.3.3 Analisi di Sensibilità del Rischio di Liquidità 2019.....	91
2.1.3 Analisi di Vulnerabilità Lungimiranti.....	96
2.1.4 Prove di stress come parte di Valutazioni Globali.....	105
2.1.5 Prove di stress a fini macroprudenziali.....	112
2.2 Gli Accordi di Basilea.....	114
2.3 La Direttiva Bank Recovery and Resolution Directive.....	118
2.3.1 Misure preparatorie e preventive.....	129
2.3.1.1 Recovery Plans e resolution plans.....	130
2.3.2 Misure risolutive.....	136
2.3.3 Il fondo di Risoluzione Unico.....	148
2.4 Il Bail-in.....	157

### **3 Analisi delle misure di politica monetaria della BCE e confronto con le strategie monetarie e fiscali degli Stati Uniti e dell'Unione Europea.....162**

3.1 Politica Monetaria, Stabilità Finanziaria e Riesame della Strategia (BCE).....	162
3.2 Manovre di politica monetarie e fiscali: confronto USA e UE.....	171
3.2.1 Contesto economico e finanziario.....	171
3.2.2 Contesto, Risposta e misure chiave adottate della BCE.....	172
3.2.3 Misure Chiave Adottate e Risposta della FED negli Stati Uniti.....	176
3.2.4 Confronto tra le Politiche di BCE e FED.....	179
3.2.5 Piano di Ripresa dell'UE e Next Generation EU.....	186
3.3 Misure di stabilità finanziaria.....	190

3.4 Impatto delle innovazioni finanziarie sulle statistiche economiche e finanziarie.....	195
3.5 Misurare l'Incertezza della Politica Economica.....	199

**4 Over-the-counter loans, selezione avversa e stigma nel  
mercato interbancario, mercati delle cartolarizzazioni e  
Banche Centrali.....192**

4.1 Over-the-counter loans, selezione avversa e stigma nel mercato interbancario.....	192
4.2 Mercati delle cartolarizzazioni e Banche Centrali: una valutazione del termine asset-backed securities loan facility.....	211
4.3 Risposte alla crisi 2007-2009 a livello dell'Eurozona.....	206

**5 L'effetto del Crush del credito sulla dinamica dei prezzi di  
uscita.....222**

5.1 Effetto del crush del credito sulla dinamica dei prezzi di uscita .....	222
5.2 Persistenza dei profitti nel settore bancario.....	225
5.3 Analisi dettagliata e critica della ricerca microeconomica.....	230

<b>6 Storia e crisi della Lehman Brothers, e suoi effetti sull'economia reale.....</b>	<b>238</b>
<b>7 Crisi e fallimento dei colossi bancari americani e loro effetti sui mercati finanziari globali.....</b>	<b>265</b>
7.1 Crisi della SVB e della Signature Bank.....	265
7.2 Quando i Giganti Cadono - Effetti Globali del Crollo della SVB sui Mercati Finanziari.....	273
<b>8 La crisi finanziaria globale del 2008 e la recessione dovuta al COVID-19: parallelismi e differenze.....</b>	<b>286</b>
<b>Conclusioni.....</b>	<b>297</b>
<b>Sitografia.....</b>	<b>307</b>
<b>Bibliografia.....</b>	<b>309</b>

## **Introduzione**

La crisi finanziaria del 2007-2009, comunemente definita "Grande Depressione", rappresenta uno degli shock economici più devastanti della storia economica contemporanea. Questo evento ha segnato un punto di svolta nella percezione e nella gestione del rischio finanziario, rivelando profonde vulnerabilità strutturali nei sistemi economici globali e nelle istituzioni finanziarie. Le cause della crisi sono radicate in un intreccio complesso di innovazioni finanziarie mal gestite, un'inadeguatezza delle regolamentazioni vigenti, e una propensione al rischio eccessivo da parte delle principali istituzioni finanziarie.

Le radici della crisi risiedono nel mercato immobiliare statunitense, con particolare riferimento al segmento dei mutui subprime. Questi strumenti creditizi, concessi a individui con un basso merito creditizio, presentavano un profilo di rischio estremamente elevato. La proliferazione di tali mutui è stata incentivata dalla crescente popolarità delle cartolarizzazioni, un processo mediante il quale i mutui subprime venivano aggregati e trasformati in strumenti finanziari complessi, noti come Collateralized Debt Obligations (CDO), e successivamente distribuiti agli investitori su scala globale (Brunnermeier, M. K. (2009)).

La crescente complessità di questi prodotti e la loro vasta diffusione attraverso il sistema bancario internazionale hanno creato una rete intricata e suscettibile a shock sistemici. Le banche, attratte dalle potenziali alte rendite, hanno incrementato l'uso della leva finanziaria, esponendosi in maniera significativa a questi strumenti derivati. Tuttavia, con il calo dei prezzi immobiliari negli Stati Uniti, il valore dei mutui subprime è crollato, provocando perdite ingenti per le istituzioni finanziarie. Questo deterioramento ha innescato una spirale negativa che ha portato al fallimento di numerose banche, culminando con la bancarotta di Lehman Brothers il 15 settembre 2008.

Il fallimento di Lehman Brothers ha rappresentato un punto di non ritorno nella crisi finanziaria. In quanto una delle maggiori banche d'investimento globali, il suo collasso ha generato un'ondata di panico nei mercati finanziari, erodendo la fiducia degli investitori e precipitando una contrazione creditizia severa. Le banche, temendo ulteriori perdite, hanno ridotto drasticamente l'offerta di credito, innescando un blocco dell'attività economica reale.

La crisi di fiducia ha avuto conseguenze profonde: le imprese si sono trovate ad affrontare una restrizione delle linee di credito, gli investimenti sono crollati, e l'economia globale è entrata in recessione. I mercati azionari hanno subito crolli significativi, e il tasso di disoccupazione è salito drasticamente nelle principali economie avanzate. L'impatto sociale è stato gravissimo, con milioni di persone che hanno perso il lavoro, la casa e i risparmi, aumentando il livello di povertà e le disuguaglianze a livello mondiale.

L'effetto della crisi non si è limitato agli Stati Uniti, ma si è rapidamente esteso a livello globale, colpendo duramente le economie europee e asiatiche. La stretta creditizia ha paralizzato molte imprese, causando una riduzione della produzione industriale e una contrazione della domanda globale. Le risposte politiche alla crisi sono state diversificate, con molte nazioni che hanno implementato massicci pacchetti di stimolo economico e programmi di salvataggio per le banche in difficoltà.



Le politiche di salvataggio, come il TARP (Troubled Asset Relief Program) negli Stati Uniti, sono state cruciali per stabilizzare il sistema finanziario tramite l'iniezione di capitale nelle banche e l'acquisto di attivi tossici. Tuttavia, queste misure hanno suscitato controversie riguardo alla loro equità, poiché i costi dei salvataggi sono stati sostenuti dai contribuenti, mentre i dirigenti bancari responsabili della crisi hanno spesso continuato a percepire compensi elevati.

La tesi analizza anche le crisi bancarie del 2023, focalizzandosi sugli episodi che hanno coinvolto la Silicon Valley Bank (SVB) e la Signature Bank, con l'obiettivo di individuare parallelismi e differenze rispetto alla crisi del 2008. Mentre la crisi del 2008 è stata innescata da una cattiva gestione del rischio sistemico e dalla proliferazione di strumenti finanziari complessi, le crisi del 2023 hanno messo in luce problematiche legate alla concentrazione del rischio in settori specifici, come quello tecnologico e delle criptovalute.

La SVB, con una forte esposizione verso il settore delle startup tecnologiche, ha subito perdite significative in seguito all'aumento dei tassi di interesse e alle difficoltà economiche che hanno colpito il settore tech. Questa concentrazione settoriale, unita a una gestione inadeguata della liquidità, ha portato all'insolvenza della banca. La Signature Bank, invece, ha affrontato una crisi di fiducia dovuta alla sua esposizione alle criptovalute, un mercato caratterizzato da alta volatilità e speculazione.

La tesi adotta un approccio metodologico multidisciplinare, integrando analisi storiche, economiche e finanziarie per fornire una comprensione esaustiva delle dinamiche alla base delle crisi finanziarie esaminate. L'analisi si avvale di una varietà di fonti, inclusi rapporti di istituzioni finanziarie, documenti regolatori e articoli accademici, oltre a dati quantitativi relativi agli stress test bancari e agli strumenti di risoluzione delle crisi, come il Bail-in e le normative di Basilea.

Il contributo della ricerca è significativo, offrendo un'analisi comparativa delle crisi del 2008 e del 2023 e formulando raccomandazioni per migliorare la resilienza del sistema finanziario globale. La tesi evidenzia la necessità di politiche regolatorie più stringenti e di una vigilanza continua per prevenire future crisi, tenendo conto delle nuove sfide poste dalla globalizzazione finanziaria e dalle innovazioni tecnologiche.

Le conclusioni della tesi si focalizzano sulla necessità di rafforzare il quadro normativo e le pratiche di vigilanza per mitigare i rischi futuri. Le lezioni apprese dalla crisi del 2008 e dalle crisi del 2023 devono essere incorporate in politiche che riflettano le nuove realtà economiche e tecnologiche. L'implementazione di stress test più rigorosi e l'aumento della trasparenza nel settore finanziario sono essenziali per identificare e gestire i rischi emergenti.

Inoltre, la tesi sottolinea l'importanza di un maggiore coordinamento internazionale tra le autorità di regolamentazione per garantire che le crisi finanziarie possano essere gestite in modo più efficace su scala globale. Solo attraverso una regolamentazione più robusta e una vigilanza più attenta il sistema finanziario globale potrà diventare più stabile e resiliente, prevenendo così il ripetersi di crisi devastanti come quelle del 2008 e del 2023.

# **1 Genesi di una crisi finanziaria**

## **1.1 Etimologia della parola crisi**

L'analisi della parola "crisi" nel contesto economico, partendo dall'etimologia greca del termine "krino" (κρίνω), ci invita a guardare a questo concetto con una prospettiva più profonda rispetto al semplice significato di difficoltà o disastro. Il verbo greco "krino" significa "separare", "giudicare", "decidere". In questo senso, una "crisi" non è solo un momento di instabilità o di rottura, ma anche un punto cruciale di scelta, valutazione e cambiamento.

Il concetto di "krino", che originariamente si riferiva alla separazione del grano dalla paglia durante la trebbiatura, è particolarmente applicabile alle dinamiche economiche durante una crisi. Proprio come nella trebbiatura si separa il grano buono da ciò che è inutile, così una crisi economica esercita pressione sui mercati e sulle istituzioni, portando alla luce le inefficienze e le vulnerabilità del sistema. Questo processo di separazione implica una sorta di pulizia naturale: le aziende e le pratiche che non sono sostenibili o che si basano su presupposti errati sono destinate a soccombere, mentre quelle che dimostrano una maggiore resilienza e adattabilità hanno la possibilità di emergere più forti.

In economia, questo si traduce nel fatto che una crisi rappresenta un momento in cui le strutture e i modelli economici dominanti vengono messi alla prova. L'inefficienza, gli squilibri e le debolezze del sistema esistente emergono con forza, ma allo stesso tempo si aprono nuove opportunità per rivedere e trasformare questi modelli. L'economia, come disciplina che si occupa della distribuzione delle risorse, si trova quindi di fronte a una "scelta": mantenere lo status quo o intraprendere un percorso di riforma e innovazione.

Storicamente, le crisi economiche hanno spesso portato a cambiamenti significativi. Basti pensare alla “Grande Depressione” degli anni '30, che ha stimolato un ripensamento radicale delle politiche economiche globali, introducendo strumenti come il welfare state e regolamentazioni più stringenti sui mercati finanziari. Allo stesso modo, la crisi finanziaria del 2008 ha spinto molti governi e istituzioni a rivedere i sistemi di regolamentazione e a introdurre misure per prevenire futuri crolli.

Questa interpretazione della crisi come momento di "scelta" e "cambiamento" mette in luce che, sebbene possa portare dolore e difficoltà a breve termine, la crisi è anche una fase inevitabile per il progresso. Quando una struttura economica si dimostra inadeguata o insostenibile, la crisi funge da catalizzatore per il suo rinnovamento.

In sintesi, l'etimologia della parola "crisi" ci ricorda che non si tratta solo di un fallimento, ma di un'opportunità per giudicare, selezionare e trasformare ciò che non funziona, per costruire una realtà economica più solida e sostenibile.

In economia, una crisi spesso scaturisce da squilibri accumulati nel tempo. Questi squilibri possono derivare da diverse fonti, come un eccessivo indebitamento, bolle speculative nei mercati finanziari, o politiche economiche insostenibili. Questi elementi contribuiscono a creare un'instabilità latente, che può esplodere in forma di recessioni, crolli dei mercati o fallimenti sistemici. Tali eventi non solo rappresentano un'interruzione della normalità, ma anche un punto di svolta in cui il sistema economico è costretto a sottoporsi a un rigoroso processo di valutazione. Le pratiche, le politiche e le istituzioni che fino a quel momento sembravano solide e funzionali sono improvvisamente messe alla prova e, spesso, risultano inadeguate o obsolete.

A livello di imprese, la crisi agisce come un test di resistenza. Le aziende che hanno adottato modelli di business sostenibili e innovativi, che hanno gestito in modo prudente i loro debiti e che sono state capaci di adattarsi rapidamente ai cambiamenti, tendono a sopravvivere e spesso a prosperare post-crisi. Al contrario, le aziende che si sono affidate a strategie speculative o che hanno ignorato segnali di avvertimento tendono a fallire. Questa selezione naturale nel mercato evidenzia l'importanza di una gestione aziendale basata su principi solidi e sulla capacità di adattamento.

Sul piano delle politiche economiche, una crisi mette a nudo le carenze delle strategie esistenti. Le politiche fiscali e monetarie che hanno sostenuto una crescita apparentemente stabile ma intrinsecamente insostenibile vengono rivelate per ciò che sono: strumenti inadeguati che richiedono una revisione profonda. Le crisi costringono i governi e le istituzioni a riconsiderare le loro politiche, spesso portando a riforme strutturali che possono includere una maggiore regolamentazione dei mercati finanziari, misure per ridurre le disuguaglianze sociali, o interventi volti a sostenere l'occupazione e la crescita economica a lungo termine.

Inoltre, la funzione "purificatrice" della crisi si manifesta anche a livello sistemico. La pressione di una crisi può eliminare pratiche economiche che, pur avendo generato profitti a breve termine, si rivelano insostenibili a lungo termine. Ad esempio, le crisi finanziarie hanno spesso portato a una regolamentazione più stringente dei mercati, con l'obiettivo di prevenire comportamenti speculativi eccessivi e di promuovere una maggiore trasparenza. Questa regolamentazione non solo riduce il rischio di future crisi, ma contribuisce anche a creare un ambiente economico più stabile e prevedibile.

La capacità di trasformare una crisi in un'opportunità di cambiamento dipende in larga misura dalla prontezza e dall'efficacia delle decisioni prese dai responsabili delle politiche economiche. Il concetto di "krino" sottolinea l'importanza di un discernimento accurato e tempestivo. Riconoscere i segnali premonitori di una crisi è cruciale per adottare misure preventive. Queste misure possono includere riforme strutturali, interventi di stimolo economico o altre azioni volte a stabilizzare il sistema prima che la crisi diventi incontrollabile.



In definitiva, una crisi economica, pur essendo spesso percepita come un evento negativo, può essere vista come un potente catalizzatore per il cambiamento. Essa rappresenta non solo un momento di rottura rispetto al passato, ma anche un'occasione per ripensare e rinnovare le strutture economiche esistenti. Questo processo richiede discernimento e una leadership capace di prendere decisioni critiche e di orientare l'economia verso un futuro più sostenibile e resiliente. La crisi, quindi, è un momento di valutazione e di decisione, in cui le scelte fatte avranno un impatto duraturo sul corso dell'economia, aprendo la strada a un possibile rinascimento economico.

## **1.2 Come si sviluppa una crisi finanziaria**

Secondo la teoria economica neoclassica, i mercati sono visti come meccanismi in grado di autoregolarsi, in cui l'interazione tra domanda e offerta conduce a un equilibrio che massimizza l'efficienza economica. Questo equilibrio è sostenuto dall'ipotesi che gli attori economici, operando in un contesto di informazione perfetta e razionalità, prendano decisioni ottimali che portano a un'allocazione efficiente delle risorse. Tuttavia, la storia economica dimostra che anche economie apparentemente stabili e efficienti possono trasformarsi in economie in crisi a causa di una serie di dinamiche interrelate.

Le crisi economiche e finanziarie tendono a seguire schemi ricorrenti, articolati in diverse fasi che riflettono il passaggio da un periodo di stabilità economica a uno di recessione o depressione. Comprendere queste fasi permette di analizzare non solo le dinamiche della crisi stessa, ma anche le vulnerabilità dei sistemi economici e le modalità di intervento per il recupero. Di seguito sono descritte le principali fasi che caratterizzano l'evoluzione di una crisi economica o finanziaria

Inizialmente, l'economia si trova in una fase di espansione, caratterizzata da crescita economica, ottimismo diffuso e aumento degli investimenti. Durante questa fase, i mercati tendono a funzionare in modo efficiente, con una crescita dei prezzi degli asset, aumento della produttività e dei profitti aziendali, e miglioramento degli indicatori macroeconomici come il PIL e l'occupazione. Tuttavia, questa espansione può essere accompagnata da eccessi, come la formazione di bolle speculative in settori specifici.

Durante la fase di euforia, gli investitori e le imprese diventano sempre più fiduciosi nella crescita continua, spesso ignorando i segnali di squilibrio. Si osserva un eccesso di investimenti in determinati settori, accompagnato da un facile accesso al credito e da politiche monetarie espansive, che favoriscono l'indebitamento e la speculazione. Questo porta alla sopravvalutazione degli asset e alla creazione di bolle speculative, dove i prezzi di beni o titoli aumentano in modo sproporzionato rispetto al loro valore reale. La fase di euforia è spesso accompagnata da comportamenti irrazionali di mercato, dove si inizia a prendere rischi sempre maggiori.

Una fase iniziale comune prima di una crisi è caratterizzata dalla euforia economica, durante la quale gli attori economici, inclusi consumatori, investitori e intermediari finanziari, mostrano un ottimismo esagerato riguardo al futuro. Questo periodo è segnato da una crescita rapida e sostenuta dei prezzi degli asset, come immobili o azioni, spesso alimentata da un facile accesso al credito e da tassi di interesse bassi. La convinzione diffusa che i prezzi continueranno a salire porta a una sottovalutazione dei rischi, e il comportamento speculativo diventa prevalente. Si sviluppano così bolle speculative, in cui i prezzi degli asset si distaccano dai loro valori fondamentali.

Questo clima di euforia è spesso accompagnato da un aumento dell'indebitamento, sia da parte delle famiglie che delle imprese, che vedono il debito come un mezzo per amplificare i loro guadagni. Gli intermediari finanziari, spinti dalla domanda di credito e dalla prospettiva di profitti elevati, possono adottare pratiche di concessione di prestiti sempre più rischiose, spesso ignorando o minimizzando i segnali di allarme.

L'euforia viene bruscamente interrotta quando si raggiunge un punto di saturazione, in cui diventa evidente che i prezzi degli asset non possono continuare a crescere indefinitamente. A questo punto, alcuni investitori iniziano a vendere, provocando una caduta dei prezzi. La diminuzione dei prezzi degli asset riduce il valore delle garanzie utilizzate per ottenere credito, rendendo difficile per i debitori rimborsare i prestiti. Questo fenomeno porta a un aumento delle insolvenze.

Questa è una fase cruciale in cui gli squilibri accumulati durante la fase di euforia diventano insostenibili. I prezzi degli asset crescono in modo artificiale e lontano dai fondamentali economici reali, e l'eccesso di debito comincia a pesare su famiglie, imprese e istituzioni finanziarie. Le prime avvisaglie di difficoltà economica emergono sotto forma di insolvenze, calo degli utili aziendali o crollo dei mercati finanziari. Un evento catalizzatore (come il

fallimento di una grande impresa o una decisione di politica monetaria) può innescare il panico.

Quando il mercato riconosce che i prezzi degli asset sono sopravvalutati, si verifica il crollo. La "“bolla”" speculativa esplode, portando a un drastico calo del valore degli investimenti e alla perdita di fiducia. La fase di crisi è caratterizzata dal panico sui mercati finanziari, da un massiccio disinvestimento e da una contrazione dell'offerta di credito. Le istituzioni finanziarie, gravate dai debiti e dalle perdite, riducono i prestiti, innescando una spirale negativa che colpisce anche l'economia reale, con cali della produzione, aumento della disoccupazione e fallimenti aziendali.

Gli intermediari finanziari che hanno concesso prestiti a soggetti incapaci di rimborsarli si trovano ora esposti a perdite significative. L'aumento delle insolvenze può condurre a una crisi di fiducia nel sistema bancario, con le banche che iniziano a restringere l'offerta di credito per limitare le perdite. Questa restrizione del credito si diffonde rapidamente attraverso il sistema finanziario, paralizzando il sistema interbancario, poiché le banche diventano riluttanti a prestarsi denaro a vicenda per timore di insolvenze.

Durante i periodi di rallentamento economico che seguono le crisi del credito, l'avversione al rischio cresce in modo significativo. Gli investitori diventano più cauti, e la propensione a investire in progetti rischiosi diminuisce drasticamente. Questo aumento dell'avversione al rischio ha un impatto diretto sugli investimenti privati e, di conseguenza, sulla crescita del Prodotto Interno Lordo (PIL). La mancanza di investimenti frena ulteriormente l'economia, creando un circolo vizioso di riduzione della domanda, aumento della disoccupazione e ulteriore rallentamento economico.

L'interconnessione globale dei mercati finanziari, frutto della globalizzazione, amplifica il rischio di contagio economico. Una crisi che ha origine in un Paese può rapidamente diffondersi ad altri attraverso una rete complessa di interazioni economiche e finanziarie. Un esempio emblematico è il fallimento della Lehman Brothers nel 2008, che ha innescato una crisi finanziaria globale. La caduta di Lehman ha scatenato una reazione a catena che ha coinvolto istituzioni finanziarie di tutto il mondo, dimostrando come una crisi locale possa trasformarsi rapidamente in una crisi sistemica globale.

Per affrontare una crisi economica e finanziaria, i governi spesso intervengono con misure straordinarie per stabilizzare il sistema. Questi interventi possono includere iniezioni di liquidità nel sistema bancario, salvataggi di istituzioni finanziarie, stimoli fiscali e riduzioni dei tassi di interesse da parte delle Banche Centrali. Tuttavia, tali interventi comportano spesso un aumento significativo del debito Sovrano, poiché i governi devono finanziare queste misure attraverso un maggiore indebitamento pubblico.

L'aumento del debito Sovrano, sebbene necessario per evitare un collasso economico, può portare a problemi di sostenibilità fiscale a lungo termine. Nei casi peggiori, un eccessivo accumulo di debito può innescare una crisi del debito Sovrano, come accaduto in Grecia durante la crisi dell'eurozona.

Le crisi economiche e finanziarie seguono spesso un ciclo che inizia con una fase di euforia e sottovalutazione del rischio, seguita da una fase di insolvenza e restrizione del credito, un aumento dell'avversione al rischio, e infine un intervento governativo massiccio per stabilizzare l'economia. Questi eventi sono amplificati dalla natura interconnessa dei mercati globali, che rende le crisi locali potenzialmente devastanti a livello globale. Anche se la teoria economica neoclassica sostiene che i mercati possano autoregolarsi, la storia ha dimostrato che la mancanza di regolamentazione adeguata e la sottovalutazione del rischio possono

portare a crisi profonde che richiedono l'intervento statale per essere risolte.

### **1.3 Sviluppo di una crisi finanziaria esempi di crisi finanziarie**

#### **1.3.1 La "“bolla”" speculativa dei tulipani**

La "“bolla”" speculativa dei tulipani del 1637 è un esempio emblematico di come l'euforia speculativa possa portare a gravi distorsioni nei mercati finanziari, culminando in una crisi che travolge l'intero sistema economico. Questo episodio, spesso considerato la prima grande "“bolla”" speculativa speculativa della storia, non solo coinvolse il mercato dei bulbi di tulipano, ma evidenziò anche i rischi associati all'uso non regolamentato degli strumenti finanziari emergenti, come i futures.



L'origine della "“bolla”" speculativa può essere fatta risalire all'inizio del XVI secolo, quando i tulipani furono introdotti in Europa dall'Impero Ottomano. I bulbi di tulipano, con la loro vasta gamma di colori e forme, divennero rapidamente simboli di status sociale e ricchezza, specialmente nelle province olandesi. Le varietà rare, come i tulipani dai petali "fiammati", erano particolarmente apprezzate e ricercate, contribuendo a un'escalation dei prezzi.

Il mercato dei tulipani si sviluppò nelle borse merci di città come Amsterdam, Haarlem e Rotterdam, dove i commercianti iniziarono a trattare i bulbi non solo come beni di consumo, ma come strumenti di investimento. Questo periodo vide anche l'introduzione dei primi contratti derivati. I futures, in particolare, divennero un mezzo popolare per speculare sui prezzi futuri dei tulipani. Questi contratti permettevano agli investitori di acquistare bulbi con pagamento differito, sperando di rivenderli a prezzi più alti prima della consegna effettiva. Questo strumento finanziario alimentò ulteriormente la speculazione, poiché consentiva di fare investimenti significativi senza dover disporre del capitale necessario immediatamente.

L'euforia speculativa raggiunse il suo apice tra il 1636 e l'inizio del 1637, quando i prezzi dei tulipani salirono vertiginosamente. In alcuni casi, singoli bulbi di varietà rare venivano scambiati per somme pari al salario annuale di un artigiano o per beni immobili come case e terreni. Questa fase paradossale vide persone di ogni classe sociale partecipare al mercato, con molti che vendevano proprietà o prendevano prestiti per investire in bulbi di tulipano, convinti che i prezzi avrebbero continuato a salire indefinitamente.

Tuttavia, come spesso accade nelle bolle speculative, la realtà non tardò a imporsi. Nel febbraio 1637, un'asta di tulipani a Haarlem non riuscì a trovare acquirenti, provocando il primo segnale di allarme. Questo evento scatenò il panico tra gli investitori, che iniziarono a vendere i loro contratti e bulbi per evitare perdite. Il risultato fu un crollo dei prezzi su scala nazionale, con il valore dei bulbi che precipitò in pochi giorni, lasciando molti investitori rovinati.

La "“bolla”" speculativa dei tulipani, avvenuta nei Paesi Bassi durante il 1636-1637, è uno dei primi esempi storici di "“bolla”" speculativa speculativa. Questo fenomeno non solo lasciò molti commercianti e investitori in bancarotta, ma rappresentò una lezione sui pericoli dell'euforia speculativa e sull'irrazionalità dei mercati. Approfondendo le sue conseguenze e l'impatto sul sistema economico olandese e sulle dinamiche dei mercati finanziari, emergono diversi aspetti chiave:

Durante il picco della "“bolla”" speculativa, i bulbi di tulipano, soprattutto quelli di varietà rare, raggiunsero prezzi esorbitanti. Molti investitori, tra cui commercianti, artigiani e cittadini comuni, vendettero beni e investirono pesantemente nei contratti a termine per acquistare i bulbi. Con la rapida crescita dei prezzi, molti si indebitarono pesantemente nella speranza di profitti futuri. Tuttavia, quando la "“bolla”" speculativa scoppiò e i prezzi dei tulipani crollarono improvvisamente, la maggior parte degli investitori non fu in grado di vendere i bulbi al prezzo di acquisto o, in alcuni casi, non riuscì a vendere affatto. Di conseguenza, moltissime persone si trovarono incapaci di onorare i propri debiti, portando a una diffusa bancarotta.

La "“bolla”" speculativa dei tulipani ebbe un impatto devastante sull'economia olandese, poiché il crollo dei prezzi dei bulbi causò una crisi di liquidità. L'indebitamento diffuso e il mancato pagamento dei contratti a termine portarono a una contrazione del credito. Le banche e gli intermediari finanziari, che avevano finanziato molti degli acquisti speculativi, si trovarono di fronte a perdite significative e ridussero la concessione di prestiti. Questo si tradusse in una contrazione generale dell'economia, con una riduzione degli investimenti e dei consumi. Il commercio olandese, che all'epoca era uno dei più dinamici d'Europa, subì un duro colpo.

Uno degli effetti più duraturi della "“bolla”" speculativa dei tulipani fu la perdita di fiducia nei mercati finanziari. Prima del crollo, l'Olanda aveva visto un rapido sviluppo dei mercati finanziari, con una crescente partecipazione di cittadini comuni e commercianti a investimenti speculativi. Tuttavia, il fallimento della "“bolla”" speculativa, unito al conseguente impatto economico, portò molti a dubitare della solidità e della sicurezza di tali investimenti. La diffidenza si diffuse non solo nei confronti del mercato dei tulipani, ma anche verso altri mercati finanziari. Questo rallentò lo sviluppo dei mercati speculativi in Olanda e in altre parti d'Europa per un certo periodo.

Un aspetto peculiare della "“bolla”" speculativa dei tulipani fu la scelta del governo olandese di non intervenire direttamente per arginare la crisi. Nonostante le pressioni da parte degli investitori e dei commercianti per un salvataggio governativo o per una regolamentazione dei contratti a termine, le autorità decisero di lasciare che il mercato si autoregolasse. Questa scelta rifletteva in parte la convinzione diffusa che il mercato dovesse punire gli investitori irrazionali e speculativi, ma anche la difficoltà pratica di intervenire su un fenomeno di speculazione così diffuso e non regolamentato.

La decisione di non intervenire rappresentò un monito per futuri episodi di crisi economiche e finanziarie, aprendo dibattiti che restano attuali su quanto e come i governi dovrebbero intervenire in situazioni di instabilità economica o finanziaria.

La "“bolla”" speculativa dei tulipani fu anche uno dei primi casi in cui si utilizzarono forme primitive di contratti derivati, in particolare i contratti a termine (futures). Gli investitori compravano bulbi di tulipano senza possedere il denaro necessario, con la promessa di saldare il debito al momento della consegna futura dei bulbi. Questi strumenti finanziari amplificarono i rischi speculativi, poiché le persone potevano impegnarsi in investimenti al di là delle proprie capacità finanziarie. L'incapacità di comprendere i reali rischi connessi all'uso di tali strumenti portò a perdite devastanti

quando i prezzi crollarono. Questo episodio divenne un esempio lampante dei rischi associati alla speculazione basata su derivati e strumenti finanziari complessi senza una regolamentazione adeguata o una piena comprensione delle implicazioni.

La "bolla" speculativa dei tulipani evidenziò la vulnerabilità delle economie e dei mercati finanziari ai comportamenti irrazionali e al contagio psicologico tra gli investitori. La crescita vertiginosa dei prezzi dei tulipani non era giustificata dai fondamentali economici o dalla reale domanda di bulbi, ma era alimentata dalla paura di perdere opportunità di profitto e dalla convinzione che i prezzi sarebbero continuati a salire indefinitamente. Questo fenomeno, noto come "effetto gregge", è comune in molte bolle speculative e fu chiaramente evidente nel caso dei tulipani. L'irrazionalità collettiva portò a decisioni d'investimento sconsiderate, seguite da un collasso rapido e drammatico una volta che la realtà si manifestò.

Sebbene la "“bolla”" speculativa dei tulipani colpì principalmente l'economia olandese, il suo impatto fu avvertito anche a livello internazionale. L'Olanda, all'epoca una delle principali potenze commerciali e finanziarie del mondo, vide una temporanea riduzione della sua capacità di influenzare i mercati globali. L'episodio divenne un esempio di come anche economie avanzate e ben sviluppate potessero essere vulnerabili alle dinamiche speculative.

In sintesi, la "“bolla”" speculativa dei tulipani del 1637 non fu solo un fenomeno di speculazione sui fiori, ma un evento che prefigurò molte delle crisi finanziarie successive. Essa evidenziò come l'irrazionalità e la mancanza di regolamentazione possano portare a esiti disastrosi, ribadendo l'importanza di una gestione prudente dei mercati finanziari e della necessità di strumenti regolatori per prevenire future crisi simili.

### **1.3.2 La grande crisi del '29 negli USA**

La crisi del 1929, conosciuta anche come la “Grande Depressione”, rappresenta uno degli episodi più drammatici della storia economica mondiale, non solo per l'immediato crollo del mercato azionario, ma anche per le sue profonde e durature conseguenze economiche e sociali. Il "Martedì Nero" del 29 ottobre 1929 fu solo il culmine di un lungo periodo di euforia speculativa, che si era sviluppato durante gli anni '20 e che aveva coinvolto un numero crescente di investitori attratti dalle prospettive di rapidi guadagni sul mercato azionario.

La politica monetaria della Federal Reserve (FED) durante gli anni '20 giocò un ruolo cruciale nella creazione delle condizioni che portarono alla crisi. La FED aveva mantenuto bassi i tassi di interesse, favorendo un'espansione del credito e un aumento della liquidità disponibile. Questo ambiente di facile accesso al denaro incoraggiò un massiccio afflusso di capitali nei mercati azionari, alimentando una “bolla” speculativa. Gli investitori, convinti che il mercato azionario avrebbe continuato a crescere, si indebitarono pesantemente per acquistare azioni, spesso utilizzando la pratica del "margin", ovvero acquistare azioni con un prestito che sarebbe stato ripagato con i guadagni futuri.



Il crescente uso dei contratti a termine e dei "riporti" amplificò ulteriormente la "bolla" speculativa. Questi strumenti finanziari permisero agli investitori di speculare sul valore futuro delle azioni senza dover disporre immediatamente del capitale necessario. Tuttavia, quando la fiducia nel continuo aumento dei prezzi delle azioni cominciò a vacillare, il sistema crollò rapidamente. Il panico si diffuse il 24 ottobre 1929, con il "Giovedì Nero", quando un'ondata di vendite di azioni fece precipitare i prezzi. Nei giorni successivi, le vendite continuarono, culminando nel "Martedì Nero", con un crollo totale del mercato.

Le conseguenze immediate furono devastanti: il valore delle azioni perse il 40% in un mese, e molte delle fortune accumulate negli anni precedenti svanirono nel nulla. Le banche, che avevano concesso prestiti per l'acquisto di azioni, furono travolte dalle insolvenze e molte fallirono, riducendo drasticamente la disponibilità di credito. Questa contrazione del credito colpì duramente l'economia reale, provocando una brusca riduzione degli investimenti, un calo della produzione industriale e una crisi occupazionale senza precedenti.

La crisi finanziaria si trasformò rapidamente in una recessione economica globale, che ebbe effetti devastanti su tutti i settori dell'economia. L'industria subì pesanti perdite, con un drastico calo della produzione e chiusura di molte fabbriche. Anche l'agricoltura fu gravemente colpita: il crollo dei prezzi dei prodotti agricoli portò molti agricoltori alla rovina, incapaci di pagare i loro debiti e costretti a vendere le loro terre. Il commercio internazionale crollò a causa della diminuzione della domanda globale e dell'adozione di politiche protezionistiche da parte di molti Paesi, tra cui gli Stati Uniti, che approvarono lo Smoot-Hawley Tariff Act nel 1930, aumentando significativamente le tariffe su oltre 20.000 prodotti importati.

Queste politiche protezionistiche, anziché aiutare le economie nazionali, aggravarono ulteriormente la crisi globale, provocando una contrazione del commercio mondiale e inaspando le tensioni economiche internazionali. La disoccupazione raggiunse livelli senza precedenti: negli Stati Uniti, si stima che circa il 25% della forza lavoro fosse disoccupata all'inizio degli anni '30, mentre in Europa e altrove la situazione non era molto diversa. Il crollo dei redditi e dei profitti portò a un calo della domanda di beni e servizi, creando un circolo vizioso che aggravò ulteriormente la depressione economica.

La "Grande Depressione" ebbe anche un impatto duraturo sulle politiche economiche e sociali. Negli Stati Uniti, la crisi portò all'elezione di Franklin D. Roosevelt nel 1932 e alla successiva introduzione del New Deal, un vasto programma di riforme economiche e sociali volto a rilanciare l'economia e a fornire un sostegno ai disoccupati e ai poveri. A livello globale, la crisi stimolò una riflessione profonda sulle cause e sui rimedi delle crisi economiche, portando allo sviluppo di nuove teorie economiche, come il keynesismo, che promuoveva l'intervento statale per stabilizzare l'economia e mitigare gli effetti delle recessioni.

In sintesi, la crisi del 1929 e la successiva "Grande Depressione" dimostrarono come le "bolle" speculative e le crisi finanziarie possano avere effetti devastanti e duraturi sull'economia globale. Questi eventi non solo cambiarono il corso della storia economica, ma influenzarono profondamente le politiche e le strategie economiche per decenni a venire, lasciando un'eredità che si fa sentire ancora oggi.

### **1.3.3 Le crisi degli anni '90 e primi del 2000**

Negli anni Novanta vi sono state diverse crisi finanziarie che hanno avuto come caratteristica principale gli squilibri nella finanza pubblica e nelle relazioni con l'estero. La situazione appena descritta viene definita "deficit gemelli" e ha come conseguenza un deficit pubblico che corrisponde alla differenza tra le entrate e le uscite dello Stato ed è correlata a un deficit della bilancia commerciale che consiste nella discrepanza tra le esportazioni e le importazioni. Questa condizione può portare come conseguenza a sollecitare il tasso di cambio, di seguito influire sui tassi di interesse, sui prezzi e sfiduciare la sostenibilità del debito dello Stato.

#### **1.3.3.1 *La crisi del Messico, 1994***

La crisi economica e finanziaria che colpì il Messico nel 1994-1995, conosciuta come "Tequila Crisis," rappresenta uno dei casi più emblematici di crisi valutaria e di debito Sovrano in America Latina. L'origine della crisi è strettamente legata alle politiche economiche adottate dal Messico nei primi anni '90, durante un periodo di liberalizzazione economica e finanziaria.

Negli anni '90, il Messico cercava di modernizzare la propria economia attraverso una serie di riforme strutturali, tra cui la liberalizzazione del commercio e l'apertura del mercato finanziario agli investimenti stranieri. Questa strategia attirò un massiccio afflusso di capitali esteri, che contribuì a finanziare il crescente deficit della bilancia dei pagamenti. Tuttavia, queste riforme esponendosi a rischi significativi.

Uno degli strumenti principali utilizzati dal governo messicano per combattere l'inflazione fu l'ancoraggio del peso messicano al dollaro statunitense. Questo regime di cambio fisso era destinato a stabilizzare la valuta e a rassicurare gli investitori, ma richiedeva il mantenimento di alti tassi di interesse per attrarre e trattenere i capitali stranieri. Tuttavia, questo approccio impedì al Messico di svalutare la propria moneta per rispondere alle pressioni esterne e interne, come l'aumento del deficit commerciale. La conseguenza fu un progressivo deterioramento della competitività internazionale del Paese, poiché i beni e i servizi messicani divennero sempre più costosi rispetto a quelli dei concorrenti esteri.

L'ancoraggio del Peso al dollaro, pur stabilizzando temporaneamente l'inflazione, divenne insostenibile. Nel 1994, la situazione politica messicana si deteriorò rapidamente. Il Paese affrontò una serie di eventi destabilizzanti, tra cui l'insurrezione zapatista nel Chiapas a gennaio, l'assassinio del candidato presidenziale Luis Donaldo Colosio a marzo, e l'uccisione di José Francisco Ruiz Massieu, a settembre. Questi eventi crearono un clima di incertezza politica, che si tradusse in una fuga di capitali e in una crescente sfiducia degli investitori nei confronti della capacità del governo messicano di mantenere la parità del peso con il dollaro.

Nel tentativo di rassicurare gli investitori, il governo messicano sostituì i titoli di debito denominati in peso con titoli denominati in dollari, noti come "tesobonos". Questo spostamento aumentò la dipendenza del Messico dai capitali esteri, poiché i titoli in dollari esigevano riserve valutarie significative per essere rimborsati. Tuttavia, le riserve di dollari della Banca Centrale messicana cominciarono a diminuire rapidamente, poiché i capitali continuavano a defluire dal Paese e i rendimenti richiesti dagli investitori sui tesobonos aumentavano.

Nel dicembre 1994, le riserve di valuta estera del Messico erano ormai quasi esaurite. Il 20 dicembre, il governo messicano fu costretto ad abbandonare il regime di cambio fisso, permettendo al Peso di fluttuare liberamente. Questa decisione portò a una drammatica svalutazione della moneta, con il peso che perse circa la metà del suo valore rispetto al dollaro in poche settimane, scatenando una crisi finanziaria e una profonda recessione economica. In totale, da settembre 1994 ad aprile 1995, la valuta messicana si svalutò di circa il 100%.

La crisi ebbe conseguenze devastanti per l'economia messicana. Il PIL crollò del 6% nel 1995, la disoccupazione aumentò e molte aziende fallirono a causa dell'improvvisa contrazione del credito e dell'aumento dei costi di importazione. Le ripercussioni si fecero sentire anche in altri Paesi emergenti, poiché la crisi messicana fece aumentare il timore di un contagio finanziario.

Di fronte al rischio di un collasso completo dell'economia messicana, la comunità internazionale intervenne per stabilizzare la situazione. Il Fondo Monetario Internazionale (FMI) e il governo degli Stati Uniti misero a disposizione del Messico un pacchetto di salvataggio senza precedenti di 50 miliardi di dollari, che permise al governo di onorare i suoi impegni di debito e di ripristinare la fiducia nei mercati finanziari. Grazie a questo intervento, il Messico

riuscì a evitare un default sul debito Sovrano e a stabilizzare la propria economia.

Già nel 1996, il Messico riuscì a rimborsare anticipatamente i titoli in dollari, dimostrando un rapido recupero della fiducia da parte degli investitori internazionali. La crescita economica riprese, con il PIL che tornò a crescere a un tasso del 4% nello stesso anno. La crisi del Tequila ebbe anche l'effetto di accelerare le riforme economiche in Messico, rendendo l'economia del Paese più resiliente e meno vulnerabile a future crisi di liquidità.

In sintesi, la crisi del 1994-1995 in Messico fu un chiaro esempio dei rischi associati alla liberalizzazione finanziaria e all'adozione di regimi di cambio fisso in contesti di instabilità politica e economica. Tuttavia, dimostrò anche l'importanza del sostegno internazionale e delle riforme strutturali per superare una crisi finanziaria e ripristinare la fiducia nei mercati.



### **1.3.3.2      *La crisi del Sud Est asiatico, 1997***

Tra il 1965 e il 1996, i Paesi dell'Asia Orientale, noti anche come "Tigri Asiatiche" (Hong Kong, Singapore, Corea del Sud e Taiwan), insieme a nazioni come la Thailandia, la Malesia e l'Indonesia, sperimentarono un periodo di crescita economica straordinaria. Questo successo economico fu alimentato da un insieme di politiche economiche e finanziarie prudenti, un'elevata alfabetizzazione, investimenti in infrastrutture, e riforme agricole che liberarono forza lavoro per il settore manifatturiero. La politica monetaria accomodante e i bassi livelli di inflazione furono elementi chiave che contribuirono a mantenere la stabilità economica durante questo periodo, facilitando un contesto favorevole agli investimenti e alla crescita.

Tuttavia, questo periodo di prosperità fu accompagnato da alcuni squilibri che, a lungo termine, posero le basi per la crisi finanziaria asiatica del 1997-1998. L'eccessiva dipendenza dai capitali esteri e la liberalizzazione dei mercati finanziari introdussero vulnerabilità significative. Le banche locali e le imprese private, incentivate da una politica monetaria espansiva, presero in prestito somme ingenti da investitori stranieri, spesso in valuta estera, per finanziare la rapida espansione economica. Questo comportamento aumentò significativamente il debito delle imprese e il rischio sistemico all'interno delle economie della regione.

Una delle principali vulnerabilità era rappresentata dal fatto che molte valute asiatiche erano ancorate al dollaro statunitense, mantenendo una parità che rendeva difficile per questi Paesi adattarsi alle fluttuazioni globali. Quando la FED iniziò ad aumentare i tassi di interesse a metà degli anni '90 per controllare l'inflazione interna, il dollaro si apprezzò significativamente rispetto alle altre valute. Di conseguenza, le economie asiatiche, che mantenevano le loro valute ancorate al dollaro, subirono un peggioramento della loro competitività internazionale. I loro prodotti e servizi divennero più costosi sui mercati globali, riducendo la domanda esterna e aumentando il deficit della bilancia dei pagamenti.

Il punto di rottura si verificò in Thailandia, dove la crisi ebbe inizio nel 1997. A causa delle crescenti pressioni inflazionistiche e del deficit della bilancia dei pagamenti, la Banca Centrale Thailandese fu costretta a difendere il Baht, mantenendo alti tassi di interesse. Tuttavia, con il crescere del debito pubblico e l'aumento delle preoccupazioni riguardo alla sostenibilità del peg valutario, i mercati internazionali iniziarono a scommettere contro il Baht, prevedendo una svalutazione. La Thailandia esaurì rapidamente le sue riserve in valuta estera nel tentativo di sostenere il Baht, ma alla fine fu costretta a cedere alle pressioni del mercato. Il 2 luglio 1997, la Banca Centrale Thailandese abbandonò il regime di cambio fisso,

permettendo al Baht di fluttuare liberamente. Questo portò immediatamente a una svalutazione del 15%, seguita da un ulteriore calo che portò la valuta a perdere fino al 30% del suo valore entro la fine del mese.

La crisi thailandese ebbe un effetto domino sull'intera regione. Gli investitori internazionali, già allarmati dalla svalutazione del baht, iniziarono a ritirare i propri capitali da altri Paesi del Sud-Est asiatico, temendo simili svalutazioni. Questo causò un rapido declino delle valute di Paesi come Malesia, Indonesia e Corea del Sud, innescando una crisi finanziaria regionale.

Le economie colpite dovettero affrontare un'ondata di fallimenti bancari e aziendali, poiché le imprese e le banche che avevano contratto prestiti in dollari si trovarono improvvisamente incapaci di ripagare i loro debiti, resi molto più costosi dalla svalutazione delle valute locali. Inoltre, le politiche monetarie espansive adottate per stimolare l'economia durante gli anni precedenti si rivelarono controproducenti, alimentando un eccesso di credito e un'esposizione rischiosa che accelerò il crollo.

La crisi mise in evidenza la vulnerabilità delle economie emergenti agli shock finanziari globali e alle dinamiche speculative. Molti Paesi della regione furono costretti a ricorrere al FMI per ottenere pacchetti di salvataggio, che vennero accompagnati da rigorose condizioni di austerità. Queste misure, sebbene necessarie per stabilizzare le economie e ripristinare la fiducia degli investitori, provocarono profonde recessioni economiche e gravi conseguenze sociali, come l'aumento della disoccupazione e della povertà.

In risposta alla crisi, i Paesi asiatici implementarono una serie di riforme strutturali volte a rafforzare i loro sistemi finanziari e a migliorare la regolamentazione del mercato. Inoltre, la crisi accelerò la transizione verso regimi di cambio più flessibili, abbandonando i legami rigidi con il dollaro. Questi cambiamenti hanno contribuito a rendere le economie asiatiche più resilienti agli shock esterni negli anni successivi.

In conclusione, la crisi finanziaria asiatica del 1997-1998 rappresenta un caso paradigmatico delle pericolose interconnessioni tra mercati globali e politiche economiche nazionali. Essa evidenziò come le politiche di liberalizzazione finanziaria e la deregolamentazione, se non accompagnate da adeguati controlli e supervisioni, possano condurre a gravi instabilità economiche. Allo stesso tempo, la crisi servì come lezione importante per la gestione delle economie emergenti, portando a un ripensamento delle

strategie economiche e a una maggiore attenzione alla sostenibilità a lungo termine.

### **1.3.3.3      *La Crisi della Russia, 1997-98***

Nel 1998, la Russia si trovò ad affrontare una delle più gravi crisi finanziarie post-sovietiche, frutto della difficile transizione da un'economia pianificata a un'economia di mercato, aggravata dal drastico calo dei prezzi del petrolio, che rappresentava una delle principali fonti di entrate del paese. La crisi finanziaria russa fu il risultato di un insieme di fattori interconnessi, che includevano debolezze strutturali nell'economia, politiche fiscali inefficaci e una pesante dipendenza dalle esportazioni di risorse naturali.

Dopo la dissoluzione dell'Unione Sovietica nel 1991, la Russia avviò una serie di riforme economiche volte a liberalizzare il mercato e a integrare l'economia russa nel sistema economico globale. Tuttavia, queste riforme furono spesso mal gestite e portarono a un aumento della disuguaglianza sociale, all'inflazione galoppante e a un crollo della produzione industriale. A metà degli anni '90, l'economia russa si trovava in una situazione estremamente precaria, con un debito pubblico in rapida crescita e un sistema bancario vulnerabile.

I primi segnali della crisi emersero già alla fine del 1997, quando i mercati azionari russi iniziarono a subire forti pressioni, con una caduta dei prezzi delle azioni e un aumento dei rendimenti dei titoli di Stato, segno di un crescente scetticismo degli investitori sulla sostenibilità delle finanze pubbliche russe. Per cercare di mantenere la stabilità economica e difendere il valore del Rublo, la Banca Centrale Russa adottò una politica di cambio semi-fissato, stabilendo una banda di oscillazione del  $\pm 15\%$  rispetto al dollaro USA, con un tasso centrale fissato a 6,2 rubli per dollaro. Questa misura aveva lo scopo di contenere la speculazione contro il rublo e di rassicurare gli investitori internazionali sulla stabilità della valuta.

Nonostante questi sforzi, l'instabilità economica persistente alimentò il timore che il regime di cambio non fosse sostenibile. Nel primo semestre del 1998, di fronte a una crescente sfiducia, gli investitori esteri iniziarono a vendere massicciamente i bond russi, accelerando il deflusso di capitali dal Paese. Questa ondata di vendite portò a una serie di declassamenti del debito pubblico russo da parte delle principali agenzie di rating, aumentando ulteriormente la pressione sui mercati finanziari russi.

Nel luglio del 1998, il FMI e altre istituzioni finanziarie internazionali intervennero con un pacchetto di assistenza finanziaria di emergenza da 23 miliardi di dollari. Questo pacchetto, destinato a stabilizzare l'economia russa, prevedeva una serie di riforme fiscali e strutturali, tra cui misure per ridurre il deficit pubblico e rafforzare il sistema bancario. Tuttavia, le misure adottate si rivelarono insufficienti a contrastare la crisi crescente.

Ad agosto 1998, la situazione economica peggiorò drasticamente. La Borsa di Mosca continuava a registrare pesanti perdite, le riserve valutarie della Banca Centrale Russa si esaurirono rapidamente, e le tensioni sui mercati finanziari raggiunsero un punto critico. Di fronte all'impossibilità di mantenere la parità del rublo e al rischio di un collasso totale del sistema finanziario, il governo russo fu costretto ad annunciare una serie di misure di emergenza. Queste includevano un allargamento della banda di oscillazione del rublo, che portò a una svalutazione della valuta, una ristrutturazione forzata del debito pubblico denominato in rubli e una moratoria di 90 giorni sul pagamento del debito estero.

Questi provvedimenti portarono rapidamente a una crisi del debito Sovrano, con gravi ripercussioni sul sistema bancario russo, che era fortemente esposto al debito pubblico domestico. Molte banche si trovarono insolventi, il mercato interbancario si bloccò, e il paese entrò in una recessione profonda. La crisi ebbe conseguenze devastanti per la popolazione, con un forte aumento della povertà, l'erosione dei risparmi delle famiglie, e un drastico calo del tenore di vita. La crisi russa del 1998 evidenziò la fragilità delle economie in transizione e l'importanza di una gestione prudente delle politiche fiscali e monetarie in un contesto di integrazione globale.

#### **1.3.3.4      *La crisi del Brasile, 1998-99***

Negli anni '90, il Brasile si trovò a fronteggiare crescenti difficoltà economiche, aggravate da un peggioramento dei saldi di finanza pubblica e un deficit crescente nella bilancia commerciale, nonostante l'afflusso di capitali stranieri. In questo periodo, il Real brasiliano era ancorato al dollaro americano in un tentativo di stabilizzare l'inflazione e promuovere la fiducia nell'economia nazionale. Tuttavia, questo ancoraggio si rivelò problematico a lungo termine.



L'economia brasiliana mostrava segni di squilibri macroeconomici, mascherati in parte dall'entrata di capitali esteri attratti dai tassi di interesse elevati e dal regime di cambio fisso. La crisi economica che colpì i Paesi asiatici nel 1997-1998 ebbe un effetto contagioso che si propagò anche al Brasile, evidenziando la vulnerabilità del paese a shock esterni e l'eccessiva dipendenza da capitali stranieri per finanziare il deficit di parte corrente.

Verso la fine del 1998, il mercato obbligazionario brasiliano fu colpito da un'ondata di vendite, innescando tensioni sul mercato dei cambi. Questo fenomeno espose la sopravvalutazione del Real rispetto ai fondamentali economici del Brasile, rendendo sempre più evidente la non sostenibilità dell'ancoraggio della valuta al dollaro USA. La pressione sui mercati finanziari aumentò notevolmente, portando il FMI a intervenire nell'ottobre del 1998 con un pacchetto di assistenza finanziaria da 41 miliardi di dollari. Questo prestito fu condizionato all'implementazione di rigorose riforme fiscali mirate a risanare i conti pubblici e a ripristinare la fiducia dei mercati internazionali.

Nonostante il sostegno del FMI, le risorse si esaurirono rapidamente, e a gennaio 1999 la Banca Centrale del Brasile fu costretta ad abbandonare il regime di cambio fisso, passando a un regime di cambio flessibile. Questa decisione portò a un deprezzamento immediato del Real di circa il 40%, il che aggravò le pressioni inflazionistiche già esistenti. Tuttavia, l'abbandono dell'ancoraggio al dollaro avvenne prima dell'esaurimento completo delle riserve ufficiali della Banca Centrale, evitando così un crollo totale della valuta.

Nel tentativo di frenare l'esplosione del debito pubblico, il governo brasiliano implementò ulteriori misure di consolidamento fiscale entro la fine del terzo trimestre del 1999. Queste misure furono necessarie per controllare la crescita del debito, che rischiava di aumentare rapidamente a causa dell'inflazione galoppante e dell'aumento degli interessi. Le pressioni inflazionistiche furono ulteriormente contenute grazie alla decisione del governo, presa negli anni '90, di eliminare l'indicizzazione dei salari, un meccanismo che aveva storicamente alimentato l'inflazione.

Durante questo periodo, il Brasile attraversò una fase di crisi economica, ma riuscì a mitigare parzialmente l'impatto grazie all'abbandono tempestivo dell'ancoraggio del Real al dollaro e alla solidità del suo sistema bancario. Quest'ultimo si dimostrò resiliente, in quanto non era particolarmente esposto ai rischi di cambio e di tasso di interesse, limitando così l'impatto della crisi valutaria sull'economia reale. Questi fattori contribuirono a stabilizzare gradualmente l'economia brasiliana, permettendo al paese di evitare una crisi ancora più profonda.

#### **1.3.3.5      *La crisi dell'Argentina, 2001***

La crisi economica dell'Argentina all'inizio del 2000 rappresenta un caso emblematico di come l'accumulo di debito pubblico e politiche economiche rigide possano scatenare un collasso finanziario. Questa crisi può essere attribuita a una serie di fattori, tra cui l'elevato debito pubblico accumulato durante le dittature militari, il rigido ancoraggio del peso argentino al dollaro statunitense e l'impatto delle crisi economiche regionali.

Durante le lunghe dittature militari, che governarono l'Argentina dal 1976 al 1983, il Paese accumulò un pesante debito pubblico. I regimi autoritari, che cercavano di modernizzare l'economia con grandi spese pubbliche e progetti infrastrutturali, lasciarono un'eredità di debito estero significativo. Nonostante il ritorno alla democrazia negli anni '80, la nuova amministrazione continuò a incrementare il debito pubblico attraverso ulteriori prestiti, spesso contratti con condizioni onerose.

Nel contesto della crisi iperinflazionaria degli anni '80, il governo argentino adottò un regime di cambio fisso alla fine degli anni '90, ancorando il peso argentino al dollaro USA con un rapporto 1:1. Questo approccio aveva l'obiettivo di stabilizzare i prezzi e contenere l'inflazione. Tuttavia, l'ancoraggio fisso favoriva le importazioni a scapito della produzione nazionale, portando alla deindustrializzazione e a un aumento della disoccupazione. L'economia argentina, caratterizzata da una crescente dipendenza dalle importazioni, subì un forte calo nella competitività industriale.

Nonostante le difficoltà economiche, il FMI continuava a concedere prestiti all'Argentina e a ristrutturare il debito esistente. Tuttavia, i prestiti del FMI erano spesso condizionati all'implementazione di misure di austerità e riforme fiscali che, sebbene mirassero a migliorare i conti pubblici, avevano effetti sociali e politici destabilizzanti. Il FMI fornì anche dilazioni sui pagamenti del debito, ma queste misure non furono sufficienti a risolvere le difficoltà strutturali dell'economia argentina.

Analogamente ad altri Paesi dell'America del Sud, come il Messico e il Brasile, l'Argentina fu colpita da crisi economiche che minarono la fiducia internazionale nella regione. La crisi messicana del 1994 e la crisi brasiliana del 1999 ridussero gli investimenti esteri e aumentarono il rischio percepito per gli investitori. Il contagio economico della regione contribuì a un deterioramento della fiducia nei mercati finanziari argentini.

Dopo il 1999, la situazione economica dell'Argentina si aggravò ulteriormente. La svalutazione del real brasiliano, che rese le esportazioni brasiliane più competitive, e la rivalutazione del dollaro statunitense rispetto alle valute dei principali partner commerciali dell'Argentina, come il Brasile e altri Paesi latinoamericani, portarono a un peggioramento della bilancia commerciale argentina. Il deficit commerciale aumentò, mentre le esportazioni argentine persero competitività sui mercati internazionali.

Nel dicembre 2001, l'Argentina dichiarò il default sul suo debito pubblico, scatenando una crisi finanziaria e sociale. Il governo argentino sospese i pagamenti sui debiti esteri e adottò misure di emergenza per affrontare la crisi. La Banca Centrale fu costretta a congelare i conti bancari in un'operazione nota come "corralito" per prevenire il crollo del sistema bancario. Questo portò a disordini sociali e una grave recessione economica.

Nel gennaio 2002, l'Argentina abbandonò il regime di cambio fisso, permettendo al Peso di fluttuare liberamente. Questa svalutazione del Peso, sebbene inizialmente aggravò l'inflazione, alla fine contribuì a una ripresa economica. La svalutazione migliorò la competitività delle esportazioni argentine, facilitando una graduale ripresa dell'economia. Inoltre, la solidità del sistema bancario, che non era particolarmente esposto a rischi di cambio e tasso d'interesse, aiutò a contenere gli effetti della crisi sull'economia reale.

La crisi argentina mette in luce come una combinazione di debito pubblico elevato, politiche di cambio rigido e shock esterni possa portare a un collasso finanziario. Tuttavia, la capacità di adattarsi e riformare le politiche economiche in risposta a tali sfide è cruciale per il recupero e la stabilità futura.

### **1.3.4 La crisi finanziaria del 2007-2008**

La crisi dei mutui subprime negli Stati Uniti ebbe origine nel 2006 a causa della concessione diffusa di mutui ad alto rischio da parte del sistema bancario. Questi mutui erano destinati a persone con bassa o nulla capacità di rimborso. Questa pratica si diffuse rapidamente grazie alla crescita del mercato immobiliare statunitense e al fenomeno delle cartolarizzazioni.

Tra il 2000 e il 2006, la FED implementò una politica monetaria accomodante che favorì la crescita esplosiva del mercato immobiliare e la diffusione dei mutui subprime, alimentando una "bolla" speculativa immobiliare. I tassi d'interesse rimasero bassi a seguito della crisi delle dot-com e degli attacchi terroristici dell'11 settembre 2001, supportando la concessione di prestiti ipotecari a basso costo. Il valore degli immobili, utilizzati come garanzia per i prestiti ipotecari, aumentò costantemente.



Il crescente mercato dei mutui subprime fu anche incentivato dalla pratica delle cartolarizzazioni, che permetteva alle banche di trasferire il rischio associato ai mutui vendendoli sotto forma di titoli negoziabili sul mercato mobiliare. Questo cambiamento nel modello di business bancario, dall'approccio "originate and hold" all'approccio "originate and distribute", consentiva alle banche di recuperare rapidamente i fondi prestati, pur trasferendo il rischio di credito ad altri investitori.

Le operazioni di cartolarizzazione generarono prodotti strutturati complessi, spesso scambiati Over The Counter (OTC), cioè al di fuori dei mercati regolamentati, il che rendeva difficile valutarne il valore effettivo. Le agenzie di rating svolsero un ruolo cruciale nella valutazione di questi prodotti, sebbene successivamente emerse che i loro modelli di valutazione erano basati su ipotesi ottimistiche sull'andamento dell'economia.

A partire dal 2004, la FED iniziò ad aumentare i tassi d'interesse in risposta alla ripresa economica negli Stati Uniti. Ciò rese i mutui più costosi e portò a un aumento dei casi di insolvenza tra le famiglie con mutui subprime. La domanda di immobili diminuì, causando il crollo della "“bolla”" speculativa immobiliare e una riduzione del valore delle ipoteche.

Con l'aumentare dei tassi d'interesse, le istituzioni finanziarie che avevano concesso i mutui subprime iniziarono a sperimentare crisi di liquidità. Molti clienti, incapaci di far fronte ai pagamenti ipotecari, furono costretti a perdere le loro case. La crisi, inizialmente confinata al settore immobiliare, si trasformò rapidamente in una crisi sistemica che coinvolse l'intero sistema finanziario degli Stati Uniti, provocando turbolenze sui mercati azionari e una recessione economica globale.

Il governo degli Stati Uniti intervenne con il programma TARP, che inizialmente prevedeva di stanziare 700 miliardi di dollari per salvare le istituzioni finanziarie e assicurative in difficoltà. Questo programma contribuì a stabilizzare il sistema finanziario attraverso l'acquisto di titoli cartolarizzati e l'immissione di liquidità nel mercato bancario.

La crisi finanziaria dei mutui subprime del 2006 ha rappresentato uno dei momenti più critici nella storia economica degli Stati Uniti, con conseguenze che si sono estese a livello globale, mettendo in evidenza le vulnerabilità del sistema finanziario internazionale.

## **2 Gli stress test della Banca Centrale Europea (BCE), il Bail-in, gli accordi di Basilea,**

### **2.1 Gli stress test BCE**

Nel 2014, la BCE ha assunto la vigilanza regolamentare su 128 tra le principali istituzioni bancarie dell'Eurozona, conducendo una Revisione della Qualità degli Attivi (AQR) e uno stress test con l'obiettivo di ripulire i bilanci bancari europei (Steffen, S. (2014)). Tuttavia, la progettazione di tali interventi ha sollevato questioni critiche riguardanti gli incentivi regolamentari. In primo luogo, vi era il problema della copertura delle carenze di capitale: le banche avrebbero potuto raccogliere capitale tramite il mercato privato oppure ricorrere al supporto pubblico nazionale. Rimaneva irrisolta la questione dell'esistenza di un meccanismo di backstop a livello dell'intera Eurozona per i casi in cui un Paese membro non fosse in grado di fornire i fondi necessari, e ciò avrebbe avuto implicazioni dirette sul processo di ricapitalizzazione bancaria.

In secondo luogo, emergevano potenziali conflitti di interesse tra la BCE e le autorità di vigilanza nazionali, spesso influenzate dai rispettivi governi. Tali conflitti avrebbero potuto incentivare le autorità nazionali a non rivelare completamente l'entità degli asset problematici, sfruttando un possibile vantaggio informativo rispetto alla BCE. In particolare, i regolatori nazionali, specie nei Paesi con banche sottocapitalizzate e risorse fiscali limitate, avrebbero potuto minimizzare le carenze di capitale per distribuire il rischio tra più Paesi. Questo scenario rappresentava un rischio significativo per la BCE, la quale, per evitare un incremento del peso sui debiti sovrani, poteva essere tentata di mitigare gli stress test ex ante, compromettendo sia il suo obiettivo primario sia la propria reputazione futura come istituzione di vigilanza.

Il contesto economico europeo del 2011, segnato dall'influenza dei titoli sovrani sui bilanci bancari, ha ulteriormente sottolineato la necessità di una valutazione rigorosa. La riduzione del finanziamento da parte di investitori a breve termine, come i fondi del mercato monetario statunitensi, aveva messo in dubbio la solvibilità delle banche europee, evidenziando l'urgenza di aumentare la trasparenza dei bilanci e ristabilire l'accesso ai mercati finanziari privati.

Con l'assunzione della supervisione normativa nel novembre 2014, la BCE ha dovuto affrontare la sfida di mantenere la sua credibilità, assicurando al contempo la stabilità delle banche sotto il suo controllo. Sebbene i precedenti stress test del 2010 e 2011, condotti dall' Autorità Bancaria Europea (ABE), fossero stati ampiamente criticati per la loro indulgente severità, la BCE ha cercato di superare tali limiti attraverso un approccio unico e rigoroso alla valutazione degli attivi, mirato a eliminare la tolleranza indebita da parte delle autorità di regolamentazione nazionali.

L'importanza di questa valutazione risiedeva anche nel contesto di una ripresa economica disomogenea in Europa, con un'allocazione inefficiente del credito che ostacolava la crescita economica. La sottocapitalizzazione bancaria, unita agli investimenti in titoli sovrani rischiosi, rappresentava un rischio sistemico, paragonabile alla crisi bancaria giapponese degli anni '90. In questo scenario, la BCE aveva l'obiettivo di preservare la propria credibilità istituzionale, affrontando le carenze di capitale e facilitando un flusso di capitali più efficiente.

Le discussioni sui test di stress bancari europei hanno evidenziato una serie di criticità, soprattutto se confrontati con quelli effettuati negli Stati Uniti, in particolare nel 2014. I test di stress sono strumenti fondamentali per valutare la resilienza del sistema bancario in caso di shock economici, ma l'approccio adottato in Europa ha sollevato preoccupazioni rispetto a quello statunitense, considerato più efficace sotto diversi aspetti.

Negli Stati Uniti, il Supervisory Capital Assessment Program (SCAP) del 2009, sviluppato in risposta alla crisi finanziaria del 2008, è stato ampiamente considerato un successo. Uno dei fattori chiave che ha contribuito a questo successo è stata la severità dello scenario di stress applicato. Lo SCAP, e successivamente il Comprehensive Capital Analysis and Review (CCAR), adottarono uno scenario molto severo, ipotizzando un drastico peggioramento delle condizioni economiche, inclusi un forte aumento della disoccupazione, un calo significativo dei prezzi delle case e una riduzione del PIL. Questa simulazione realistica di uno scenario estremo ha rafforzato la fiducia degli investitori e del pubblico nelle capacità del sistema bancario di resistere a crisi future.

In Europa, gli stress test condotti dalla BCE sono stati spesso criticati per essere meno rigorosi. Gli scenari di stress ipotizzati dalla BCE sono stati considerati meno severi rispetto a quelli degli Stati Uniti, suscitando dubbi sulla capacità dei test di valutare realisticamente la vulnerabilità delle banche europee in condizioni di crisi profonde. Per esempio, durante alcuni cicli di stress test europei, le simulazioni non includevano pienamente i rischi legati a scenari come il default del debito Sovrano, un tema particolarmente sensibile in Europa.

Un altro elemento che ha differenziato il successo dei test di stress statunitensi rispetto a quelli europei è stato il supporto governativo credibile fornito tramite il CAP. Negli USA, le banche che non superavano gli stress test potevano accedere a una ricapitalizzazione governativa, che dava fiducia ai mercati e garantiva la stabilità del sistema finanziario. Le banche che risultavano carenti di capitale in seguito agli stress test avevano l'obbligo di raccogliere nuovi fondi sul mercato o di accettare il sostegno del governo. Questo meccanismo ha reso credibile l'intero processo, poiché gli investitori sapevano che le banche non solvibili sarebbero state ricapitalizzate e sostenute.

In Europa, questo tipo di supporto governativo non è sempre stato garantito, e la mancanza di una struttura di ricapitalizzazione coerente a livello europeo ha ridotto l'efficacia degli stress test. Inoltre, l'incertezza sulla possibilità di intervento degli stati membri in situazioni di crisi bancarie ha indebolito la fiducia nei risultati degli stress test europei, poiché il sostegno a livello nazionale poteva variare significativamente a seconda del paese. La mancanza di un'unione bancaria completa, con un meccanismo di risoluzione delle crisi e una garanzia dei depositi europei, ha lasciato il sistema più esposto a crisi locali e nazionali.

La trasparenza è stata un altro punto chiave nel successo degli stress test negli Stati Uniti. Durante lo SCAP del 2009, la FED pubblicò informazioni dettagliate non solo sui risultati complessivi dei test, ma anche sui singoli istituti bancari. Ciò includeva dati specifici sulla solvibilità di ciascuna banca e sulle eventuali necessità di ricapitalizzazione. Questa trasparenza contribuì a ristabilire la fiducia del mercato, poiché gli investitori avevano una visione chiara delle condizioni delle banche e delle misure correttive necessarie.



In Europa, invece, la BCE è stata spesso criticata per la scarsa trasparenza dei suoi stress test. Anche se alcune informazioni sui risultati dei test sono state rese pubbliche, i dettagli relativi alla situazione specifica delle singole banche e alla loro esposizione al rischio non sono sempre stati divulgati in modo sufficientemente trasparente. Questo ha limitato la fiducia del pubblico e degli investitori nei risultati dei test, poiché era difficile valutare la reale solidità del sistema bancario europeo.

Un'altra differenza significativa tra gli Stati Uniti e l'Europa riguarda la struttura del sistema bancario. Negli Stati Uniti, il sistema bancario è generalmente più concentrato e uniforme, con un numero relativamente ridotto di grandi banche che operano a livello nazionale e internazionale. Questo ha reso più semplice la conduzione degli stress test e la gestione delle eventuali problematiche emerse.

In Europa, invece, il sistema bancario è molto più frammentato, con un gran numero di banche di dimensioni diverse che operano a livello nazionale e regionale. Questa frammentazione ha reso più difficile l'implementazione di un unico approccio uniforme agli stress test e ha complicato la gestione delle crisi bancarie a livello europeo. La mancanza di un'unione bancaria completamente funzionante e di una regolamentazione omogenea tra i Paesi ha accentuato queste problematiche, rendendo gli stress test meno efficaci nel prevedere e prevenire crisi bancarie.

Nonostante le criticità, l'esperienza statunitense ha influenzato il miglioramento degli stress test in Europa. Dopo la crisi finanziaria globale del 2008 e la crisi del debito Sovrano nell'Eurozona, l'Europa ha gradualmente adottato alcune misure per rafforzare i suoi meccanismi di vigilanza bancaria. Con l'istituzione della Banking Union e la creazione del Meccanismo di Vigilanza Unico (Single Supervisory Mechanism, SSM), la BCE ha assunto un ruolo centrale nella supervisione delle principali banche europee, contribuendo a una maggiore coerenza nel modo in cui vengono condotti gli stress test.

Gli stress test europei successivi, a partire dal 2014, sono stati progettati per essere più rigorosi e trasparenti rispetto al passato, anche se alcune lacune rimangono. Il miglioramento della trasparenza e la creazione del Meccanismo Unico di Risoluzione (Single Resolution Mechanism, SRM), che garantisce una gestione coordinata delle crisi bancarie, hanno rappresentato passi avanti importanti, ma le differenze con l'approccio statunitense restano significative.

Al contrario, gli stress test europei del 2010 e 2011 hanno ricevuto critiche per la loro mancanza di rigore e per non aver adeguatamente affrontato i rischi sovrani. Le turbolenze nei mercati dei finanziamenti a breve termine nell'autunno del 2011 hanno portato la BCE a implementare politiche monetarie straordinarie, come il Programma per i mercati dei titoli (SMP) e le operazioni di rifinanziamento a lungo termine (LTRO). Tuttavia, tali interventi hanno ridotto gli incentivi per le banche e i regolatori nazionali ad affrontare proattivamente i rischi.

In sintesi, la valutazione della BCE del 2014 rappresentava un passaggio cruciale per la stabilità del sistema bancario europeo, con implicazioni significative sia dal punto di vista politico che istituzionale. Tuttavia, rimangono questioni aperte sulla capacità di questi strumenti di affrontare radicalmente i problemi del settore bancario e i rischi residui nei bilanci.

### **2.1.1 Tipologie di stress test**

La BCE esegue prove di stress test di diverso tipo tra cui vengono annoverate: prove di stress annuali, prove di stress coordinate a livello UE dall'ABE, e integrate nello stress test condotto dalla BCE nell'ambito del processo di Revisione e Valutazione Prudenziale (SREP) prove di stress tematiche, analisi prospettive delle vulnerabilità prove di stress test nel quadro della valutazione globale, prove di stress a fini macroprudenziali, incentrate sulla stabilità finanziaria e sugli impatti sistemici anziché sulle singole istituzioni bancarie, prove di stress test specifiche su singoli enti creditizi o gruppi di banche.

#### **2.1.1.1 Prove di stress annuali**

Gli stress test condotti dalla BCE sono uno strumento essenziale per valutare la resilienza delle banche dell'Unione Europea (UE) a fronte di scenari economici avversi. Questi test fanno parte di un più ampio quadro di vigilanza che mira a garantire la stabilità del sistema bancario europeo e la protezione dei depositanti.

Gli stress test sono esercizi che simulano l'impatto di scenari economici ipotetici, ma estremamente severi, sulle condizioni finanziarie delle banche. Questi scenari possono includere shock macroeconomici come una grave recessione economica, un drastico aumento della disoccupazione, un calo significativo dei prezzi immobiliari, oppure un aumento improvviso dei tassi di interesse. L'obiettivo è valutare come tali scenari potrebbero influire sulla solidità patrimoniale delle banche, misurata principalmente attraverso il Common Equity Tier 1 (CET1) ratio, un indicatore chiave della loro capacità di assorbire perdite.

Durante gli stress test, la BCE valuta vari aspetti della performance delle banche.

La qualità degli attivi si riferisce alla solidità e al rischio associato agli strumenti finanziari detenuti da una banca, come prestiti e titoli. In periodi di stress economico, come durante una recessione o una crisi finanziaria, il valore di questi attivi può subire svalutazioni significative. Prestiti concessi a soggetti più rischiosi, a esempio, possono diventare insolventi, mentre gli investimenti in mercati volatili possono perdere valore. La bassa qualità degli attivi espone la banca a perdite maggiori, deteriorando la sua stabilità finanziaria.

La capacità di generare reddito si riferisce alla capacità della banca di mantenere entrate costanti attraverso i propri core business, come il credito, i servizi finanziari o l'intermediazione. In condizioni di mercato avverse, come una contrazione economica o tassi d'interesse bassi, le banche potrebbero riscontrare una riduzione delle entrate, soprattutto per via di minori margini di interesse o un rallentamento nella domanda di credito. La diversificazione delle fonti di reddito e l'efficienza operativa diventano quindi cruciali per mantenere i profitti.

L'adeguatezza del capitale riguarda la capacità della banca di mantenere una riserva di capitale sufficiente per assorbire le perdite potenziali. Le normative, come i requisiti di capitale di Basilea, richiedono alle banche di detenere una certa quantità di capitale rispetto ai loro attivi ponderati per il rischio. In scenari avversi, una banca con un capitale adeguato può sostenere meglio le perdite, proteggendo gli investitori e i depositanti, e mantenendo la fiducia nel sistema finanziario. Un capitale insufficiente, invece, può portare alla necessità di ricapitalizzazione o, nei casi peggiori, al fallimento della banca.

La liquidità è la capacità della banca di accedere a risorse liquide o rapidamente convertibili in liquidità per far fronte ai propri impegni a breve termine, come il pagamento dei depositanti o la gestione delle operazioni quotidiane. In condizioni di stress, i mercati finanziari possono diventare meno liquidi, rendendo difficile per le banche raccogliere fondi in tempi rapidi. Una gestione efficace della liquidità, che include la diversificazione delle fonti di finanziamento e l'accesso a linee di credito di emergenza, è essenziale per prevenire crisi di liquidità che potrebbero portare a fallimenti operativi o all'insolvenza.

I risultati degli stress test sono fondamentali per il Processo di Revisione e Valutazione Prudenziale (SREP), un pilastro centrale della vigilanza bancaria in Europa. Il SREP è un processo annuale attraverso il quale le autorità di vigilanza, principalmente la BCE, valutano i rischi a cui è esposta una banca, la qualità della sua gestione del rischio, la sua situazione finanziaria complessiva e la sua capacità di soddisfare i requisiti prudenziali.

I risultati degli stress test forniscono un input cruciale per il SREP dell'anno di prova in vari modi:

La valutazione del Capitale mira a rilevare se una banca potrebbe scendere sotto il minimo di capitale richiesto in uno scenario avverso. In tal caso, la BCE può decidere di aumentare i requisiti di capitale della banca, attuando un "Pillar 2 Requirement (P2R)", un add-on specifico richiesto oltre i requisiti minimi di capitale regolamentari (Pillar 1).

Oltre ai requisiti di capitale, la BCE potrebbe richiedere alla banca di mantenere riserve aggiuntive sotto forma di "Pillar 2 Guidance (P2G)", una raccomandazione basata sulla performance della banca negli stress test. Questa rappresenta un cuscinetto extra per condizioni avverse.

Le banche con debolezze significative negli stress test possono essere obbligate a presentare piani di capitale dettagliati, spiegando come intendono migliorare la loro posizione di capitale per affrontare crisi future. Questi piani vengono monitorati attentamente dalla BCE.



Se gli stress test rivelano carenze nei processi di gestione del rischio o nelle pratiche di governance, la BCE può richiedere misure correttive specifiche come parte del SREP, comprese modifiche nei processi interni della banca, miglioramenti nella gestione del rischio o cambiamenti nella struttura di governance.

Gli stress test e il successivo SREP hanno implicazioni significative per le banche:

Il rafforzamento della resilienza spinge le banche a mantenere livelli di capitale più alti e una gestione del rischio più robusta per evitare esiti negativi negli stress test. L'impatto sulla reputazione è significativo, poiché i risultati degli stress test sono spesso pubblici, e un risultato negativo può danneggiare la reputazione di una banca, influenzando la fiducia di investitori e clienti. Infine, le banche che falliscono o si avvicinano ai limiti critici negli stress test possono affrontare una supervisione più intensa e restrizioni operative, come limitazioni nel pagamento dei dividendi o nel riacquisto di azioni.

In sintesi, gli stress test condotti dalla BCE rappresentano uno strumento chiave per garantire la stabilità del sistema bancario europeo. Essi forniscono dati e analisi cruciali che alimentano il SREP, permettendo alle autorità di vigilanza di intervenire in modo tempestivo e proporzionato. Questo processo non solo aiuta a prevenire crisi bancarie, ma contribuisce anche a rafforzare la fiducia nel sistema finanziario europeo, promuovendo la stabilità economica a lungo termine.

#### ***2.1.1.2 Prove di stress test dell'ABE a livello UE e nell'ambito dello SREP***

Ogni due anni, l'ABE esegue uno stress test su scala europea in collaborazione con la BCE, il Comitato Europeo per il Rischio Sistemico (CERS) e le autorità di vigilanza nazionali. Questo esercizio riguarda le principali banche dell'Eurozona, direttamente supervisionate dalla BCE. La metodologia e i modelli utilizzati provengono dall'ABE, mentre gli scenari sono proposti dal CERS. L'ABE pubblica poi sia i risultati aggregati che quelli individuali delle banche partecipanti.

Durante gli anni in cui l'ABE conduce lo stress test a livello UE, la BCE realizza parallelamente un proprio stress test sulle banche sotto la sua diretta supervisione che non sono incluse nel campione dell'ABE. Questo stress test parallelo fa parte del ciclo annuale di SREP e adotta la metodologia dell'ABE, con adeguamenti proporzionati per le banche di dimensioni minori. Successivamente, la BCE pubblica i risultati di questo test.

Nel 2023, nell'ambito dello stress test a livello UE coordinato dall'ABE, la BCE ha esaminato 57 tra le maggiori banche dell'area Euro. I risultati individuali di ciascuna banca sono stati pubblicati dall'ABE nel mese di luglio dello stesso anno. In parallelo, la BCE ha sottoposto a stress test 41 istituti di minori dimensioni sotto la sua vigilanza diretta e non inclusi nel campione dell'esercizio coordinato dall'ABE, pubblicando i risultati aggregati e dettagliati per ciascuna banca sempre nel luglio 2023. Complessivamente, le banche sottoposte a questi stress test hanno rappresentato oltre l'80% del settore bancario dell'area Euro.

### **2.1.1.3 Prove di stress tematiche**

Gli stress test condotti dalla BCE sono uno strumento essenziale per valutare la resilienza delle banche dell'U E di fronte a scenari economici avversi. Questi test simulano l'impatto di eventi economici negativi sulla solidità delle banche, con l'obiettivo di identificare eventuali vulnerabilità a livello sistemico o individuale. Fanno parte di un quadro di vigilanza che punta a garantire la stabilità del sistema finanziario europeo e a prevenire crisi bancarie, tutelando così i depositanti.

Gli stress test valutano la solidità patrimoniale delle banche, la loro solvibilità e la capacità di gestione dei rischi, permettendo alle autorità di verificare se le banche sono adeguatamente capitalizzate per far fronte a potenziali crisi economiche. Sono condotti periodicamente sotto la supervisione dell'ABE, e prevedono due scenari: uno di base, che riflette le condizioni economiche più probabili, e uno avverso, che simula una grave recessione o una crisi finanziaria.

Questo processo di valutazione fa parte del sistema di vigilanza integrata dell'Unione Bancaria, che include anche il Meccanismo di Vigilanza Unico (SSM) e il Meccanismo di Risoluzione Unico (SRM). Questi strumenti sono stati creati dopo la crisi finanziaria del 2008 per rafforzare il controllo sulle banche e

garantire un meccanismo coordinato per la gestione delle crisi bancarie.

L'obiettivo degli stress test è proteggere i depositanti e ridurre il rischio sistemico, poiché un fallimento bancario potrebbe compromettere la fiducia del pubblico e destabilizzare l'intero sistema finanziario. I risultati pubblicati aumentano la trasparenza, aiutando a rafforzare la fiducia degli investitori. Tuttavia, il processo non è esente da critiche: si è parlato della severità insufficiente degli scenari simulati, della frammentazione del sistema bancario europeo e della necessità di una vera unione bancaria con una garanzia comune sui depositi.

Gli stress test sono esercizi che simulano l'impatto di scenari economici ipotetici, ma estremamente severi, sulle condizioni finanziarie delle banche. Questi scenari possono includere shock macroeconomici come una grave recessione economica, un drastico aumento della disoccupazione, un calo significativo dei prezzi immobiliari, oppure un aumento improvviso dei tassi di interesse. L'obiettivo è valutare come tali scenari potrebbero influire sulla solidità patrimoniale delle banche, misurata principalmente attraverso il CET1 ratio, un indicatore chiave della loro capacità di assorbire perdite.

I risultati degli stress test sono fondamentali per il SREP, un pilastro centrale della vigilanza bancaria in Europa. Il SREP è un processo annuale attraverso il quale le autorità di vigilanza, principalmente la BCE, valutano i rischi a cui è esposta una banca, la qualità della sua gestione del rischio, la sua situazione finanziaria complessiva e la sua capacità di soddisfare i requisiti prudenziali.

I risultati degli stress test rappresentano un elemento fondamentale per il SREP durante l'anno di valutazione, influenzando in vari modi le decisioni regolamentari. Una delle aree più critiche riguarda la valutazione della solidità del capitale della banca in condizioni avverse. Gli stress test simulano scenari economici negativi per valutare come il capitale di una banca potrebbe reagire a forti shock finanziari. Se dai test emerge che una banca rischia di scendere al di sotto dei requisiti minimi di capitale regolamentari in uno scenario avverso, la BCE può intervenire aumentando i requisiti di capitale.

Questo aumento di capitale viene generalmente implementato tramite il Pillar 2 Requirement (P2R), un add-on specifico di capitale imposto oltre i requisiti minimi stabiliti dal Pillar 1. Il Pillar 1 definisce i requisiti minimi di capitale comuni a tutte le banche, mentre il P2R è un aggiustamento personalizzato che tiene conto delle peculiarità e dei rischi specifici della singola banca. Il P2R mira a garantire che la banca disponga di risorse sufficienti per assorbire perdite anche in situazioni di stress particolarmente severe, preservando così la stabilità del sistema finanziario.

In pratica, il P2R serve a rafforzare la resilienza della banca e la sua capacità di continuare a operare anche in periodi di crisi economica, fornendo una riserva di capitale extra per far fronte a rischi che non sono completamente coperti dai requisiti standard del Pillar 1. Questo strumento rappresenta una delle leve principali che le autorità di vigilanza utilizzano per assicurarsi che le banche siano adeguatamente capitalizzate e preparate a gestire potenziali difficoltà.

I requisiti di Riserva vengono richiesti dalla BCE alle banche di mantenere riserve aggiuntive sotto forma di un "Pillar 2 Guidance (P2G)", che, sebbene non obbligatorio, rappresenta una raccomandazione forte. Questo è basato sulla performance della banca nello stress test, e rappresenta una sorta di "cuscinetto" extra per eventuali condizioni avverse.

I piani di Contingenza vengono adottati dalle banche che mostrano debolezze significative negli stress test possono essere obbligate a presentare piani di capitale dettagliati, che spiegano come intendono migliorare la loro posizione di capitale per affrontare eventuali scenari di crisi futuri. Questi piani vengono monitorati attentamente dalla BCE.

La valutazione del Rischio e Governance permettono di rilevare carenze nei processi di gestione del rischio o nelle pratiche di governance delle banche, la BCE può richiedere misure correttive specifiche come parte del SREP. Queste misure possono includere modifiche nei processi interni della banca, miglioramenti nella gestione del rischio o cambiamenti nella struttura di governance.



Gli stress test e il successivo SREP hanno un impatto rilevante sulle banche, influenzando sia la loro gestione interna sia la percezione esterna. In primo luogo, questi strumenti incentivano le banche a mantenere livelli di capitale più elevati e a implementare una gestione del rischio più rigorosa, al fine di evitare esiti negativi negli stress test. Una solida capitalizzazione non solo permette alle banche di superare meglio scenari di stress, ma riduce anche la probabilità di subire interventi regolamentari o aumenti dei requisiti di capitale.

I risultati degli stress test sono spesso resi pubblici, il che può avere un impatto significativo sulla reputazione delle banche. Un risultato negativo o al di sotto delle aspettative può danneggiare la fiducia di investitori e clienti, portando a una riduzione del valore delle azioni e a un aumento del costo del capitale per la banca. La trasparenza dei risultati aumenta quindi la pressione sulle banche affinché rafforzino la loro solidità finanziaria e adottino pratiche di gestione prudente.

Le banche che non superano gli stress test, o che si avvicinano ai limiti critici, possono essere sottoposte a una supervisione più stringente da parte delle autorità di vigilanza. Questo può includere restrizioni operative, come limiti al pagamento dei dividendi, al riacquisto di azioni o ad altre forme di distribuzione del capitale agli azionisti. In alcuni casi, le banche possono anche essere obbligate a presentare piani di rafforzamento del capitale o a ristrutturare la propria governance e le pratiche di gestione del rischio. L'obiettivo di tali misure è garantire che le banche siano sufficientemente resilienti per affrontare eventuali turbolenze economiche e che possano continuare a svolgere il loro ruolo nel sistema finanziario in modo sicuro e sostenibile.

In sintesi, gli stress test condotti dalla BCE rappresentano uno strumento chiave per garantire la stabilità del sistema bancario europeo. Essi forniscono dati e analisi cruciali che alimentano il SREP, permettendo alle autorità di vigilanza di intervenire in modo tempestivo e proporzionato. Questo processo non solo aiuta a prevenire crisi bancarie, ma contribuisce anche a rafforzare la fiducia nel sistema finanziario europeo, promuovendo la stabilità economica a lungo termine.

### **2.1.1.3.1 Test di stress sulla resilienza informatica del 2024**

Lo stress test sulla resilienza informatica del 2024, condotto dalla BCE, segna un'importante novità nella supervisione bancaria dell'Eurozona, evidenziando l'importanza crescente della sicurezza informatica per la stabilità finanziaria. Questo primo esercizio del suo genere mira a valutare la capacità delle banche di resistere a gravi attacchi cibernetici, rispondere efficacemente durante l'incidente e riprendersi rapidamente, garantendo così la continuità operativa.

Lo stress test sulla resilienza informatica delle banche esamina diversi aspetti cruciali per garantire la sicurezza e la continuità operativa in caso di attacchi informatici. In primo luogo, il test valuta le misure di sicurezza proattive implementate dalle banche per prevenire intrusioni e cyber attacchi. Questo include l'efficacia dei sistemi di rilevamento delle intrusioni, la crittografia dei dati sensibili e il monitoraggio continuo delle minacce informatiche. La capacità di prevenire attacchi è fondamentale per ridurre il rischio di interruzioni nelle operazioni quotidiane.

In secondo luogo, l'esercizio analizza la prontezza delle banche nel rispondere a un attacco informatico, considerando la rapidità con cui viene attivata la risposta, l'efficacia della comunicazione interna ed esterna, e la qualità delle decisioni prese durante la crisi. Questo aspetto è cruciale per minimizzare l'impatto dell'attacco e garantire una gestione efficiente dell'emergenza.

Infine, il test esamina la capacità della banca di ripristinare le operazioni critiche dopo un attacco. Ciò include il ripristino dei dati, la riparazione delle infrastrutture IT danneggiate e il ritorno alla piena operatività senza perdite significative. Un ripristino rapido ed efficace è essenziale per limitare i danni economici e reputazionali.

Lo scenario previsto nel test è altamente realistico e complesso, simulando un attacco informatico su larga scala che compromette significativamente le operazioni delle banche. In tale scenario, i cybercriminali potrebbero ottenere l'accesso a sistemi critici, interrompendo operazioni vitali come le transazioni bancarie, l'accesso ai conti da parte dei clienti o la gestione delle attività finanziarie. Un altro rischio chiave potrebbe essere la sottrazione di dati sensibili o informazioni finanziarie riservate, con gravi conseguenze in termini di violazione della privacy e danni reputazionali.

Gli attacchi potrebbero inoltre colpire i partner chiave o i fornitori di servizi IT delle banche, compromettendo l'intera catena di approvvigionamento digitale e amplificando ulteriormente l'impatto sull'operatività bancaria. In questo contesto, le banche devono dimostrare la capacità di attivare rapidamente i loro piani di continuità operativa, garantendo che i servizi essenziali rimangano funzionanti anche in condizioni di crisi estrema.

L'esercizio valuta inoltre come le banche gestiscono la comunicazione durante l'attacco, sia con il pubblico, i clienti, sia con le autorità di regolamentazione, e come coordinano le risposte a livello interno ed esterno. Si presta particolare attenzione alla rapidità e all'efficacia delle misure di ripristino, compresa la capacità di recuperare i dati e di rimettere in funzione i sistemi IT compromessi.

Lo stress test sulla resilienza informatica è principalmente di natura qualitativa, concentrandosi più sulla valutazione delle strategie di difesa informatica che sulle metriche quantitative tradizionali. L'obiettivo principale è identificare aree di miglioramento nelle pratiche di sicurezza informatica delle banche, basandosi sull'osservazione dettagliata della loro reazione allo scenario simulato. Questo approccio promuove anche la condivisione di buone pratiche tra le banche partecipanti,

incentivando lo sviluppo di un sistema di difesa informatica più coeso e robusto all'interno dell'Eurozona.

I risultati degli stress test condotti dalla BCE svolgono un ruolo cruciale nel Processo di SREP, uno strumento chiave per la supervisione delle banche nell'UE. Il SREP è un processo continuo che valuta la solidità operativa, la gestione dei rischi e la sostenibilità delle banche, ed è parte integrante della vigilanza prudenziale esercitata dalla BCE e dalle autorità nazionali competenti.

Al termine dello stress test sulla resilienza informatica del 2024, la BCE discuterà i risultati e le lezioni apprese con le banche partecipanti durante il SREP successivo. Questo dialogo permetterà alle banche di identificare le proprie vulnerabilità, rivedere le strategie di sicurezza informatica e adottare misure correttive. Le banche con scarsa resilienza potrebbero essere invitate a rafforzare le difese tramite investimenti tecnologici, formazione del personale e revisione delle politiche di gestione del rischio. Questo esercizio rappresenta un passo cruciale verso una supervisione bancaria più integrata, promuovendo una cultura della resilienza per garantire la stabilità finanziaria in un contesto digitale.

### **2.1.1.3.2 Stress Test sul Rischio Climatico 2022**

Il recente stress test del 2022 sul rischio climatico, condotto dalla BCE, rappresenta un passo cruciale nel riconoscere e affrontare i rischi finanziari legati ai cambiamenti climatici all'interno del sistema bancario europeo. Questo esercizio, pionieristico nel suo approccio, si è focalizzato su come le banche gestiscono e sono preparate ad affrontare i rischi climatici, sia quelli fisici che quelli di transizione, evidenziando la necessità di una maggiore integrazione di questi rischi nelle strategie di gestione del rischio delle banche.

Lo stress test del 2022 mirava principalmente a valutare la capacità delle banche di fronteggiare i rischi climatici in vari scenari, evidenziando come tali rischi possano influire sulla loro stabilità finanziaria. I rischi climatici sono stati esaminati su due fronti principali: fisici e di transizione. I rischi fisici includono eventi estremi come ondate di calore, siccità, inondazioni e tempeste, che possono danneggiare gravemente gli asset fisici delle banche, interrompere le loro operazioni e aumentare i tassi di insolvenza dei prestiti, specialmente in settori vulnerabili come l'agricoltura, l'immobiliare e l'industria manifatturiera, più esposti agli impatti diretti del cambiamento climatico.

I rischi di transizione, invece, riguardano i rischi economici e finanziari associati al passaggio verso un'economia a basse emissioni di carbonio. La trasformazione necessaria per ridurre le emissioni di gas serra comporta costi elevati per industrie come quella energetica e dei trasporti. Le banche devono quindi affrontare la possibilità che i loro portafogli di prestiti in questi settori siano esposti a rischi maggiori, in risposta a nuove normative ambientali o cambiamenti di mercato, che richiedono costi di adattamento e investimenti in tecnologie sostenibili.

Il test ha coinvolto le principali banche europee, richiedendo loro di valutare l'impatto di diversi scenari climatici sui bilanci. Tra questi, uno scenario a breve termine considerava un improvviso aumento dei costi legati alle emissioni di carbonio o nuove normative ambientali, che incidono negativamente sulle imprese ad alta intensità di emissioni. Uno scenario a lungo termine prevedeva una transizione graduale verso un'economia sostenibile, con effetti su settori vulnerabili ai rischi di transizione, come l'energia e l'industria automobilistica. Infine, uno scenario di shock fisico estremo simulava un evento catastrofico, come un'alluvione di vasta portata, per testare la capacità delle banche di assorbire perdite improvvise e mantenere la continuità operativa.



I risultati dello stress test hanno rivelato che, sebbene molte banche abbiano iniziato a integrare i rischi climatici nelle loro strategie, persistono lacune significative. In particolare, molti modelli di rischio di credito non tengono ancora pienamente conto dei rischi climatici, soprattutto nella valutazione del rischio fisico e degli impatti a lungo termine della transizione. Inoltre, anche se alcune banche hanno avviato stress test climatici interni, la maggior parte non dispone ancora di strumenti adeguati per valutare l'intero spettro dei rischi climatici. La BCE ha quindi sottolineato l'importanza di sviluppare stress test climatici più completi e regolari, che considerino non solo i rischi fisici immediati, ma anche quelli legati alla transizione economica.

Un'altra sfida emersa è la dipendenza dalle banche da dati indiretti o proxy per valutare i rischi climatici, a causa della mancanza di dati accurati e specifici. Ciò limita la capacità di una valutazione precisa e completa dei rischi. La BCE ha incoraggiato le banche a intensificare il dialogo con i clienti per ottenere dati più accurati e dettagliati sui rischi climatici.

In conclusione, lo stress test del 2022 ha evidenziato l'urgenza per le banche di rafforzare la propria gestione dei rischi climatici. Con la transizione verso un'economia più sostenibile, le banche dovranno affrontare diverse sfide, tra cui l'integrazione dei rischi climatici nelle strategie aziendali, l'aggiornamento dei modelli di rischio e una maggiore collaborazione con i regolatori per sviluppare standard comuni e linee guida. Inoltre, sarà cruciale innovare gli strumenti di stress test per valutarne più efficacemente i rischi climatici, migliorando così la loro preparazione ad affrontare futuri scenari critici legati al clima.

Lo stress test sul rischio climatico del 2022 è stato un passo fondamentale per comprendere e affrontare i rischi climatici nel settore bancario europeo. Pur evidenziando progressi, ha anche messo in luce la necessità di ulteriori sforzi per garantire che le banche siano pienamente preparate a gestire le sfide poste dai cambiamenti climatici. Questo esercizio rappresenta non solo un banco di prova per le attuali capacità delle banche, ma anche un invito all'azione per migliorare la resilienza del sistema finanziario europeo in un futuro sempre più influenzato dalle dinamiche climatiche.

### **2.1.1.3.3      Analisi di Sensibilità del Rischio di Liquidità 2019**

Nel 2019, la BCE ha condotto un esame approfondito della resilienza delle banche europee agli shock idiosincratici di liquidità. Questo esercizio, ispirato da recenti episodi di crisi finanziarie, mirava a valutare la capacità delle banche di far fronte a improvvise e severe pressioni di liquidità, che potrebbero emergere in scenari di stress specifici. I risultati complessivi sono stati incoraggianti, con molte banche che hanno dimostrato una solida resilienza, evidenziata da periodi di sopravvivenza prolungati grazie alla disponibilità di riserve di liquidità e garanzie adeguate.

Le banche esaminate hanno dimostrato una solida capacità di resistere a shock di liquidità, con periodi di sopravvivenza superiori alle aspettative, grazie soprattutto alla gestione delle riserve di liquidità e delle garanzie. In particolare, molte istituzioni hanno mantenuto riserve di liquidità sufficienti per fronteggiare improvvise uscite di cassa, un indicatore positivo della loro preparazione a scenari di crisi. Inoltre, le banche hanno mostrato di possedere accesso a garanzie di alta qualità, risorse fondamentali per ottenere liquidità rapidamente in caso di emergenza, contribuendo così a migliorare la loro capacità di reazione durante situazioni critiche.

Nonostante il quadro complessivamente favorevole, l'esercizio ha messo in luce diverse aree in cui è necessario apportare miglioramenti. Uno dei principali punti deboli riguarda la resilienza delle banche nelle valute estere. Sebbene abbiano mostrato buoni risultati per quanto riguarda la liquidità detenuta in euro, molte hanno rivelato una minore capacità di sostenere periodi di stress in valute diverse dall'euro. Questo aspetto è particolarmente rilevante per le banche con esposizioni internazionali significative, che potrebbero affrontare difficoltà in contesti di crisi specifici a livello valutario, riducendo la loro capacità di risposta in mercati esteri.

Un'altra problematica rilevata è quella dei rischi di separazione all'interno dei gruppi bancari internazionali. Alcune banche hanno mostrato difficoltà nel trasferire liquidità o garanzie tra le varie entità del gruppo a causa di restrizioni legali o normative. Questi vincoli possono limitare l'efficacia complessiva della gestione della liquidità, ostacolando la possibilità di rispondere tempestivamente a shock localizzati, soprattutto in contesti che richiedono una rapida riallocazione delle risorse.

In aggiunta, pur rispettando generalmente i requisiti minimi del Liquidity Coverage Ratio (LCR), l'analisi ha evidenziato la necessità per alcune banche di migliorare le loro strategie di ottimizzazione di questo indicatore. Sebbene l'adeguatezza del LCR sia stata confermata, in alcuni casi il margine di sicurezza potrebbe non essere sufficiente per affrontare scenari di stress prolungato. Rafforzare le riserve di liquidità e ottimizzare il monitoraggio dell'LCR potrebbe aumentare la capacità delle banche di resistere a periodi di crisi più estesi.

La capacità di mobilitare rapidamente le garanzie, come titoli o altri asset di alta qualità, è essenziale per ottenere liquidità in situazioni di emergenza, come durante crisi finanziarie o shock di mercato. La velocità e l'efficacia con cui le banche possono utilizzare gli asset per ottenere liquidità è cruciale. In periodi di turbolenza, la prontezza nel convertire asset in denaro può aiutare le banche a fronteggiare stress finanziari, riducendo la vulnerabilità. Un miglioramento delle pratiche di gestione delle garanzie potrebbe rafforzare la resilienza complessiva del sistema bancario, rendendo le istituzioni finanziarie meglio preparate per affrontare situazioni di crisi.

Un altro aspetto critico emerso è il rischio associato ai declassamenti del rating creditizio di una banca. Un declassamento, o riduzione del rating, può avere effetti negativi su diversi fronti. Un rating più basso implica maggiore sfiducia da parte degli investitori, riducendo la possibilità di ottenere finanziamenti sui mercati. Inoltre, un declassamento comporta tassi di interesse più elevati su nuovi prestiti o obbligazioni emesse, rendendo il finanziamento più costoso. Con un rating inferiore, le banche possono incontrare maggiori difficoltà nell'ottenere prontamente fondi in caso di necessità, aggravando la situazione in un contesto di stress finanziario. Molte banche, secondo l'analisi, non prestano sufficiente attenzione a questo potenziale impatto negativo, sottostimando le conseguenze sulle loro operazioni.

Un aspetto critico emerso dall'esame è stata la qualità dei dati nelle segnalazioni normative. L'analisi ha mostrato che alcune banche hanno presentato dati imprecisi o incompleti nelle loro relazioni sulla liquidità, il che può compromettere la capacità delle autorità di vigilanza di valutare accuratamente il rischio di liquidità. Questo ha portato la BCE a sollecitare un miglioramento significativo nella qualità dei dati riportati, un passo essenziale per garantire una supervisione efficace e per prepararsi meglio a future crisi di liquidità.

Nonostante le criticità evidenziate, i risultati dello stress test del 2019 non hanno comportato modifiche immediate ai requisiti patrimoniali di vigilanza per le banche coinvolte. Tuttavia, l'esame ha avuto un impatto significativo sulla valutazione della liquidità e della governance del rischio. Le autorità di vigilanza hanno utilizzato i risultati per migliorare il SREP, incoraggiando le banche a rafforzare le loro strategie di gestione della liquidità e a prepararsi meglio per eventuali future crisi.

Lo stress test del 2019 ha fornito importanti insegnamenti sulle capacità delle banche europee di affrontare shock idiosincratici di liquidità. Mentre i risultati generali sono stati positivi, l'esercizio ha anche evidenziato aree di vulnerabilità che richiedono attenzione. In particolare, la resilienza nelle valute estere, la gestione delle garanzie e l'accuratezza delle segnalazioni normative rappresentano ambiti in cui le banche devono migliorare. Queste sfide, se affrontate adeguatamente, contribuiranno a rafforzare ulteriormente la stabilità del sistema finanziario europeo, preparando le banche a fronteggiare future crisi con maggiore efficacia.

## **2.1.2      Analisi di Vulnerabilità Lungimiranti**

Le analisi lungimiranti della vulnerabilità condotte dalla BCE rappresentano strumenti critici per monitorare e valutare in maniera proattiva la resilienza finanziaria degli istituti bancari più significativi sotto la sua supervisione. Questi esercizi mirano a identificare le debolezze potenziali e a prevedere come le banche potrebbero rispondere a condizioni di stress economico o finanziario prima che queste si manifestino pienamente. Tali valutazioni si concentrano su fattori chiave come la solidità del capitale, la liquidità e la qualità degli asset, nonché sulla capacità di gestire e mobilitare garanzie in tempi di crisi.

L'importanza di queste analisi diventa ancora più evidente nei periodi in cui non sono previsti stress test ufficiali condotti dall'ABE a livello dell'UE. In assenza di tali stress test, le analisi della BCE fungono da meccanismo fondamentale per mantenere la vigilanza sulla stabilità del sistema bancario. Esse permettono di individuare segnali di stress emergenti e di suggerire misure correttive prima che situazioni di difficoltà possano degenerare. Inoltre, contribuiscono a mantenere un quadro aggiornato delle condizioni dei mercati finanziari e dei rischi sistemici, consentendo alla BCE di intraprendere azioni tempestive, come il rafforzamento delle riserve di capitale o l'imposizione di requisiti più stringenti.



Attraverso queste analisi, la BCE può quindi fornire indicazioni utili non solo alle singole istituzioni, ma anche ai responsabili politici e ai mercati, segnalando il livello di prontezza delle banche a far fronte a shock esterni e all'evoluzione delle condizioni macroeconomiche. Questo approccio preventivo rafforza la resilienza del sistema finanziario europeo, contribuendo a mitigare i rischi potenziali per la stabilità complessiva.

Le analisi lungimiranti della vulnerabilità sono progettate per prevedere come gli istituti bancari potrebbero rispondere a sviluppi esterni imprevisti e avversi. Questo tipo di valutazione si concentra principalmente sulla solvibilità delle banche, esaminando la loro capacità di mantenere adeguati livelli di capitale in scenari economici sfavorevoli. In questi esercizi, la BCE cerca di identificare potenziali fragilità nel sistema bancario che potrebbero emergere in risposta a shock esterni, come crisi economiche globali, instabilità geopolitica, variazioni improvvise dei tassi di interesse o altre perturbazioni di mercato.

Le valutazioni di vulnerabilità si basano su scenari ipotetici che potrebbero avere un impatto significativo sulle condizioni finanziarie delle banche. Questi scenari sono elaborati per riflettere sviluppi estremi ma plausibili, e possono essere personalizzati per adattarsi alle caratteristiche specifiche dei mercati finanziari o delle condizioni macroeconomiche in cui operano le banche supervisionate.

La BCE potrebbe adottare un approccio più sofisticato per testare la resilienza delle banche, attraverso scenari di stress test che coprano rischi macroeconomici, finanziari e settoriali. Questi scenari, costruiti con precisione, potrebbero simulare una serie di condizioni avverse che riflettono sfide reali o potenziali che il sistema bancario potrebbe dover affrontare in futuro.

In primo luogo, gli scenari macroeconomici avversi potrebbero includere situazioni come un rallentamento economico globale o una recessione prolungata che colpisce in modo disomogeneo specifiche regioni o settori industriali. In tali contesti, la BCE esaminerebbe come le banche affrontano la contrazione della domanda, l'aumento della disoccupazione e il deterioramento delle condizioni economiche generali. Un improvviso aumento della disoccupazione, ad esempio, potrebbe avere conseguenze a cascata sul settore bancario, influenzando i tassi di insolvenza sui prestiti, in particolare nei mutui residenziali e nei prestiti al consumo.

Un altro scenario che la BCE potrebbe considerare è quello degli shock finanziari, in cui un'improvvisa crisi dei mercati finanziari potrebbe portare a un crollo dei prezzi degli asset. In un tale contesto, il valore degli investimenti delle banche potrebbe ridursi drasticamente, con impatti significativi sui loro bilanci. Un esempio potrebbe essere un aumento repentino e drastico dei tassi di interesse, che colpirebbe i margini delle banche, influenzando sia i costi di finanziamento che la capacità dei clienti di ripagare i prestiti. Questo tipo di shock finanziario potrebbe anche ridurre il valore dei titoli di stato detenuti dalle banche, creando una spirale di perdite di valore e crisi di fiducia.

I rischi specifici settoriali rappresentano un'ulteriore area di attenzione per la BCE. Un esempio potrebbe essere un crollo significativo dei prezzi immobiliari, che potrebbe incidere pesantemente sui portafogli di prestiti ipotecari delle banche. In una situazione simile, il valore delle garanzie offerte dai mutuatari si ridurrebbe, aumentando il rischio di insolvenza e perdite per le banche. Allo stesso modo, la BCE potrebbe valutare il rischio di una contrazione della domanda in settori economici chiave, come l'automotive o l'energia. Se la domanda dovesse crollare in un settore strategico, le banche esposte a questi settori attraverso prestiti o investimenti potrebbero subire perdite significative, con impatti a catena sulla loro redditività e liquidità.

La BCE, integrando questi scenari, si concentra su un'analisi olistica della resilienza del sistema bancario, valutando la capacità delle banche di sopravvivere a condizioni avverse complesse e interconnesse. Questa analisi non solo fornisce un'indicazione della robustezza finanziaria delle singole banche, ma offre anche un quadro delle vulnerabilità sistemiche potenziali, garantendo che siano prese misure preventive adeguate per tutelare la stabilità finanziaria complessiva dell'Eurozona.

Le prove di stress possono essere integrate come componenti chiave all'interno delle valutazioni globali che la BCE conduce. Queste prove vengono adattate sulla base della metodologia utilizzata negli stress test dell'ABE a livello UE, ma con modifiche per riflettere circostanze specifiche e priorità regionali o istituzionali.

La metodologia degli stress test dell'ABE viene adattata dalla BCE per essere più flessibile e rispondere a circostanze particolari. Ad esempio, se una regione specifica dell'Eurozona sta affrontando una crisi economica, la BCE potrebbe modellare uno scenario di stress che simula gli impatti di tale crisi sulle banche che operano in quella regione. Questo approccio personalizzato permette una valutazione più precisa dei rischi e delle vulnerabilità che potrebbero emergere.

Inoltre, la BCE può utilizzare prove di stress per esaminare l'esposizione delle banche a particolari tipi di rischi, come il rischio di credito, il rischio di mercato, o il rischio operativo. Le valutazioni potrebbero concentrarsi, ad esempio, su come le banche potrebbero reagire a un improvviso deterioramento della qualità dei prestiti, a una volatilità dei mercati finanziari o a eventi imprevisti come attacchi informatici o disastri naturali.

Le prove di stress all'interno delle valutazioni globali esaminano anche la resilienza del capitale delle banche. Ciò significa valutare se le banche mantengono adeguati livelli di CET1 in scenari avversi, e se possono far fronte a perdite significative senza compromettere la loro capacità di operare e fornire credito all'economia.

Le analisi lungimiranti della vulnerabilità e le prove di stress integrate rappresentano strumenti cruciali per la supervisione bancaria nell'Unione Europea, soprattutto sotto l'egida della BCE. Questi strumenti non solo aiutano a valutare la resilienza delle banche in scenari economici avversi, ma hanno anche implicazioni concrete e rilevanti per la gestione operativa e strategica degli istituti finanziari. Vediamo più in dettaglio queste implicazioni:

## **Misure Correttive**

Se le valutazioni rivelano debolezze significative, la BCE può richiedere alle banche di adottare misure correttive mirate a rafforzare la loro posizione patrimoniale e migliorare la gestione del rischio. Queste misure possono includere l'aumento di capitale, necessario per rafforzare il buffer contro potenziali shock finanziari, riducendo il rischio di insolvenza e migliorando la fiducia degli investitori nell'istituto. Un'altra azione potrebbe essere la riduzione dell'esposizione a settori rischiosi. Ad esempio, se una banca è fortemente esposta a settori volatili come il mercato immobiliare o l'energia non rinnovabile, le autorità potrebbero chiedere di diversificare il portafoglio per ridurre il rischio complessivo. Infine, i miglioramenti nella gestione del rischio potrebbero includere l'adozione di politiche di controllo più efficaci, l'utilizzo di sistemi più sofisticati per il monitoraggio e la mitigazione dei rischi, e una governance più robusta per prevenire eventi inattesi e negativi.

## **Revisione della Supervisione**

I risultati degli stress test non solo misurano la resilienza delle banche, ma influiscono direttamente sul livello di supervisione cui un istituto può essere sottoposto. Se una banca dimostra vulnerabilità, la BCE potrebbe intensificare la sorveglianza, aumentando i requisiti di capitale, imponendo limiti sulla distribuzione dei dividendi e sottoponendo la banca a controlli più frequenti. Al contrario, le banche che dimostrano una forte resilienza possono essere soggette a una supervisione meno onerosa, con un conseguente alleggerimento del carico normativo. Questo approccio incentiva le banche a mantenere un profilo di rischio contenuto e una solida governance interna.

## **Impatto Reputazionale**

Le implicazioni reputazionali derivanti dai risultati delle analisi di vulnerabilità possono avere conseguenze significative per le banche. Come negli stress test tradizionali, una banca che mostra debolezza potrebbe perdere la fiducia degli investitori e degli analisti, con una conseguente riduzione del valore delle sue azioni e obbligazioni, e un aumento del costo del capitale. Anche la fiducia dei clienti potrebbe risentirne: sia i clienti aziendali che retail potrebbero percepire la banca come meno sicura, portando a una diminuzione dei depositi o della domanda di prodotti finanziari. Nei

casi più gravi, una crisi di fiducia potrebbe innescare un ritiro massiccio dei depositi (bank run), aggravando ulteriormente la situazione finanziaria della banca. Infine, le agenzie di rating potrebbero decidere di abbassare il rating creditizio dell'istituto, aumentando ulteriormente il costo del finanziamento e limitando l'accesso ai mercati dei capitali.

Le analisi lungimiranti della vulnerabilità condotte dalla BCE, integrate da prove di stress adattate, rappresentano un elemento fondamentale nella vigilanza prudenziale delle banche dell'Eurozona. Questi strumenti consentono alla BCE di anticipare potenziali crisi e di intervenire in modo tempestivo per rafforzare la resilienza del sistema bancario europeo, contribuendo così alla stabilità finanziaria complessiva e alla protezione dell'economia contro sviluppi avversi imprevisti.



### **2.1.3 Prove di stress come parte di Valutazioni Globali**

Le prove di stress rappresentano uno strumento cruciale all'interno del quadro di vigilanza bancaria, poiché forniscono una visione approfondita e lungimirante della capacità delle banche di resistere a shock finanziari e condizioni di mercato sfavorevoli. Queste prove sono integrate nelle valutazioni globali, come le Comprehensive Assessments, e analizzano vari aspetti della solidità finanziaria delle banche, inclusa la capacità di gestione delle crisi, la qualità degli attivi, il rischio di liquidità, e la governance.

Seguendo una metodologia standardizzata dall'ABE, le prove di stress utilizzano scenari macroeconomici severi per testare la resilienza delle banche. Tuttavia, le autorità di vigilanza, come la BCE, possono adattare questi scenari per affrontare rischi emergenti specifici, dimostrando la flessibilità e l'importanza di queste prove.

L'adattamento delle banche ai rischi emergenti rappresenta una sfida cruciale per garantire la loro stabilità a lungo termine. Questo processo include la valutazione di diverse esposizioni a rischi, che spaziano dal cambiamento climatico alla sicurezza informatica e alle fluttuazioni di mercato. Le banche devono affrontare ciascuno di questi rischi attraverso stress test specifici, volti a misurare la loro resilienza e a individuare aree di vulnerabilità, così da implementare strategie di mitigazione appropriate.

### **Rischio Climatico**

Con l'aumento della frequenza e dell'intensità degli eventi climatici estremi, il rischio climatico è diventato una componente critica nella gestione del rischio bancario. Le banche, attraverso specifici stress test climatici, possono analizzare l'impatto di eventi come inondazioni, incendi boschivi o ondate di calore sulle loro operazioni e sui loro portafogli di investimento. Questo tipo di valutazione non si limita a considerare gli effetti immediati sui beni fisici, ma include anche l'analisi delle esposizioni a settori vulnerabili al cambiamento climatico, come quello agricolo o energetico. Ad esempio, un'intensificazione delle normative ambientali potrebbe penalizzare determinati settori industriali, influenzando il valore degli asset o le capacità di rimborso dei prestiti. Di conseguenza, le banche devono integrare il rischio

climatico nelle loro strategie a lungo termine, promuovendo un approccio di investimento più sostenibile.

### **Rischio Informatico**

La crescente digitalizzazione del settore finanziario ha reso il rischio informatico una delle principali preoccupazioni per le banche. I cyber attacchi, che possono paralizzare le infrastrutture tecnologiche e compromettere i dati sensibili, rappresentano una minaccia costante. Gli stress test relativi al rischio informatico valutano la capacità delle banche di fronteggiare attacchi su larga scala, come ransomware o intrusioni nei sistemi di pagamento. Questi test non solo identificano vulnerabilità tecnologiche, ma esaminano anche la prontezza operativa delle banche nel rispondere a eventi di tale portata, compresa la capacità di mantenere la continuità dei servizi e la protezione dei dati dei clienti. Implementare difese cibernetiche avanzate, investire in infrastrutture sicure e formare adeguatamente il personale diventano azioni indispensabili per ridurre al minimo l'esposizione a questi rischi.

## **Rischio di Mercato Specifico**

In un contesto economico globale sempre più interconnesso, le turbolenze nei mercati finanziari internazionali possono avere conseguenze significative per le banche. Gli stress test per i rischi di mercato specifici permettono di simulare l'impatto di scenari estremi, come il crollo di un mercato azionario o obbligazionario, una svalutazione improvvisa di una valuta o un aumento brusco dei tassi di interesse. Questi test sono essenziali per comprendere come le banche potrebbero reagire a situazioni di instabilità globale e identificare la loro esposizione a particolari strumenti finanziari o asset rischiosi. Ad esempio, una banca fortemente esposta a titoli sovrani di Paesi emergenti potrebbe subire perdite significative in caso di crisi economiche o politiche in tali nazioni. L'obiettivo di tali test è quello di preparare le banche a rispondere con flessibilità e rapidità a crisi finanziarie, adottando misure correttive, come la riduzione dell'esposizione a mercati instabili o l'aumento delle riserve di capitale.

L'adattamento delle prove di stress alle circostanze specifiche è essenziale per garantire che le valutazioni globali siano pertinenti e utili sia per le autorità di vigilanza che per le stesse banche. Per esempio, in un contesto di cambiamento normativo significativo o di transizione economica (come il passaggio a un'economia a basse emissioni di carbonio), le prove di stress possono essere modificate per valutare l'impatto di queste transizioni sui bilanci bancari.

Questo tipo di analisi diventa particolarmente rilevante in contesti di incertezza economica o cambiamenti strutturali nel mercato. Ad esempio, la BCE potrebbe decidere di includere nei suoi stress test uno scenario di "hard landing" economico, provocato da un aumento dei tassi di interesse più rapido del previsto, o da un deterioramento delle condizioni di credito nei mercati emergenti, a cui una banca europea è esposta.

L'integrazione delle prove di stress nelle valutazioni globali ha profonde implicazioni per le banche. Queste devono prepararsi con una rigorosa gestione del rischio e una governance interna solida. Inoltre, le banche devono sviluppare capacità avanzate di simulazione interna per testare la loro resilienza in una varietà di scenari avversi, consentendo una preparazione più efficace contro potenziali crisi.

Dal punto di vista della supervisione, i risultati delle prove di stress sono fondamentali per il SREP. Se una banca dimostra segni di debolezza in uno scenario di stress, potrebbe affrontare requisiti di capitale più rigorosi, restrizioni operative o altre misure correttive. Le autorità di vigilanza utilizzano queste informazioni per monitorare e mitigare i rischi sistemici, assicurando che le banche mantengano la capacità di supportare l'economia anche in tempi di crisi.

In conclusione, le prove di stress rappresentano una componente indispensabile delle valutazioni globali, offrendo una valutazione proattiva della capacità delle banche di fronteggiare condizioni economiche avverse. La loro flessibilità e la possibilità di adattamento alle circostanze specifiche le rendono uno strumento fondamentale per la supervisione bancaria e la gestione del rischio, contribuendo in modo significativo alla stabilità finanziaria complessiva.

#### **2.1.4 Prove di stress a fini macroprudenziali**

La BCE svolge stress test con una duplice finalità: non solo per valutare la resilienza delle singole banche, ma anche con obiettivi macroprudenziali e di stabilità finanziaria. Questo tipo di stress test è finalizzato a esaminare l'impatto di shock economici e finanziari a livello sistemico, valutando come tali eventi possano influenzare l'intero sistema bancario dell'area dell'euro e, di conseguenza, la stabilità economica della regione.

A differenza degli stress test microprudenziali tradizionali, che si concentrano sulle singole istituzioni finanziarie e sulla loro capacità di resistere a scenari avversi specifici, gli stress test macroprudenziali adottano un approccio top-down. In questo contesto, la BCE utilizza modelli e dati aggregati per eseguire analisi senza il coinvolgimento diretto delle singole banche. Questo metodo permette di ottenere una visione complessiva dei rischi e delle vulnerabilità che potrebbero manifestarsi a livello di sistema, piuttosto che concentrarsi su rischi specifici di singoli istituti. L'approccio top-down è essenziale per identificare le interconnessioni tra le banche e valutare come un potenziale shock possa propagarsi attraverso il sistema finanziario, amplificando i rischi sistemici.

L'obiettivo principale degli stress test macroprudenziali è identificare e quantificare i rischi sistemici, ovvero quei rischi che possono propagarsi attraverso l'intero sistema finanziario, causando instabilità economica e finanziaria su vasta scala. Questo tipo di analisi è cruciale per comprendere l'impatto potenziale di shock esterni, come una recessione economica globale o una crisi del debito Sovrano, che potrebbero influenzare simultaneamente più banche e mercati, mettendo a rischio la stabilità dell'intera area dell'euro.

I risultati di questi stress test macroprudenziali vengono regolarmente pubblicati nei report della BCE, in particolare nella Financial Stability Review (Oosterloo, S., de Haan, J., & Jong-A-Pin, R. (2007)) e nel Macroprudential Bulletin. La Financial Stability Review è un documento semestrale che fornisce un'analisi approfondita delle condizioni di stabilità finanziaria nell'area dell'euro, includendo valutazioni dei rischi sistemici e delle vulnerabilità del sistema finanziario. Il Macroprudential Bulletin, pubblicato trimestralmente, approfondisce temi legati alla politica macroprudenziale, fornendo analisi dettagliate sui risultati degli stress test, su possibili scenari avversi e sull'efficacia degli strumenti di politica macroprudenziale Thakor, A. V. (2014).



I risultati di questi stress test macroprudenziali sono fondamentali per orientare le decisioni della BCE in materia di politica monetaria e regolamentazione finanziaria. Le informazioni ottenute permettono alla BCE di intervenire preventivamente per mitigare i rischi sistemici e preservare la stabilità del sistema finanziario. Questi interventi possono includere l'implementazione di misure macroprudenziali, come requisiti di capitale più elevati per le banche o l'introduzione di buffer di capitale anticiclici. Questi buffer hanno lo scopo di rafforzare la resilienza del sistema finanziario nei confronti di shock economici, riducendo la probabilità di crisi finanziarie sistemiche.

In un contesto europeo, dove i sistemi bancari sono fortemente interconnessi, gli stress test macroprudenziali della BCE sono essenziali per garantire che la stabilità finanziaria di una singola nazione non sia compromessa da problemi in un'altra. La BCE utilizza questi test per monitorare l'intero sistema finanziario dell'area euro, individuando potenziali rischi e sviluppando strategie per affrontarli. Questo monitoraggio continuo è fondamentale per prevenire la diffusione di crisi finanziarie e assicurare che il sistema bancario europeo rimanga robusto e capace di sostenere l'economia anche in tempi di crisi.

## **2.2 Gli Accordi di Basilea**

Le istituzioni bancarie rappresentano un pilastro centrale del sistema economico moderno, fungendo da intermediari finanziari essenziali per l'allocazione efficiente del capitale all'interno del mercato. Attraverso la mobilitazione delle risorse finanziarie, le banche svolgono un ruolo cruciale nel trasferimento dei risparmi verso investimenti produttivi, facilitando così la crescita economica e l'innovazione imprenditoriale. Questo processo di intermediazione finanziaria non solo sostiene l'espansione delle attività economiche, ma ottimizza anche la distribuzione delle risorse, contribuendo alla stabilità e alla sostenibilità del sistema economico.

Oltre alla loro funzione primaria di intermediazione, le banche sono fondamentali nel garantire l'efficienza operativa dei sistemi di pagamento, un'infrastruttura indispensabile per il corretto funzionamento dell'economia. Fornendo servizi di pagamento, trasferimento di fondi e gestione della liquidità, esse riducono i costi di transazione e migliorano l'efficienza dei mercati, facilitando scambi commerciali sicuri e tempestivi su scala locale, nazionale e internazionale. Inoltre, la continua innovazione nei servizi di pagamento, come l'introduzione di tecnologie di pagamento digitale e mobile, ha ulteriormente migliorato la velocità e la sicurezza delle transazioni, aumentando l'accessibilità ai servizi bancari e supportando l'inclusione finanziaria.

Le banche, inoltre, assumono un ruolo chiave nella gestione del rischio, offrendo una vasta gamma di strumenti finanziari, tra cui derivati, opzioni e polizze assicurative, che consentono agli operatori economici di mitigare l'esposizione alle incertezze del mercato. Attraverso tecniche avanzate di gestione del rischio, come la cartolarizzazione e la copertura finanziaria, le banche favoriscono una distribuzione più efficiente del rischio, contribuendo significativamente alla stabilità del sistema finanziario. Questo ruolo è particolarmente importante in contesti di volatilità economica, dove la capacità di gestire e distribuire il rischio in modo efficace può prevenire il propagarsi di crisi finanziarie e garantire la continuità delle operazioni economiche.

Un altro aspetto critico del ruolo delle banche è la loro funzione nella trasmissione e amplificazione degli effetti della politica monetaria. Attraverso la gestione dell'offerta di moneta e dei tassi di interesse, le Banche Centrali influenzano le decisioni di credito e investimento delle banche commerciali, che a loro volta determinano i comportamenti di consumo e investimento di famiglie e imprese. In tal modo, le banche non solo rispondono agli stimoli della politica monetaria, ma fungono anche da vettori attraverso i quali tali politiche influenzano l'intero sistema economico. Ad esempio, durante periodi di espansione monetaria, le banche possono facilitare l'accesso al credito, stimolando la spesa e gli

investimenti, mentre in periodi di restrizione monetaria, possono contribuire a raffreddare un'economia surriscaldata limitando l'offerta di credito.

La solidità e la resilienza del sistema bancario sono determinanti per la stabilità economica globale. Attraverso un'attenta valutazione e monitoraggio del rischio creditizio, le banche contribuiscono a prevenire crisi finanziarie, fungendo da baluardo contro shock economici. Un sistema bancario ben capitalizzato e regolamentato è essenziale per assorbire eventuali turbolenze economiche, riducendo il rischio di contagio finanziario e sostenendo la crescita a lungo termine. Inoltre, la capacità delle banche di mantenere operazioni solide anche durante periodi di stress economico è fondamentale per preservare la fiducia degli investitori e dei depositanti, che è alla base della stabilità finanziaria.

La regolamentazione bancaria, in particolare attraverso gli Accordi di Basilea, ha avuto un impatto significativo sulla solidità del sistema finanziario globale. Gli Accordi di Basilea, sviluppati in diverse fasi (Basilea I, II e III), hanno introdotto requisiti patrimoniali minimi per le banche, con l'obiettivo di migliorare la loro capacità di assorbire perdite e gestire rischi sistemici. Basilea III, implementato a partire dal 2010, ha rappresentato un avanzamento significativo, introducendo requisiti più stringenti di

capitale, leve finanziarie e liquidità, con un focus particolare sulla qualità del capitale. Tali requisiti sono progettati per garantire che le banche mantengano riserve sufficienti a fronteggiare perdite non previste e per migliorare la trasparenza e la responsabilità nella gestione delle risorse finanziarie.

Gli effetti di questi requisiti normativi sulla performance delle banche sono stati oggetto di ampie analisi empiriche, che hanno evidenziato come il rafforzamento del capitale bancario abbia migliorato la capacità delle banche di resistere a shock finanziari, contribuendo alla stabilità del sistema nel suo complesso. Tuttavia, la complessità del sistema bancario ha portato allo sviluppo di meccanismi come il "sistema bancario ombra," attraverso il quale le banche hanno trasferito attività rischiose al di fuori dei loro bilanci, sollevando preoccupazioni riguardo all'efficacia della regolamentazione. Questo sistema parallelo, che opera al di fuori del controllo diretto delle autorità di vigilanza, rappresenta una fonte di rischio sistemico, poiché può contribuire all'accumulo di vulnerabilità finanziarie nascoste che potrebbero emergere durante periodi di stress economico.

In questo contesto, è cruciale un quadro normativo che equilibri solidi requisiti patrimoniali con trasparenza e disciplina di mercato. La vigilanza prudenziale e una cultura di disciplina di mercato sono essenziali per mantenere la fiducia degli investitori e garantire la sostenibilità del sistema finanziario. Solo attraverso un approccio integrato, che bilanci il capitale regolamentare con una gestione efficiente del rischio, sarà possibile assicurare la resilienza del settore bancario e la stabilità economica globale. Inoltre, l'adozione di pratiche di gestione del rischio più sofisticate e l'implementazione di tecnologie avanzate, come l'intelligenza artificiale e l'analisi dei big data, possono ulteriormente migliorare la capacità delle banche di prevedere e gestire i rischi emergenti, garantendo un sistema finanziario più robusto e reattivo.

### **2.3 La Direttiva Bank Recovery and Resolution Directive**

La Direttiva 2014/59/UE, conosciuta come Bank Recovery and Resolution Directive (BRRD), rappresenta un elemento cruciale nella costruzione di un sistema bancario europeo più robusto e resiliente. Introdotta in risposta alla crisi finanziaria del 2007-2009, la BRRD ha evidenziato le carenze nei meccanismi di gestione delle crisi bancarie, sia a livello nazionale che sovranazionale (*Pancotto, L., ap Gwilym, O., & Williams, J. (2019), Covi, G., & Eydam, U. (2020)*). Prima della BRRD, molti Stati membri dell'UE erano

costretti a utilizzare risorse pubbliche, attraverso i cosiddetti "Bail-out", per salvare banche sistemiche in difficoltà, con notevoli costi a carico dei contribuenti.

L'obiettivo primario della BRRD è armonizzare i processi di risanamento e risoluzione delle banche e delle imprese di investimento all'interno dell'UE, creando un quadro normativo uniforme che consenta di gestire le crisi bancarie in modo ordinato, riducendo al minimo gli impatti negativi sull'economia reale e sui contribuenti. La direttiva si applica a tutte le istituzioni finanziarie di rilievo nell'UE, comprese le grandi banche operanti a livello internazionale.

La BRRD è una direttiva fondamentale all'interno del quadro normativo europeo, concepita per assicurare la stabilità e la resilienza del sistema bancario europeo, riducendo al minimo l'impatto delle crisi bancarie sul sistema economico complessivo. Si tratta di un meccanismo complesso e multilivello che mira a prevenire il fallimento degli istituti bancari attraverso misure preventive e a gestire in modo efficiente le situazioni di crisi quando queste diventano inevitabili.

## **Piani di Risanamento e Risoluzione**

Uno dei punti chiave della BRRD è l'obbligo per le banche di redigere piani di risanamento. Questi piani, chiamati "living wills", fungono da guida operativa e strategica per la banca, delineando le azioni che l'istituto finanziario deve intraprendere in caso di deterioramento delle sue condizioni finanziarie. Tali piani devono includere misure come la cessione di asset, il ritiro da mercati specifici o altre operazioni strutturali volte a preservare la solvibilità della banca. L'obiettivo è di garantire che la banca disponga di un percorso chiaro e ben definito per affrontare situazioni di stress, riducendo al minimo le interruzioni delle attività e preservando la fiducia degli investitori e dei clienti.

Parallelamente, le autorità nazionali di risoluzione devono predisporre piani di risoluzione, che entrano in gioco quando il fallimento di una banca diventa inevitabile. Questi piani sono redatti con l'obiettivo di evitare l'utilizzo di fondi pubblici per i salvataggi bancari e assicurare una gestione ordinata della crisi, minimizzando l'impatto negativo sull'economia reale e sui contribuenti. Devono essere costantemente aggiornati per riflettere i cambiamenti nei mercati e nella struttura delle banche stesse, garantendo che ogni istituto sia preparato a gestire scenari di crisi potenziali.



## **Valutazione e Intervento Precoce**

La BRRD prevede un sistema proattivo di valutazione e intervento precoce per prevenire il deterioramento irreversibile della situazione finanziaria di una banca. Questo approccio consente alle autorità di intervenire quando si manifestano i primi segnali di difficoltà, senza attendere che la crisi diventi sistemica. Tra gli strumenti utilizzati vi è la possibilità di imporre misure correttive immediate, come la riduzione del rischio, la limitazione di alcune operazioni, la sostituzione dei membri del management e l'attivazione del piano di risanamento già predisposto. L'obiettivo è agire tempestivamente per evitare il peggioramento delle condizioni della banca, garantendo così la stabilità dell'intero sistema finanziario.

Questo approccio preventivo non solo tutela la singola banca, ma contribuisce a ridurre il rischio sistemico, impedendo che problemi interni possano degenerare in crisi bancarie che coinvolgano più istituti o interi settori dell'economia.

## **Strumenti di Risoluzione**

Quando una banca raggiunge una situazione di fallimento imminente, la BRRD offre una serie di strumenti di risoluzione. Il Bail-in rappresenta una delle novità più rilevanti e un cambio di paradigma rispetto ai salvataggi tradizionali. Attraverso questo meccanismo, le perdite vengono assorbite e la banca viene ricapitalizzata utilizzando risorse interne, ovvero quelle di azionisti e creditori, evitando che il peso del fallimento ricada sui contribuenti. Questo trasferimento del rischio verso investitori e creditori costituisce una forma di responsabilizzazione per chi investe in attività bancarie, incentivando una valutazione più accurata dei rischi.

Un altro strumento cruciale è la vendita di attività, che permette di trasferire una parte o l'intero portafoglio di una banca in fallimento a un'altra istituzione più solida, riducendo l'impatto sul sistema finanziario e garantendo la continuità dei servizi bancari essenziali.

La Banca Ponte è una soluzione temporanea utilizzata quando una banca è in difficoltà, ma è ancora necessario mantenere operative alcune funzioni critiche. Una banca ponte assume temporaneamente il controllo delle operazioni della banca fallita, consentendo una ristrutturazione o una liquidazione graduale e ordinata, senza interrompere servizi essenziali per i clienti.

La separazione delle attività, invece, permette di isolare gli asset problematici, trasferendoli a una "bad bank", dove possono essere gestiti separatamente senza compromettere la parte sana dell'istituto. Questo processo facilita il risanamento della banca, evitando che asset problematici continuino a generare perdite.

### **Protezione dei Depositanti e Finanziamento della Risoluzione**

Un aspetto cruciale della BRRD è la protezione dei depositanti. Per prevenire situazioni di panico e corse agli sportelli in caso di crisi, la direttiva garantisce la protezione dei depositi fino a 100.000 euro per persona e per banca, offrendo una rete di sicurezza per i risparmiatori e contribuendo a mantenere la fiducia nel sistema bancario.

Per il finanziamento della risoluzione, la BRRD ha previsto la creazione di un fondo di risoluzione nazionale, alimentato dai contributi delle banche, che confluisce nel Single Resolution Fund (SRF). Questo fondo rappresenta una risorsa cruciale per finanziare le risoluzioni bancarie, evitando il ricorso ai fondi pubblici. La gestione del fondo avviene tramite il Meccanismo di Risoluzione Unico, che garantisce un approccio coordinato e centralizzato a livello europeo per affrontare le crisi bancarie, assicurando così una maggiore coerenza e uniformità nell'applicazione delle regole di risoluzione.

In Italia, la BRRD è stata recepita tramite i decreti legislativi n. 180 e n. 181 del 16 novembre 2015, che hanno aggiornato il quadro normativo nazionale per allinearli alle nuove disposizioni europee. Il decreto legislativo n. 180 disciplina la gestione delle crisi degli enti creditizi e delle imprese di investimento, mentre il decreto n. 181 modifica il Testo Unico Bancario (TUB) e il Testo Unico della Finanza (TUF) per integrare strumenti come il Bail-in e la separazione delle attività.

Parallelamente alla BRRD, l'Unione Europea ha introdotto due regolamenti chiave volti a rafforzare la supervisione e la gestione delle crisi bancarie a livello europeo: il Regolamento n. 1024/2013 e il Regolamento n. 806/2014. Questi strumenti normativi hanno consolidato il quadro istituzionale e operativo per la vigilanza bancaria e la risoluzione delle crisi, centralizzando competenze e responsabilità per migliorare la stabilità finanziaria dell'Eurozona.

### **Regolamento n. 1024/2013: Il Meccanismo di Vigilanza Unico (Single Supervisory Mechanism - SSM)**

Il Regolamento n. 1024/2013, operativo dal 4 novembre 2014, ha istituito il Meccanismo di Vigilanza Unico (SSM), affidando alla BCE il ruolo di supervisore centrale per le banche dell'Eurozona. L'istituzione del SSM ha rappresentato una svolta nel panorama della vigilanza bancaria europea, poiché ha centralizzato il controllo delle banche più significative sotto l'egida di un'unica autorità sovranazionale, la BCE, riducendo così le discrepanze e le inefficienze dovute a un approccio frammentato tra i vari stati membri.

Il SSM si occupa della supervisione diretta delle banche considerate "significative", ossia quegli istituti che, in termini di dimensioni, importanza economica e rischi sistemici, potrebbero avere un impatto maggiore sulla stabilità finanziaria dell'intera area euro. Attualmente, il SSM sovrintende direttamente circa 120 gruppi bancari che rappresentano quasi l'85% degli asset bancari dell'Eurozona.

L'introduzione del SSM ha favorito un approccio uniforme alla vigilanza bancaria, migliorando la capacità delle autorità di identificare tempestivamente i rischi e intervenire proattivamente. Tra gli strumenti di supervisione, la BCE ha il potere di imporre misure correttive alle banche, di richiedere aumenti di capitale e di limitare le operazioni che potrebbero aumentare i rischi per l'istituto e, di conseguenza, per il sistema finanziario nel suo complesso.

Questo sistema integrato di supervisione ha anche contribuito a superare le divergenze tra le diverse prassi regolatorie nazionali, uniformando il processo di vigilanza e migliorando la trasparenza. La BCE collabora strettamente con le autorità nazionali di vigilanza (autorità competenti nazionali - ACN), che continuano a svolgere un ruolo importante nella supervisione delle banche meno significative.

## **Regolamento n. 806/2014: Il Meccanismo di Risoluzione Unico (Single Resolution Mechanism - SRM)**

Il Regolamento n. 806/2014, entrato in vigore il 1° gennaio 2016, ha istituito il Meccanismo di Risoluzione Unico (SRM), che ha come obiettivo la gestione ordinata delle crisi bancarie all'interno dell'Eurozona. Questo meccanismo si applica alle stesse banche significative sotto la vigilanza del SSM, garantendo così una stretta coerenza tra la vigilanza e la risoluzione delle crisi.

Il SRM è progettato per evitare che una crisi bancaria si trasformi in un evento catastrofico per l'economia o per i bilanci pubblici degli Stati membri. Centralizzando il processo di risoluzione sotto l'autorità del Comitato Unico di Risoluzione (Single Resolution Board - SRB), il SRM garantisce una gestione coordinata e coerente delle crisi bancarie, anche in situazioni transfrontaliere, che in passato avevano reso complessa e inefficace la risposta delle autorità nazionali.

Uno dei capisaldi del SRM è l'utilizzo del Single Resolution Fund (SRF), un fondo unico per le risoluzioni bancarie alimentato da contributi annuali versati dalle banche stesse. Il SRF rappresenta una risorsa finanziaria cruciale per coprire i costi delle risoluzioni bancarie, riducendo la necessità di interventi pubblici diretti e, di conseguenza, l'onere per i contribuenti. Questo fondo, che dovrebbe raggiungere una dimensione complessiva di circa 55 miliardi di euro entro il 2024, è suddiviso in vari comparti nazionali, ma può essere utilizzato in modo flessibile per rispondere alle crisi bancarie più complesse.

L'SRM si basa sul principio che le crisi bancarie devono essere gestite minimizzando l'impatto sui mercati finanziari e sull'economia reale, preservando la stabilità del sistema finanziario e proteggendo i contribuenti dal rischio di salvataggi bancari con fondi pubblici. Il SRM, in collaborazione con il SSM, costituisce quindi un elemento chiave per garantire una gestione coerente delle crisi, riducendo al minimo i rischi di frammentazione normativa tra i diversi Stati membri dell'Eurozona.



La BRRD, insieme al SSM e al SRM, costituisce un'architettura normativa integrata che mira a prevenire e gestire le crisi bancarie in modo più efficace e con minori costi sociali. Questo quadro normativo non solo rafforza la stabilità del sistema finanziario europeo, ma promuove anche una gestione prudente delle banche, riducendo il rischio di contagio in caso di crisi. Tuttavia, l'efficacia della BRRD dipende dalla sua rigorosa applicazione a livello nazionale ed europeo e dalla capacità delle autorità di vigilanza di anticipare e gestire tempestivamente le crisi bancarie. La cooperazione tra le autorità nazionali e le istituzioni europee è essenziale per assicurare che le misure previste dalla BRRD siano implementate in modo coerente e tempestivo, proteggendo la stabilità finanziaria dell'intera regione.

### **2.3.1 Misure preparatorie e preventive**

Com'è stato precedentemente enunciato, la BRRD conferisce poteri e strumenti alle diverse Autorità di Vigilanza e di Risoluzione delle Crisi, allo scopo di prevenire e affrontare eventuali situazioni di dissesto. Tali strumenti includono i *Recovery Plans* (Amorello, L., & Huber, S. D. (2014)) e i *Resolution Plans* (Binder, J. H. (2015)), piani di risanamento, redatti dagli istituti

bancari in caso di significativo deterioramento finanziario, e monitorati dalle autorità competenti.

### **2.3.1.1 *Recovery Plans e resolution plans***

La Direttiva sul Risanamento e la Risoluzione delle Banche (BRRD) rappresenta un caposaldo del quadro regolamentare europeo, concepito per gestire le crisi bancarie in maniera ordinata, minimizzando le ripercussioni negative sul sistema finanziario e sull'economia reale. Tra gli strumenti principali previsti dalla BRRD figurano i Piani di Risanamento (Recovery Plans), fondamentali per la gestione preventiva delle crisi bancarie.

I Piani di Risanamento, redatti dagli stessi istituti bancari, delineano una serie di strategie operative e finanziarie da adottare per ristabilire la solidità finanziaria in caso di significativo deterioramento della situazione economica della banca. Questi piani mirano a garantire che le banche siano in grado di fronteggiare situazioni di stress finanziario senza dover ricorrere a interventi pubblici o affrontare il rischio di fallimento, assicurando così la sostenibilità a lungo termine.

Tali piani devono essere dettagliati e comprensivi di una gamma di scenari avversi, contemplando crisi di diversa natura, come crisi di liquidità, aumenti delle perdite su crediti, o significative diminuzioni del capitale. Essi devono includere misure concrete e realistiche per gestire ciascuno di questi scenari, come la vendita di asset non strategici, la riduzione dei costi operativi, l'accesso a fonti di finanziamento alternative, o la ricapitalizzazione interna mediante la conversione di strumenti di debito in capitale.

Gli istituti bancari sono obbligati a mantenere i propri piani di risanamento aggiornati, attraverso revisioni annuali o in seguito a cambiamenti significativi nella struttura o nella situazione finanziaria della banca. Questo processo di aggiornamento continuo è cruciale per garantire l'efficacia e la pertinenza dei piani, in relazione all'evoluzione del contesto economico e delle condizioni specifiche dell'istituto. Cambiamenti rilevanti, come fusioni, acquisizioni o modifiche nel modello di business, impongono un tempestivo aggiornamento dei piani.

Le autorità di vigilanza, come la BCE o le autorità nazionali competenti, svolgono un ruolo cruciale nella valutazione dei piani di risanamento. Queste autorità esaminano la coerenza e la fattibilità dei piani, valutando se le misure proposte siano adeguate a fronteggiare i rischi identificati e a ripristinare la stabilità dell'istituto. Qualora i piani risultino inadeguati o non conformi ai requisiti normativi, le autorità possono richiedere modifiche o integrazioni.

L'introduzione della BRRD ha segnato una svolta nella gestione delle crisi bancarie nell'Unione Europea, formalizzando l'importanza delle valutazioni delle autorità di vigilanza e rendendo obbligatorie le azioni correttive suggerite. Ha inoltre elevato i Piani di Risanamento a strumento centrale nella prevenzione delle crisi bancarie, trasformandoli da mera formalità a elemento chiave per garantire la preparazione delle banche nella gestione di situazioni di crisi senza gravare sui contribuenti.

I Piani di Risanamento sono strettamente collegati ad altri strumenti previsti dalla BRRD, come i Piani di Risoluzione (Resolution Plans), che vengono attuati quando le misure di risanamento si rivelano insufficienti. Mentre i Piani di Risanamento sono orientati alla prevenzione e alla gestione interna della crisi, i Piani di Risoluzione si concentrano sulla gestione della crisi una volta manifestatasi, con l'obiettivo di preservare le funzioni essenziali della banca e minimizzare l'impatto sull'economia.

I Resolution Plans sono documenti strategici che delineano le azioni da intraprendere nel caso in cui un istituto bancario entri in una crisi tale da rendere necessaria la sua risoluzione. Questi piani, preparati in anticipo, durante la fase in cui la banca è ancora operativa e solvente, garantiscono che, in caso di crisi, esista già un percorso chiaro e dettagliato per la gestione della situazione.

Il principale obiettivo dei Resolution Plans è assicurare che, in caso di grave deterioramento della situazione finanziaria, si possano adottare misure volte a proteggere i depositanti, preservare le funzioni critiche dell'istituto, limitare l'impatto sistemico, e evitare il ricorso a risorse pubbliche.

La redazione dei Resolution Plans è un processo complesso e collaborativo che richiede il coordinamento tra diversi attori chiave, inclusi l'istituto bancario, le Autorità di Risoluzione delle Crisi e le Autorità di Vigilanza. Questa stretta collaborazione è cruciale per assicurare che i piani di risoluzione siano non solo teoricamente validi, ma anche praticabili e adeguati alle circostanze specifiche della banca e dell'intero sistema finanziario.

L'istituto bancario gioca un ruolo centrale nella fornitura delle informazioni necessarie per sviluppare un piano che possa essere attuato rapidamente in caso di crisi. Questo include la valutazione della propria struttura organizzativa, del portafoglio di attività e passività, delle interconnessioni con altri enti finanziari e della sua esposizione ai rischi. La banca deve essere trasparente riguardo ai suoi processi interni e predisporre le infrastrutture necessarie per facilitare una risoluzione ordinata.

Le Autorità di Risoluzione delle Crisi, da parte loro, sono responsabili dell'elaborazione delle strategie di risoluzione e della definizione degli strumenti da utilizzare in caso di fallimento dell'istituto. Queste autorità lavorano a stretto contatto con le banche per garantire che i piani includano soluzioni efficaci e rapide, come la separazione delle attività essenziali, la vendita di rami d'azienda, la creazione di una "bad bank" per gestire i crediti deteriorati o l'attivazione del Bail-in. Esse devono assicurarsi che le soluzioni

previste minimizzino l'impatto negativo sul sistema finanziario e, allo stesso tempo, tutelino i depositanti e riducano il ricorso a fondi pubblici.

Le Autorità di Vigilanza, come la BCE o le autorità nazionali competenti, sono coinvolte per garantire che i piani di risoluzione siano conformi con le normative vigenti e siano in linea con le strategie complessive di gestione del rischio a livello europeo o nazionale. Esse monitorano che i piani tengano conto delle interconnessioni tra istituti bancari e dei rischi sistemici, come le implicazioni di una possibile risoluzione per il mercato finanziario o l'economia reale. In questo contesto, le autorità di vigilanza forniscono anche input rilevanti, garantendo che i piani siano compatibili con i requisiti regolamentari, come quelli del SRM o della BRRD.

La collaborazione tra queste parti permette di creare piani di risoluzione personalizzati, che tengano conto della specificità dell'istituto bancario e delle condizioni del mercato finanziario in cui opera. È fondamentale che i piani siano realistici, ossia implementabili in tempi rapidi e con un impatto minimo sul sistema economico, e che siano aggiornati regolarmente per riflettere eventuali cambiamenti nelle condizioni operative della banca o del contesto regolamentare. Questa sinergia tra le istituzioni coinvolte non solo garantisce che i piani siano applicabili in caso di necessità,

ma contribuisce anche a ridurre il rischio di contagio finanziario e a preservare la stabilità del sistema bancario nel suo complesso.

In sintesi, i Piani di Risanamento e i Piani di Risoluzione, previsti dalla BRRD, rappresentano strumenti essenziali per assicurare la resilienza delle banche europee di fronte a situazioni di stress finanziario. La loro elaborazione e aggiornamento continuo, insieme al monitoraggio rigoroso da parte delle autorità di vigilanza, sono fondamentali per ridurre il rischio di instabilità finanziaria e proteggere il sistema economico complessivo.

### **2.3.2 Misure risolutive**

In caso di dissesto bancario, la gestione ordinata della crisi è cruciale per preservare la stabilità finanziaria e minimizzare l'impatto negativo sull'economia. La BRRD fornisce un quadro normativo che consente agli Stati membri dell'UE di adottare misure risolutive per garantire la continuità delle funzioni bancarie fondamentali e limitare l'utilizzo di fondi pubblici. Queste misure risolutive sono suddivise in due categorie principali: Going Concern Solutions e Gone Concern Solutions.



Le *Going Concern Solutions* sono misure adottate per assicurare che una banca possa continuare a operare, anche se si trova in uno stato di grave difficoltà finanziaria. Queste soluzioni mirano a stabilizzare l'istituto in modo da mantenere la continuità delle sue funzioni essenziali, evitando che il dissesto si traduca in un'interruzione delle attività critiche per l'economia. Le principali misure includono:

### **Ricapitalizzazione Interna (Bail-in):**

Il Bail-in è uno degli strumenti più importanti introdotti dalla BRRD. Consiste nella conversione o svalutazione delle passività della banca in modo che le perdite siano assorbite dai creditori e dagli azionisti, anziché dai contribuenti. Questo strumento permette alla banca di ripristinare il proprio capitale senza interrompere le operazioni.

Il Bail-in viene applicato gerarchicamente, partendo dai titoli di capitale e passando a obbligazioni subordinate, fino alle passività non garantite. I depositi coperti, fino a 100.000 euro, sono esclusi dal Bail-in per proteggere i piccoli risparmiatori.

## **Vendita delle Attività (Sale of Business)**

La banca in difficoltà può essere parzialmente o completamente venduta a un'altra entità sana, con l'obiettivo di mantenere operative le funzioni essenziali. Questa soluzione può coinvolgere la vendita di asset, passività o intere divisioni aziendali.

La vendita può avvenire in condizioni di urgenza per garantire la continuità del servizio, mantenendo al contempo la fiducia del mercato e dei depositanti.

## **Separazione delle Attività (Asset Separation)**

In questa misura, le attività problematiche della banca, come i crediti deteriorati (non-performing loans, NPL), vengono trasferite a un'entità separata, spesso chiamata "bad bank". Questo processo permette all'istituto bancario di separare le attività a rischio o tossiche dal resto del suo bilancio, consentendogli di operare con una struttura finanziaria più sana e stabile. La banca principale può così concentrare i suoi sforzi sulle attività core, come il credito tradizionale e altri servizi finanziari, senza essere appesantita da asset che potrebbero compromettere la sua redditività e la sua stabilità a lungo termine.

La bad bank è strutturata per gestire e liquidare progressivamente gli asset problematici, spesso in un arco di tempo lungo, per minimizzare le perdite e recuperare quanto più valore possibile. Questo processo può includere la vendita di asset, la ristrutturazione di crediti o il recupero di prestiti non performanti. Poiché l'entità è focalizzata esclusivamente sulla gestione di questi asset a rischio, può adottare una strategia più flessibile e specializzata rispetto a una banca commerciale, che invece ha l'obiettivo di servire clienti e mantenere operazioni su larga scala.

L'obiettivo di una bad bank è quello di isolare i rischi derivanti dalle attività problematiche per proteggere la banca originaria e il sistema finanziario da effetti di contagio. Attraverso questo isolamento, si riduce il rischio che la debolezza di un istituto possa espandersi ad altre banche o settori finanziari, contribuendo a preservare la stabilità dell'intero sistema. La separazione degli asset deteriorati può anche facilitare l'accesso a nuovi investitori o partner strategici per la banca principale, che risulta più attraente con un bilancio ripulito.

Inoltre, la creazione di una bad bank può essere supportata da interventi pubblici o da fondi europei, come nel caso del SRM, che offre un quadro per la gestione delle crisi bancarie in Europa. In questi casi, le bad bank possono essere dotate di capitali adeguati e protette da garanzie statali, il che permette loro di gestire il processo di dismissione degli asset in maniera più efficace e graduale, evitando svendite frettolose che potrebbero causare ulteriori danni ai mercati.

Un esempio storico è quello delle bad bank create durante la crisi finanziaria globale del 2008-2009, come la National Asset Management Agency (NAMA) in Irlanda, che fu istituita per gestire i crediti deteriorati derivanti dal collasso del mercato immobiliare. Queste iniziative dimostrano come la bad bank possa fungere da strumento cruciale di risoluzione delle crisi bancarie, garantendo il proseguimento delle attività dell'istituto originario senza compromettere il funzionamento del sistema finanziario nel suo complesso.

## **Gestione Temporanea (Temporary Public Ownership)**

In alcuni casi di crisi bancaria, lo Stato può intervenire con una temporanea nazionalizzazione dell'istituto per evitare il suo collasso completo. Questo tipo di intervento viene solitamente adottato quando la banca si trova in una situazione di crisi così grave da non poter essere salvata attraverso i meccanismi tradizionali di ricapitalizzazione o risoluzione. La nazionalizzazione mira a stabilizzare la banca trasferendone temporaneamente la proprietà al governo, il quale assume la responsabilità della sua gestione con l'obiettivo di ripristinare la stabilità operativa e finanziaria. Una volta che l'istituto è stato ristrutturato e le condizioni di mercato lo permettono, lo Stato procede alla riprivatizzazione, vendendo nuovamente la banca a investitori privati, auspicabilmente a un valore più elevato rispetto a quello al momento del salvataggio.

L'obiettivo primario di questa azione è garantire la continuità operativa della banca, proteggendo i depositanti, i creditori e, più in generale, la stabilità economica del Paese. Evitando un fallimento disordinato, si previene il contagio di crisi ad altri settori finanziari o economici, il che potrebbe avere gravi ripercussioni sistemiche. Al contempo, lo Stato cerca di minimizzare il suo intervento diretto nei mercati, mantenendo la nazionalizzazione come misura temporanea e straordinaria. Il successo di questo approccio dipende dalla

rapidità e dall'efficacia delle riforme interne adottate durante il periodo di nazionalizzazione.

Un esempio noto di questo tipo di intervento è quello della Royal Bank of Scotland (RBS), nazionalizzata in seguito alla crisi finanziaria del 2008. L'intervento dello Stato britannico ha permesso alla banca di evitare il fallimento e di riprendersi nel corso del tempo, con piani di riprivatizzazione avviati una volta che le condizioni del mercato e della banca stessa si sono stabilizzate.

Parallelamente a questi interventi di emergenza, esistono le cosiddette Gone Concern Solutions, ossia misure applicate quando una banca è considerata insolvente o in dissesto irreversibile, e quindi non può più continuare a operare come un'entità capace di onorare le proprie obbligazioni. In tali circostanze, l'obiettivo delle autorità di risoluzione è gestire la chiusura o la risoluzione della banca in maniera ordinata, minimizzando i danni al sistema finanziario e proteggendo i depositanti e gli altri creditori prioritari.

Tra queste misure, il Bail-in prevede che le perdite della banca siano assorbite da azionisti e creditori subordinati, riducendo la necessità di intervento pubblico e salvaguardando i fondi dei contribuenti. Il Bail-in è progettato per ricapitalizzare la banca "dall'interno", convertendo debiti in capitale per assorbire le perdite. Un'altra soluzione è la vendita di parti della banca o dell'intera attività a un altro istituto finanziario, che consente di mantenere attive le operazioni essenziali, come il servizio ai clienti e la gestione dei depositi, mentre le parti più problematiche vengono isolate o liquidate. In alcuni casi, viene costituita una bridge bank, una nuova entità che acquisisce le attività sane della banca in dissesto. Questa banca è temporaneamente gestita dalle autorità di risoluzione fino a quando non può essere venduta o riprivatizzata, garantendo la continuità dei servizi essenziali ai clienti. Se nessuna di queste soluzioni è fattibile, la banca può essere sottoposta a una liquidazione ordinata, in cui le sue attività vengono smobilizzate per rimborsare i creditori in base alle priorità stabilite dalla legge, minimizzando il rischio per il sistema finanziario e proteggendo i depositanti garantiti.

In definitiva, le Gone Concern Solutions mirano a prevenire un fallimento caotico, proteggendo gli interessi dei depositanti e preservando la stabilità del sistema finanziario. Questi strumenti sono parte integrante del quadro normativo dell'Unione Europea, come stabilito nella Bank Recovery and Resolution Directive (BRRD), che fornisce un meccanismo per gestire in modo ordinato le crisi bancarie, riducendo al minimo l'impatto sull'economia reale e sui contribuenti.

### **Liquidazione Ordinata (Orderly Liquidation)**

In caso di dissesto bancario, la liquidazione ordinata prevede la chiusura delle attività e la vendita degli asset della banca, utilizzando il ricavato per rimborsare i creditori secondo una gerarchia stabilita dalla legge. Questa gerarchia garantisce che i creditori più garantiti, come i depositanti protetti, ricevano per primi il rimborso, seguiti dagli altri creditori in base al loro grado di priorità. La liquidazione ordinata differisce dalle procedure fallimentari tradizionali, che tendono a essere più disorganizzate e dannose per il sistema finanziario.



Questo processo è progettato per ridurre al minimo il rischio di contagio verso altri istituti finanziari e di preservare la stabilità del sistema nel suo complesso. A differenza di una chiusura improvvisa e disordinata, la liquidazione ordinata mira a gestire la situazione in modo da evitare shock sistemici, che potrebbero aggravare una già difficile situazione economica. Viene preferita a una procedura fallimentare tradizionale proprio perché riduce il potenziale disordine e le perdite, sia per il sistema finanziario che per l'economia reale.

Le autorità di risoluzione, come previsto dalle normative dell'UE, supervisionano e gestiscono la liquidazione per garantire che la chiusura della banca avvenga in modo controllato e con il minor impatto possibile per il mercato finanziario. In questo modo, si limitano le conseguenze negative per i creditori, i depositanti e gli altri attori del sistema finanziario. L'obiettivo ultimo è ridurre al minimo l'utilizzo di fondi pubblici, proteggendo allo stesso tempo la fiducia nel sistema bancario.

## **Risoluzione con Cessione delle Funzioni Essenziali (Bridge Bank)**

Una banca-ponte (bridge bank) è una nuova entità temporanea istituita per assumere la gestione delle funzioni essenziali di una banca in dissesto. Questo strumento è utilizzato per preservare tali funzioni mentre si cerca una soluzione permanente, come la vendita a un acquirente privato.

La banca-ponte è solitamente controllata dalle autorità di risoluzione e opera per un periodo limitato fino a quando non si trova una soluzione definitiva.

### **Gestione degli Scenari di Default:**

In alcuni casi, la risoluzione può includere l'applicazione di misure per gestire il default della banca, proteggendo i depositanti e limitando l'impatto negativo sull'economia. Questo può includere l'assicurazione dei depositi e la garanzia del pagamento di alcune passività essenziali.

L'obiettivo è proteggere la fiducia del mercato e prevenire il panico tra i depositanti e gli altri creditori.

Nella pratica, le soluzioni *Going Concern* e *Gone Concern* possono essere combinate per affrontare in modo flessibile e mirato diverse fasi di una crisi bancaria. Per esempio, un'istituto potrebbe inizialmente tentare di ristrutturarsi attraverso una ricapitalizzazione interna (Bail-in) e la separazione degli asset, ma se queste misure non riescono a stabilizzare la banca, si potrebbe passare a misure *Gone Concern*, come la liquidazione ordinata o la creazione di una banca-ponte.

Le misure di risoluzione previste dalla BRRD e adottate dagli Stati membri dell'UE sono progettate per affrontare il dissesto bancario in modo da minimizzare i costi per il contribuente e preservare la stabilità del sistema finanziario. La distinzione tra *Going Concern* e *Gone Concern Solutions* riflette l'approccio graduale e flessibile che le autorità possono adottare, bilanciando l'esigenza di mantenere operative le funzioni essenziali della banca con la necessità di gestire il dissesto in modo ordinato e sistemico. Queste misure sono fondamentali per garantire che le crisi bancarie non si traducano in crisi economiche più ampie e per proteggere il pubblico da perdite significative.

### **2.3.3 Il fondo di Risoluzione Unico**

Il Fondo di Risoluzione Unico Fabbrini, F. (2014) (Single Resolution Fund, SRF) costituisce un pilastro essenziale nell'architettura del Meccanismo di Risoluzione Unico Howarth, D., & Quaglia, L. (2014) (Single Resolution Mechanism, SRM), operante all'interno dell'Unione Bancaria Europea. Istituito per agevolare la risoluzione ordinata delle banche in dissesto, il SRF mira a garantire la stabilità finanziaria e a minimizzare l'impatto economico sui contribuenti. Questo fondo viene attivato durante le fasi di risoluzione di crisi bancarie, fornendo un supporto finanziario cruciale per le operazioni di risoluzione.

Il SRF è stato creato nell'ambito del SRM per offrire un supporto finanziario strutturato alle banche che si trovano in grave difficoltà e non sono più in grado di operare in autonomia senza un intervento esterno. Il fondo rappresenta uno strumento cruciale per la gestione delle crisi bancarie nell'Eurozona, con due obiettivi principali: garantire la continuità delle funzioni bancarie essenziali e minimizzare l'uso di risorse pubbliche.

## **Continuità delle Funzioni Essenziali**

Uno degli obiettivi prioritari del SRF è garantire che, anche in caso di risoluzione di una banca, le funzioni bancarie essenziali continuino a operare senza interruzioni. Ciò include attività vitali come la gestione dei depositi, la fornitura di credito e il funzionamento del sistema dei pagamenti, funzioni che sono centrali per la stabilità del sistema finanziario e dell'economia nel suo complesso.

In caso di crisi bancaria, il SRF può essere utilizzato per sostenere finanziariamente la banca o le sue parti critiche, assicurando che le operazioni necessarie al funzionamento dell'economia proseguano senza problemi. Questo meccanismo è essenziale per mantenere la fiducia di depositanti e investitori, prevenendo situazioni di panico che potrebbero innescare corse agli sportelli o diffondere il contagio finanziario ad altre banche e settori economici.

## **Minimizzare l'Utilizzo di Fondi Pubblici**

Un altro obiettivo centrale del SRF è ridurre al minimo l'intervento pubblico, spostando il peso finanziario della risoluzione bancaria sulle stesse istituzioni finanziarie e sui loro investitori, piuttosto che sui contribuenti. A tal fine, il fondo viene finanziato attraverso contributi annuali versati ex ante da tutte le banche operanti nei Paesi partecipanti al SRF. Tali contributi vengono calcolati sulla base della dimensione della banca e del suo profilo di rischio, assicurando così una distribuzione equa dei costi. Le banche con un profilo di rischio più elevato, che presentano potenzialmente maggiori probabilità di crisi, contribuiscono in misura maggiore al fondo.

Questo meccanismo di finanziamento consente al SRF di accumulare risorse sufficienti per far fronte a potenziali crisi bancarie. L'obiettivo è che il fondo raggiunga una dotazione pari a circa l'1% dei depositi coperti delle banche degli Stati partecipanti, stimato intorno ai 55 miliardi di euro entro il 2024. In questo modo, il SRF può intervenire in modo tempestivo ed efficace senza richiedere il ricorso alle risorse dei bilanci nazionali, riducendo il rischio di salvataggi pubblici, come quelli visti durante la crisi finanziaria del 2008.

## **Gestione e Responsabilità del Single Resolution Board (SRB)**

Il Single Resolution Board (SRB) è l'autorità centrale responsabile della gestione del SRF e dell'intero processo di risoluzione bancaria nell'Unione Bancaria. Il SRB, in stretta collaborazione con le autorità nazionali di risoluzione, ha il compito di preparare i piani di risoluzione per le banche significative e quelle transfrontaliere, assicurando che ogni istituto finanziario disponga di una strategia chiara per affrontare eventuali crisi.

### **Pianificazione e Preparazione delle Risoluzioni**

Il SRB elabora piani di risoluzione dettagliati, che delineano le misure da adottare in caso di dissesto di una banca, incluse le modalità di utilizzo del SRF. Questi piani devono garantire che la risoluzione della banca avvenga in modo ordinato, senza compromettere la stabilità del sistema finanziario e riducendo al minimo le perdite per i creditori e gli investitori.

## **Attuazione delle Risoluzioni**

Nel momento in cui una banca entra in crisi, il SRB ha la responsabilità di decidere se e come attivare il SRF per sostenere la risoluzione. Il fondo può essere impiegato per ricapitalizzare la banca, facilitare la vendita di asset o sostenere la creazione di una banca ponte per garantire la continuità operativa delle attività critiche. Le decisioni del SRB sono essenziali per stabilizzare la situazione e proteggere i depositanti e i mercati finanziari.

## **Parità di Trattamento e Coerenza**

Un principio fondamentale dell'azione del SRB è quello di garantire parità di trattamento tra le diverse banche, indipendentemente dalle loro dimensioni o dal Paese di origine. Questo principio è cruciale per mantenere l'integrità del Meccanismo di Risoluzione Unico e assicurare che tutte le banche siano soggette alle stesse regole e condizioni, rafforzando la fiducia nel sistema.



## **Modalità di Intervento del SRF**

Il SRF opera esclusivamente per il tempo necessario a completare la risoluzione di una crisi bancaria, ma la sua esistenza e il corretto funzionamento sono considerati fondamentali per la stabilità a lungo termine del sistema finanziario europeo. Questo meccanismo di ultima istanza interviene solo quando gli altri strumenti di risoluzione non sono sufficienti a garantire una risoluzione ordinata.

Il SRF rappresenta un elemento cardine per la fiducia nel sistema bancario europeo. La sua esistenza rassicura i mercati e i depositanti sull'esistenza di un piano robusto per affrontare le crisi bancarie senza ricorrere a salvataggi pubblici. Inoltre, la gestione centralizzata da parte del SRB garantisce una risposta coordinata e uniforme alle crisi, riducendo il rischio di decisioni frammentate o conflittuali tra gli Stati membri.

In conclusione, il SRF, gestito dal SRB, costituisce uno strumento essenziale per la gestione ordinata delle crisi bancarie nell'Unione Europea. Esso assicura la continuità delle funzioni essenziali delle banche, protegge i contribuenti dai costi delle risoluzioni e rafforza la fiducia nel sistema bancario europeo, contribuendo significativamente alla stabilità finanziaria complessiva.

Il SRF può intervenire durante una crisi bancaria attraverso una varietà di modalità, progettate per affrontare situazioni specifiche e mitigare i rischi sistemici. Questi interventi sono finalizzati a garantire la stabilità del sistema finanziario, preservare le funzioni critiche delle banche e facilitare un ritorno all'operatività senza compromettere la fiducia dei mercati. Le principali modalità di intervento includono:

### **Ricostituzione del Capitale**

Una delle funzioni fondamentali del SRF è la ricapitalizzazione delle banche in difficoltà. Quando una banca si trova in una situazione di dissesto, può non essere in grado di soddisfare i requisiti patrimoniali minimi stabiliti dalle normative europee. Il SRF può intervenire fornendo nuovi capitali, consentendo alla banca di rispettare i requisiti regolamentari e riprendere le operazioni. Questo intervento è particolarmente importante per stabilizzare l'istituto finanziario, evitando che una crisi di capitale si trasformi in una crisi sistemica. La ricapitalizzazione consente alla banca di mantenere la fiducia dei mercati e dei clienti, riducendo il rischio di una fuga di depositi o di ulteriori tensioni finanziarie.

## **Garanzie e Prestiti Temporanei**

Un altro strumento di intervento del SRF riguarda la concessione di garanzie e prestiti temporanei per affrontare crisi di liquidità. Durante una risoluzione bancaria, una delle principali preoccupazioni è la mancanza di liquidità a breve termine, che può compromettere la capacità della banca di soddisfare le sue obbligazioni immediate. Il SRF può intervenire fornendo garanzie per coprire queste esigenze di liquidità o concedendo prestiti temporanei per prevenire un collasso finanziario. Questi prestiti sono essenziali per evitare che difficoltà temporanee si trasformino in una crisi di fiducia, che potrebbe aggravare ulteriormente la situazione e accelerare il deterioramento dell'istituto bancario. Le garanzie fornite dal SRF contribuiscono a stabilizzare l'istituto durante il periodo di risoluzione, dando tempo alla banca di riorganizzarsi o ristrutturarsi senza subire ulteriore pressione sui mercati.

## **Acquisto di Attività**

Il SRF può anche intervenire acquistando asset problematici della banca in crisi, un'operazione che facilita la sua ristrutturazione e il risanamento del bilancio. Gli asset deteriorati o di scarsa qualità sono spesso una delle principali cause del dissesto di un istituto bancario. Attraverso l'acquisto di queste attività, il SRF permette alla banca di alleggerire il proprio bilancio, migliorando la sua posizione finanziaria e rendendola più stabile. Questo intervento è simile al concetto di "bad bank", dove gli asset problematici vengono separati dalle attività sane per facilitare il risanamento dell'istituto. Grazie a questo strumento, la banca può concentrarsi sulla gestione delle attività sane, mentre le problematiche vengono trattate separatamente, minimizzando le perdite e riducendo l'impatto negativo sull'intero sistema finanziario.

## 2.4 Il Bail-in

La Direttiva 2014/59/UE, conosciuta anche come Bank Recovery and Resolution Directive (BRRD), ha introdotto un meccanismo innovativo e controverso nella gestione delle crisi bancarie: il Bail-in. Questo strumento si contrappone al tradizionale Bail-out, che prevedeva interventi esterni finanziati con risorse pubbliche per salvare le banche in difficoltà (*Klimek, P., Poledna, S., Farmer, J. D., & Thurner, S. (2015)*). Il Bail-in, invece, stabilisce che, in caso di crisi di un istituto bancario, le perdite vengano assorbite prioritariamente dagli azionisti, dai detentori di obbligazioni e, se necessario, dai depositanti con somme superiori a una determinata soglia. L'obiettivo principale di questo meccanismo è evitare che i costi di risoluzione bancaria gravino sui contribuenti, come accaduto durante la crisi finanziaria del 2008.

In questo nuovo contesto normativo, il ruolo della Banca d'Italia è ben definito, ma limitato. La direttiva prevede che la Banca d'Italia non possa intervenire direttamente nelle decisioni operative relative alla risoluzione di una banca in crisi. Piuttosto, essa funge da facilitatore del processo, convocando gli organi competenti per discutere e decidere sulle misure da adottare. Questo garantisce che le decisioni vengano prese nelle sedi appropriate, mantenendo un equilibrio tra la necessità di una gestione tempestiva

delle crisi e il rispetto delle procedure democratiche e del coinvolgimento degli azionisti.

La gestione operativa della crisi è affidata ai Commissari Straordinari, figure nominate per condurre la banca attraverso il processo di risoluzione. Questi commissari devono formulare proposte per la risoluzione della crisi, che devono poi essere approvate dall'assemblea dei soci. Questo riflette il principio secondo cui le decisioni chiave spettano agli azionisti, i principali portatori del rischio capitale della banca. Tuttavia, l'Autorità di Risoluzione, rappresentata in Italia dalla Banca d'Italia e dal Ministero dell'Economia e delle Finanze, può intervenire con decisioni unilaterali in situazioni di emergenza o quando è necessario preservare la stabilità finanziaria. In tali casi, può bypassare l'assemblea dei soci, assicurando una risposta rapida ed efficace.

Un elemento chiave associato al Bail-in è rappresentato dai Contingent Convertible Bonds (CoCos), strumenti finanziari ibridi che si convertono automaticamente in azioni quando il capitale proprio della banca scende sotto una certa soglia. Questa conversione rafforza il capitale della banca, riducendo il passivo e migliorando la leva finanziaria, fornendo un cuscinetto in grado di assorbire le perdite e prevenire il collasso della banca. In alternativa, in alcuni casi, i CoCos possono subire un write-down, anziché

essere convertiti in equity. Il write-down riduce il valore nominale dei CoCos, abbattendo direttamente il debito della banca e migliorando immediatamente la sua posizione patrimoniale. Generalmente, il write-down viene applicato prima della conversione in azioni, con l'obiettivo di ridurre rapidamente ed efficacemente il debito della banca, preservandone la continuità operativa.

Il Bail-in e gli strumenti ad esso associati, come i CoCos, rappresentano un cambiamento significativo nella gestione delle crisi bancarie. Spostano il rischio dalle finanze pubbliche agli investitori e agli azionisti, promuovendo una maggiore disciplina di mercato. Tuttavia, la loro applicazione comporta complessità e rischi, richiedendo una gestione attenta e trasparente per evitare effetti destabilizzanti sul sistema finanziario.

La normativa vigente sulla protezione dei depositi bancari è stata strutturata per salvaguardare la stabilità finanziaria e proteggere i piccoli risparmiatori e le imprese minori, riconoscendo la loro vulnerabilità in caso di crisi bancarie. In particolare, i depositi fino a 100.000 euro per depositante sono garantiti integralmente dal Sistema di Garanzia dei Depositi (SGD), istituito a livello europeo con la Direttiva 2014/49/UE (Deposit Guarantee Schemes Directive - DGSD) e recepito nelle legislazioni nazionali degli Stati membri. In Italia, questa protezione è assicurata dal

Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi (FITD), che garantisce i depositi fino a 100.000 euro per depositante, coprendo non solo i conti correnti, ma anche altri strumenti bancari come conti di risparmio e certificati di deposito nominativi.

Per i depositi superiori a 100.000 euro, la protezione è parziale. La normativa prevede che tali depositi, pur non essendo integralmente garantiti, siano trattati con priorità rispetto ad altri creditori non privilegiati e non garantiti. In caso di risoluzione di una banca, i depositanti con somme superiori a 100.000 euro potrebbero subire perdite, ma verrebbero trattati con priorità rispetto agli obbligazionisti subordinati. Questo approccio bilancia la protezione dei depositanti con la necessità di minimizzare l'uso di fondi pubblici, responsabilizzando gli investitori e i depositanti con grandi somme depositate.

Quando una banca entra in crisi e si applicano strumenti di risoluzione come il Bail-in, la normativa prevede che i depositi garantiti (fino a 100.000 euro) siano esentati dalla partecipazione diretta alle perdite. I depositi eccedenti questa soglia possono essere coinvolti nel processo di assorbimento delle perdite, ma solo dopo che i creditori non garantiti e non privilegiati abbiano esaurito la loro capacità di assorbimento delle perdite. In pratica, questo significa che se una banca deve ripianare un dissesto, i depositi superiori a 100.000 euro potrebbero subire una svalutazione



parziale, ma solo dopo che altre categorie di capitale e debito, come azioni e obbligazioni subordinate, siano state utilizzate per assorbire le perdite. Questa distinzione protegge la stabilità del sistema bancario, riducendo l'impatto sui depositanti più vulnerabili, come i piccoli risparmiatori e le PMI, che rappresentano una parte essenziale dell'economia e spesso non hanno le risorse per diversificare i loro rischi.

### **3 Analisi delle misure di politica monetaria della BCE e confronto con le strategie monetarie e fiscali degli Stati Uniti e dell'Unione Europea**

#### **3.1 Politica Monetaria, Stabilità Finanziaria e Riesame della Strategia (BCE)**

Il sistema finanziario costituisce una delle infrastrutture fondamentali dell'economia contemporanea, articolandosi in una complessa rete di istituzioni, mercati e strumenti finanziari che facilitano l'intermediazione dei capitali e la gestione del rischio. Questo ecosistema include banche, compagnie di assicurazione, fondi pensione, mercati dei capitali e altri intermediari finanziari, i quali operano sinergicamente per promuovere l'efficienza allocativa e la stabilità sistemica. La funzione primaria di questo sistema consiste nel convogliare le risorse finanziarie dai soggetti con eccedenze di capitale, tipicamente risparmiatori e investitori istituzionali, verso quelli che necessitano di finanziamenti, come imprese e governi, favorendo così l'espansione dell'attività economica, l'innovazione tecnologica e la crescita economica sostenibile.

La BCE gioca un ruolo cruciale nel quadro del sistema finanziario, sebbene la sua missione principale sia il mantenimento della stabilità dei prezzi piuttosto che la supervisione diretta della stabilità finanziaria. Le politiche monetarie attuate dalla BCE, tuttavia, hanno un impatto determinante sulla solidità e sulla stabilità del sistema finanziario.

La BCE ha come obiettivo primario, stabilito dal Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea (TFUE), il mantenimento della stabilità dei prezzi. Questo obiettivo viene perseguito attraverso una serie di strumenti di politica monetaria, ciascuno dei quali influisce sull'economia in modi diversi.

### **Tassi di interesse**

Uno dei principali strumenti utilizzati dalla BCE è la gestione dei tassi di interesse. Regolando i tassi a breve termine, la BCE può influenzare anche quelli a lungo termine, che a loro volta determinano il costo del credito per famiglie e imprese. Quando la BCE abbassa i tassi di interesse, rende meno costoso ottenere prestiti, incentivando così il consumo e gli investimenti. Al contrario, un aumento dei tassi di interesse tende a frenare la domanda, riducendo l'inflazione.

## **Operazioni di mercato aperto**

La BCE interviene sul mercato attraverso operazioni di mercato aperto, che consistono nell'acquisto o nella vendita di titoli di Stato o altri strumenti finanziari. Queste operazioni sono cruciali per regolare la quantità di moneta in circolazione e, di conseguenza, influenzare i tassi di interesse. Per esempio, l'acquisto di titoli aumenta la liquidità del sistema bancario, riducendo i tassi di interesse e stimolando l'attività economica. Viceversa, la vendita di titoli sottrae liquidità, aumentando i tassi e raffreddando l'economia.

## **Riserve obbligatorie**

Un ulteriore strumento di cui dispone la BCE è la regolazione delle riserve obbligatorie, cioè la quota di fondi che le banche commerciali devono depositare presso la BCE. Modificando questo requisito, la BCE può influire direttamente sulla capacità delle banche di concedere prestiti. Un aumento delle riserve obbligatorie riduce la liquidità disponibile per i prestiti, frenando l'espansione del credito; una riduzione, invece, aumenta la liquidità e favorisce la crescita economica.

Questi strumenti sono utilizzati in modo coordinato per mantenere l'inflazione a un livello considerato stabile, generalmente vicino ma inferiore al 2% nel medio termine.

La stabilità del sistema finanziario è imprescindibile per l'efficacia della politica monetaria della BCE. La trasmissione delle decisioni monetarie avviene principalmente attraverso i mercati finanziari e le istituzioni bancarie; di conseguenza, disfunzioni in questi ambiti possono compromettere la capacità della BCE di mantenere la stabilità dei prezzi. Durante periodi di instabilità finanziaria, anche politiche monetarie espansive, come la riduzione dei tassi di interesse, possono risultare inefficaci se le banche, per via di una crisi di fiducia, restringono l'offerta di credito.

Sebbene la BCE non abbia un mandato diretto sulla stabilità finanziaria, collabora con altre istituzioni come il Meccanismo di Vigilanza Unico (MVU) e il Comitato Europeo per il Rischio Sistemico (CERS) per monitorare e mitigare i rischi sistemici. In situazioni di crisi, la BCE può intervenire con misure straordinarie, quali programmi di acquisto di titoli di Stato o la fornitura di liquidità d'emergenza alle banche.

La crisi finanziaria globale del 2008 e la successiva crisi del debito Sovrano europeo hanno rappresentato sfide significative per la stabilità finanziaria globale e per la BCE. In risposta a queste crisi, la BCE ha adottato una serie di politiche monetarie non convenzionali, tra cui:

## **Programmi di Acquisto di Attività (Quantitative Easing)**

Il Quantitative Easing (QE) è una delle principali strategie non convenzionali di politica monetaria utilizzate dalla BCE per stimolare l'economia, specialmente in periodi di bassa inflazione o recessione. Attraverso i programmi di acquisto di attività, la BCE ha acquistato su larga scala titoli di Stato, obbligazioni societarie e altri strumenti finanziari, con l'obiettivo di abbassare i tassi di interesse a lungo termine e aumentare la liquidità nel sistema finanziario.

L'acquisto massiccio di titoli da parte della BCE ha diversi effetti sull'economia. Innanzitutto, aumenta la domanda di questi titoli, facendo salire il loro prezzo e riducendo i rendimenti, ovvero i tassi di interesse a lungo termine. Questo abbassamento dei tassi di interesse si traduce in un minor costo del credito per governi, imprese e famiglie, incentivando la spesa per consumi e investimenti.

Inoltre, il QE espande la base monetaria, iniettando nuova liquidità nel sistema finanziario. Questo incremento di liquidità riduce i costi di finanziamento per le banche, incoraggiandole a concedere più prestiti. L'aumento del credito e della spesa può favorire una ripresa economica, aumentare la domanda aggregata e contribuire a riportare l'inflazione verso l'obiettivo della BCE, che è inferiore ma vicino al 2% nel medio termine.

Il QE è stato particolarmente significativo durante le crisi economiche, come la crisi del debito Sovrano dell'eurozona e la pandemia da COVID-19. In questi periodi, la BCE ha lanciato specifici programmi di acquisto, come il Programma di acquisto per il settore pubblico (PSPP) e il Programma di acquisto per l'emergenza pandemica (PEPP), per stabilizzare i mercati finanziari, sostenere la fiducia degli investitori e assicurare condizioni finanziarie favorevoli nell'area dell'euro.

### **Operazioni di Rifinanziamento a Lungo Termine (LTRO)**

Le LTRO sono strumenti di politica monetaria utilizzati dalla BCE per fornire liquidità a lungo termine alle banche dell'eurozona. Attraverso queste operazioni, la BCE offre prestiti alle banche con scadenze di diversi anni, spesso a condizioni molto favorevoli. L'obiettivo è stabilizzare il sistema bancario, assicurare che le banche abbiano accesso al credito necessario per finanziare le attività economiche e, quindi, stimolare l'economia nel suo complesso. Le LTRO sono state cruciali durante la crisi del debito Sovrano dell'eurozona, quando molte banche si trovavano in difficoltà a causa della mancanza di liquidità.

## **Forward Guidance**

Il "forward guidance" è una strategia di comunicazione utilizzata dalla BCE per orientare le aspettative dei mercati finanziari riguardo alla futura direzione della politica monetaria. Annunciando in anticipo le sue intenzioni circa i tassi di interesse o altre misure di politica monetaria, la BCE cerca di ridurre l'incertezza e stabilizzare i mercati. A esempio, dichiarando che i tassi di interesse rimarranno bassi per un periodo prolungato, la BCE può incentivare gli investimenti e i consumi nel breve termine, sostenendo la crescita economica e l'inflazione.

## **Programma di Transazioni Monetarie Definitive (OMT)**

Il OMT è uno strumento introdotto dalla BCE nel 2012 per acquistare obbligazioni sovrane di Paesi dell'eurozona sotto stress finanziario. L'OMT è stato progettato per stabilizzare i mercati obbligazionari e ridurre i tassi di interesse sui titoli di Stato di quei Paesi, prevenendo il rischio di una frammentazione dell'area euro. L'annuncio dell'OMT ha contribuito a ripristinare la fiducia degli investitori e a ridurre i costi di finanziamento per i Paesi in difficoltà, pur richiedendo che questi aderissero a condizioni specifiche di politica economica.



## **Unione Bancaria**

L'introduzione dell'Unione Bancaria rappresenta una risposta strutturale fondamentale alla crisi finanziaria e del debito Sovrano che ha colpito l'eurozona. L'Unione Bancaria mira a rafforzare la supervisione e la gestione delle crisi nel settore bancario europeo, riducendo il rischio di futuri salvataggi pubblici e migliorando la stabilità finanziaria complessiva. Si articola in tre pilastri principali:

### **Meccanismo di Vigilanza Unico (SSM)**

Il SSM, affidato alla BCE, è responsabile della supervisione diretta delle maggiori banche dell'area euro. Questo meccanismo garantisce l'applicazione uniforme delle regole di vigilanza, promuovendo la solidità del sistema bancario e prevenendo crisi finanziarie.

### **Meccanismo di Risoluzione Unico (SRM)**

L'SRM gestisce la risoluzione delle banche in difficoltà in modo ordinato, minimizzando l'impatto sui contribuenti e sulla stabilità finanziaria. Esso assicura che le banche falliscano in maniera controllata, evitando ripercussioni negative sui mercati finanziari e sull'economia reale.

## **Fondo di Risoluzione Unico (SRF)**

Il SRF è un fondo finanziato dalle banche dell'area euro, utilizzato per sostenere la risoluzione delle banche in difficoltà. L'obiettivo è ridurre la necessità di utilizzare fondi pubblici per il salvataggio bancario, garantendo al contempo la stabilità finanziaria.

L'Unione Bancaria rappresenta un passo cruciale verso una maggiore integrazione finanziaria nell'eurozona, promuovendo la fiducia nel sistema bancario e aumentando la resilienza dell'economia europea di fronte a future crisi.

Le riforme strutturali dell'UE, inclusa l'Unione Bancaria, hanno rafforzato significativamente la resilienza del sistema finanziario europeo, migliorando la trasmissione della politica monetaria, riducendo il rischio sistemico e sostenendo la fiducia degli investitori. Tuttavia, restano sfide, come il completamento dell'Unione Bancaria e il miglioramento del coordinamento normativo a livello europeo, per affrontare efficacemente i rischi emergenti, inclusi quelli legati alle innovazioni tecnologiche e ai cambiamenti climatici.

## **3.2 Manovre di politica monetarie e fiscale: confronto USA e UE**

Le politiche monetarie adottate dalla BCE e dalla FED durante l'emergenza Coronavirus hanno giocato un ruolo cruciale nella risposta globale alla crisi economica scatenata dalla pandemia. Sebbene entrambe le istituzioni abbiano adottato misure espansive straordinarie per sostenere l'economia, le loro azioni sono state influenzate dalle differenti caratteristiche e dinamiche dei rispettivi contesti economici e finanziari.

### **3.2.1 Contesto economico e finanziario**

#### **Gli Stati Uniti e la FED**

Gli Stati Uniti sono caratterizzati da un'economia relativamente centralizzata con un mercato finanziario molto sviluppato e profondo. Il dollaro statunitense, essendo la principale valuta di riserva mondiale, offre alla FED un'influenza significativa sui mercati finanziari globali. Inoltre, la struttura economica degli Stati Uniti è più flessibile, con una maggiore propensione alla spesa da parte delle famiglie e delle imprese, e un sistema bancario che può rapidamente trasmettere le politiche monetarie.

## **La Zona Euro e la BCE**

La zona euro, d'altra parte, è un insieme di 19 Paesi con economie differenti, livelli di indebitamento variegati e differenze strutturali significative. La BCE deve affrontare una complessità aggiuntiva nel coordinare la politica monetaria comune in un'area economica che non è un'unione fiscale, dove i Paesi mantengono il controllo sui loro bilanci. Inoltre, l'euro non ha la stessa profondità e liquidità globale del dollaro, e l'Europa ha una maggiore dipendenza dal settore bancario tradizionale per la trasmissione della politica monetaria.

### **3.2.2 Contesto, Risposta e misure chiave adottate della BCE**

All'inizio della pandemia da COVID-19, la BCE si è trovata di fronte a un contesto macroeconomico caratterizzato da una crescita economica moderata e un'inflazione persistentemente bassa, significativamente inferiore al target del 2%. Questo scenario era ulteriormente complicato dalle profonde divergenze economiche tra i Paesi membri dell'area euro, che rendevano la trasmissione omogenea della politica monetaria una sfida complessa.

In risposta all'emergenza pandemica, il Consiglio Direttivo della BCE ha implementato una serie di misure straordinarie con l'obiettivo di sostenere l'offerta di credito a famiglie e imprese, garantire condizioni di liquidità favorevoli per gli istituti finanziari e prevenire una frammentazione eccessiva dei mercati finanziari all'interno dell'Eurozona. Di seguito vengono dettagliati i principali interventi adottati:

### **Pandemic Emergency Purchase Program (PEPP)**

Il 18 marzo 2020, la BCE ha lanciato il PEPP, un programma di acquisto di titoli specificamente progettato per contrastare gli effetti economici della pandemia, con una dotazione iniziale di €750 miliardi, successivamente aumentata a €1.850 miliardi. Il PEPP mirava a ridurre i costi di finanziamento sui mercati obbligazionari e a garantire l'efficacia della trasmissione della politica monetaria in tutta l'area euro. Questo programma ha ampliato il range di attività finanziarie eleggibili per l'acquisto, includendo titoli di stato e obbligazioni corporate, al fine di fornire un supporto ampio e flessibile all'economia durante la crisi.

### **Rimozione del Limite Massimo di Quote:**

Il 25 marzo 2020, la BCE ha eliminato il limite massimo del 33% sulla detenzione di emissioni sovrane nazionali per singolo paese, conferendo maggiore flessibilità agli acquisti di titoli sovrani nell'ambito del PEPP. Questa modifica normativa è stata cruciale per fornire sostegno a Paesi fortemente colpiti dalla pandemia, come Italia e Spagna, riducendo i rischi di frammentazione dei mercati del debito Sovrano.

### **Operazioni di Rifinanziamento a Più Lungo Termine (LTRO e TLTRO III)**

La BCE ha introdotto operazioni di rifinanziamento straordinarie, inclusi i Targeted Longer-Term Refinancing Operations (TLTRO III), che offrivano prestiti a lungo termine alle banche a tassi di interesse negativi, condizionati all'espansione del credito a famiglie e imprese. Questo incentivo monetario ha spinto le banche a continuare a erogare credito nonostante le avverse condizioni economiche, sostenendo l'attività economica e mitigando il rischio di una stretta creditizia.

## **Espansione dell'Asset Purchase Program (APP)**

In parallelo al PEPP, la BCE ha potenziato il suo preesistente programma di acquisto di attività (APP), aggiungendo €120 miliardi di acquisti netti durante il 2020. Questo intervento ha contribuito a mantenere condizioni di finanziamento favorevoli e a supportare la liquidità sui mercati finanziari.

## **Allentamento dei Requisiti di Collateral**

La BCE ha ampliato l'insieme degli asset ammissibili come garanzia nelle operazioni di rifinanziamento, includendo crediti derivanti dal finanziamento al settore corporate, per agevolare l'accesso delle banche alla liquidità necessaria. Questo allentamento delle regole sui collateral ha facilitato il flusso di credito verso l'economia reale, sostenendo la continuità operativa del sistema bancario.

Le misure adottate dalla BCE sono state finalizzate a preservare la stabilità finanziaria dell'Eurozona, garantendo che il sistema finanziario potesse continuare a operare senza interruzioni nonostante le condizioni economiche avverse imposte dalla pandemia. La BCE si è impegnata a mantenere un elevato livello di liquidità nel sistema, assicurando che gli istituti di credito potessero continuare a sostenere il tessuto produttivo e le famiglie, evitando una crisi finanziaria e garantendo la coesione dell'area euro.

### **3.2.3 Misure Chiave Adottate e Risposta della FED negli Stati Uniti**

Negli Stati Uniti, la situazione macroeconomica pre-pandemia era caratterizzata da un'espansione economica sostenuta, che rappresentava uno dei cicli di crescita più lunghi nella storia del paese, accompagnata da un tasso di disoccupazione ai minimi storici. Tuttavia, l'emergenza pandemica ha provocato un'immediata e profonda contrazione economica, una rapida impennata del tasso di disoccupazione e una recessione di notevole gravità.

Di seguito, si analizzano le principali misure implementate dalla FED per contrastare gli effetti della crisi:

#### **Riduzione dei Tassi di Interesse**

In risposta alla crisi, la FED ha adottato una politica monetaria fortemente espansiva, riducendo rapidamente il tasso sui fondi federali al limite inferiore vicino allo zero. Il federal Open Market Committee (FOMC) ha abbassato il tasso di riferimento a un intervallo target compreso tra 0% e 0,25%, segnalando l'intenzione di mantenere questa stance accomodante fino a quando l'economia non avesse evidenziato progressi significativi verso gli obiettivi di piena occupazione e stabilità dei prezzi. Questa misura mirava a ridurre il costo del credito, sostenere l'attività economica e prevenire una crisi di liquidità nel sistema finanziario.



## **Quantitative Easing (QE)**

La FED ha ampliato significativamente i suoi programmi di acquisto di titoli, avviando un nuovo ciclo di quantitative easing. Questo ha comportato l'acquisto su larga scala di titoli del Tesoro e di obbligazioni garantite da ipoteche (Mortgage-Backed Securities – MBS) (McConnell, J. J., & Buser, S. A. (2011)), con l'obiettivo di fornire liquidità ai mercati finanziari, abbassare i tassi di interesse a lungo termine e sostenere la domanda aggregata. Il QE ha avuto un ruolo cruciale nel mantenere stabili i mercati finanziari e facilitare le condizioni di finanziamento durante la crisi.

## **Facilità di Credito d'Emergenza**

La FED ha implementato una serie di facilità di credito d'emergenza per sostenere i mercati finanziari e garantire che il flusso di credito verso l'economia reale non si interrompesse. Tra questi strumenti vi erano il Primary Market Corporate Credit Facility (PMCCF) e il Secondary Market Corporate Credit Facility (SMCCF), che hanno fornito prestiti diretti alle grandi imprese e sostenuto i mercati del credito corporate. Inoltre, la FED ha introdotto il Main Street Lending Program, mirato a supportare le PMI, e ha contribuito al finanziamento del PPPF, volto a preservare i posti di lavoro nelle PMI (Marsh, W. B., & Sharma, P. (2024)).

## **Sostegno Fiscale**

Contestualmente agli interventi di politica monetaria, il governo federale ha implementato misure di stimolo fiscale senza precedenti, tra cui il Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security (CARES) Act, un pacchetto di stimoli da oltre \$2 trilioni. Questa iniziativa ha fornito sostegno diretto a famiglie, imprese e governi locali attraverso trasferimenti diretti, sussidi di disoccupazione ampliati, e finanziamenti per stabilizzare le amministrazioni locali, coordinandosi con le azioni della FED per rafforzare l'impatto complessivo delle politiche di risposta alla crisi.

Le misure adottate dalla FED e il coordinamento con la politica fiscale hanno mirato a mitigare gli effetti negativi della pandemia sull'economia statunitense, assicurando la stabilità finanziaria e sostenendo la ripresa economica nel medio termine. Questi interventi hanno contribuito a mantenere condizioni di liquidità abbondanti e a preservare il funzionamento efficiente dei mercati finanziari, evitando un collasso sistemico durante una delle crisi più severe della storia recente.

### **3.2.4 Confronto tra le Politiche di BCE e FED**

La crisi pandemica della COVID-19 ha rappresentato una sfida economica senza precedenti, richiedendo risposte rapide e incisive da parte delle principali Banche Centrali del mondo, tra cui la BCE e la FED. Entrambe le istituzioni hanno adottato strumenti di politica monetaria non convenzionale per affrontare la crisi, ma le loro risposte sono state modellate dalle diverse condizioni economiche, istituzionali e strutturali delle rispettive aree di competenza.

Durante la pandemia da COVID-19, sia la BCE che la FED degli Stati Uniti hanno adottato una serie di misure di politica monetaria non convenzionale per mitigare gli effetti economici negativi della crisi sanitaria globale. Queste misure erano finalizzate a sostenere la liquidità nei mercati finanziari, mantenere bassi i tassi di interesse e garantire un flusso di credito adeguato all'economia reale. Le principali azioni intraprese includono:

## **Acquisto di Titoli (Quantitative Easing - QE)**

Entrambe le Banche Centrali hanno ampliato significativamente i loro programmi di acquisto di titoli, noti come Quantitative Easing (QE), per sostenere la liquidità nel sistema finanziario e abbassare i tassi di interesse a lungo termine.

La BCE ha lanciato il PEPP, che ha previsto l'acquisto massiccio di titoli di Stato e obbligazioni del settore privato per stabilizzare i mercati finanziari, evitare frammentazioni nell'eurozona e mantenere condizioni di finanziamento favorevoli. Il PEPP ha avuto un'importante flessibilità in termini di composizione e tempistica degli acquisti, consentendo alla BCE di intervenire in modo mirato nei mercati più colpiti dalla crisi.

La FED ha avviato un programma di acquisto illimitato di titoli del Tesoro e di obbligazioni garantite da ipoteca (Mortgage-Backed Securities, MBS), oltre ad espandere gli acquisti di obbligazioni societarie e strumenti di debito municipale. Questi interventi sono stati finalizzati a sostenere il funzionamento dei mercati del credito e a garantire che le condizioni finanziarie rimassero favorevoli per famiglie e imprese.

## **Tassi di Interesse Vicini allo Zero**

Sia la BCE che la FED hanno mantenuto i tassi di interesse di riferimento a livelli prossimi allo zero per incentivare il credito e stimolare l'attività economica.

La BCE ha mantenuto il tasso sui depositi a -0,5% e il tasso principale di rifinanziamento a 0%, garantendo condizioni di finanziamento ultra-espansive. Questa politica ha reso più conveniente per le banche commerciali ottenere liquidità dalla BCE e ha incoraggiato l'erogazione di prestiti a famiglie e imprese.

La FED ha ridotto rapidamente il suo tasso di interesse di riferimento (Federal Funds Rate) a un intervallo compreso tra 0% e 0,25%, dichiarando che questi tassi sarebbero rimasti bassi fino a quando l'economia non avesse mostrato segni di ripresa sostenuta, specialmente in termini di occupazione e inflazione.

## **Operazioni di Rifinanziamento a Condizioni Flessibili**

Entrambe le Banche Centrali hanno introdotto o potenziato operazioni di rifinanziamento a condizioni favorevoli per garantire che le banche avessero accesso a finanziamenti sufficienti per sostenere l'economia reale.

La BCE ha ampliato le sue "Operazioni di Rifiinanziamento a Lungo Termine mirate" (TLTRO III), offrendo prestiti a tassi molto bassi, e in alcuni casi negativi, alle banche che continuavano a prestare alle piccole e medie imprese e alle famiglie. Questo ha incentivato le banche a mantenere o aumentare il flusso di credito all'economia reale, supportando così la ripresa economica.

La FED ha lanciato diverse linee di credito, tra cui il "Main Street Lending Program", che ha fornito finanziamenti diretti alle piccole e medie imprese attraverso le banche commerciali, e ha implementato operazioni di "repurchase agreement" (repo) per fornire liquidità di breve termine alle istituzioni finanziarie.

La BCE ha dovuto affrontare la sfida aggiuntiva della frammentazione economica all'interno dell'Eurozona, una zona monetaria unica composta da Paesi con condizioni economiche, strutturali e fiscali diverse. Questa frammentazione rischiava di compromettere l'efficacia della politica monetaria, poiché gli shock economici e la capacità di risposta fiscale variavano significativamente tra i membri dell'Eurozona.

In risposta alla crisi, la BCE ha lanciato il PEPP, un programma di acquisto di titoli che, oltre a rafforzare il QE esistente, ha fornito una flessibilità maggiore nell'acquisto di titoli di Stato e privati. Questa flessibilità ha permesso alla BCE di affrontare la frammentazione intervenendo più pesantemente nei mercati dei titoli sovrani di Paesi particolarmente colpiti dalla pandemia, come l'Italia e la Spagna, per evitare un aumento eccessivo degli spread e garantire una trasmissione omogenea della politica monetaria in tutta l'Eurozona.

La BCE ha potenziato le TLTROs, offrendo alle banche finanziamenti a lungo termine a tassi molto bassi, o addirittura negativi, a condizione che queste continuassero a prestare denaro all'economia reale. Questo strumento è stato cruciale per garantire che il credito rimanesse disponibile, soprattutto nei Paesi più colpiti dalla crisi, contribuendo a stabilizzare l'economia e prevenire una contrazione più profonda.

La FED, operando in un contesto FEDerale unificato, ha potuto concentrarsi maggiormente sulla stabilizzazione della domanda interna e sul sostegno diretto al credito, supportata da un forte stimolo fiscale da parte del governo FEDerale degli Stati Uniti.

La FED ha esteso il suo programma di acquisto di titoli a una vasta gamma di asset, inclusi titoli del Tesoro e titoli garantiti da ipoteca (MBS), ma anche obbligazioni societarie, che sono state acquistate sia sul mercato primario che secondario. Questo intervento ha avuto l'obiettivo di stabilizzare i mercati finanziari, ridurre i costi di finanziamento per le imprese e sostenere la fiducia degli investitori.

La FED ha anche implementato vari programmi di prestito diretto, tra cui il Main Street Lending Program, per fornire credito alle piccole e medie imprese, e il Municipal Liquidity Facility, per supportare il finanziamento degli enti locali e statali. Questi programmi hanno facilitato il flusso di credito alle entità che altrimenti avrebbero avuto difficoltà ad accedere ai mercati finanziari durante la crisi.

Le risposte della BCE e della FED riflettono le differenze nelle strutture economiche e istituzionali dei rispettivi contesti.



## **Contesto FEDerale Unificato vs. Area Euro Frammentata**

La FED, operando in un contesto federale con un unico bilancio e una maggiore integrazione economica tra gli Stati, ha potuto adottare misure più dirette per stimolare la domanda interna. La BCE, invece, ha dovuto tener conto delle differenze tra gli Stati membri dell'Eurozona e della necessità di evitare che la frammentazione compromettesse l'efficacia della sua politica monetaria.

Coordinamento tra Politica Monetaria e Fiscale: Negli Stati Uniti, la forte risposta fiscale del governo federale ha integrato le azioni della FED, amplificando l'impatto complessivo delle misure di stimolo. Nell'Eurozona, invece, la risposta fiscale è stata più disomogenea, con differenze significative tra i vari Paesi, il che ha reso ancora più cruciale l'intervento della BCE per sostenere l'economia.

In sintesi, mentre la BCE e la FED hanno utilizzato strumenti simili per affrontare la crisi pandemica, le loro risposte sono state adattate alle rispettive condizioni economiche e istituzionali. La BCE ha dovuto affrontare la sfida della frammentazione economica all'interno dell'Eurozona, adottando misure per garantire una trasmissione omogenea della politica monetaria, mentre la FED ha potuto concentrarsi maggiormente sulla stabilizzazione della domanda interna e sul sostegno diretto al credito, supportata da un forte stimolo fiscale federale. Queste differenze riflettono le diverse realtà operative delle due istituzioni, ma entrambe le Banche Centrali hanno svolto un ruolo cruciale nel mitigare gli effetti economici della pandemia.

### **3.2.5 Piano di Ripresa dell'UE e Next Generation EU**

La pandemia da COVID-19 ha messo in luce l'importanza di una cooperazione rafforzata a livello europeo per affrontare le crisi economiche e sociali. Di fronte a una crisi senza precedenti, l'UE ha adottato misure straordinarie per sostenere i Paesi membri, evidenziando la necessità di un'azione collettiva e coordinata. Tra le iniziative più significative vi è stato il lancio del Next Generation EU (NGEU), un piano di ripresa economica senza precedenti che ha

segnato un importante passo avanti nella capacità dell'UE di rispondere alle crisi.

Il Next Generation EU rappresenta un pacchetto di investimenti di €750 miliardi, di cui €390 miliardi destinati a sovvenzioni e €360 miliardi a prestiti a basso costo per i Paesi membri. Questo fondo è stato concepito non solo per favorire la ripresa economica post-pandemia, ma anche per promuovere una trasformazione strutturale delle economie europee, concentrandosi su due grandi sfide del XXI secolo: la transizione verde e la trasformazione digitale. Tra i progetti finanziati dal NGEU, vi sono quelli relativi all'efficienza energetica, alla mobilità sostenibile, all'innovazione tecnologica, e alla digitalizzazione dei servizi pubblici e privati.

Il NGEU si aggiunge al Quadro Finanziario Pluriennale (QFP) 2021-2027, portando il totale degli interventi finanziari a €1.824,3 miliardi. Questo massiccio pacchetto di interventi è stato reso possibile grazie a una storica decisione dell'UE di emettere debito comune sui mercati finanziari, segnalando una maggiore integrazione economica e finanziaria tra gli Stati membri. La mutualizzazione del debito rappresenta un cambiamento significativo rispetto alle politiche precedenti, rispecchiando una solidarietà europea rafforzata in risposta alla crisi.

Oltre al Next Generation EU, l'UE ha implementato altri strumenti per affrontare le conseguenze socioeconomiche della pandemia. Il programma SURE (Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency) è stato uno degli strumenti più rilevanti, fornendo fino a €100 miliardi di prestiti a condizioni favorevoli agli Stati membri per sostenere i regimi di cassa integrazione e altre misure simili destinate a proteggere l'occupazione. Questo strumento ha contribuito a ridurre l'impatto della pandemia sul mercato del lavoro europeo, proteggendo milioni di posti di lavoro e evitando un'impennata della disoccupazione.

Un altro strumento cruciale è stato il Meccanismo Europeo di Stabilità (MES) nella sua versione sanitaria. Questa linea di credito è stata messa a disposizione dei Paesi membri per coprire le spese sanitarie dirette e indirette legate alla pandemia, come l'acquisto di attrezzature mediche, il rafforzamento delle infrastrutture sanitarie, e il finanziamento delle campagne di vaccinazione. Sebbene l'accesso al MES sanitario sia stato meno utilizzato rispetto ad altri strumenti, esso ha rappresentato un'opzione aggiuntiva per i Paesi che necessitavano di supporto finanziario in condizioni agevolate.

Le politiche monetarie e fiscali adottate in risposta alla pandemia da parte delle principali istituzioni, come la BCE e la FED, sono state fondamentali per stabilizzare le economie europee e statunitensi. La BCE ha introdotto un vasto programma di acquisto di titoli, il PEPP, con una dotazione iniziale di €750 miliardi, successivamente aumentata a €1.850 miliardi. Questo programma ha garantito la liquidità necessaria ai mercati finanziari, mantenendo bassi i costi di finanziamento per i governi e sostenendo le condizioni favorevoli per la ripresa economica.

In parallelo, la FED ha adottato misure aggressive per sostenere l'economia statunitense, tra cui l'abbassamento dei tassi di interesse a livelli quasi zero, l'espansione del programma di acquisto di titoli (quantitative easing), e l'introduzione di nuovi strumenti per fornire liquidità alle imprese e alle istituzioni finanziarie. Queste misure hanno contribuito a mantenere la stabilità dei mercati finanziari e a stimolare la domanda aggregata in un contesto di forte contrazione economica.

In sintesi, le risposte politiche alla pandemia hanno dimostrato l'importanza cruciale di un coordinamento tra politiche monetarie e fiscali. In Europa, la combinazione tra le misure della BCE, il Next Generation EU, il SURE, e il MES sanitario ha rappresentato una risposta integrata e flessibile, capace di adattarsi alle diverse esigenze degli Stati membri. La pandemia ha dunque accelerato il processo di integrazione economica e finanziaria in Europa, evidenziando la necessità di strumenti comuni e di una solidarietà rafforzata per affrontare le crisi future.

### **3.3 Misure di stabilità finanziaria**

A differenza della stabilità dei prezzi, la stabilità finanziaria rappresenta un concetto complesso e multifattoriale, la cui definizione e misurazione pongono sfide significative. Questa complessità deriva dall'interdipendenza e dalle intricate interazioni tra i vari componenti del sistema finanziario e la loro connessione con l'economia reale. La natura temporale e transfrontaliera di queste interazioni aggiunge ulteriori livelli di difficoltà nell'analisi.

Negli ultimi due decenni, i ricercatori delle Banche Centrali hanno sperimentato vari indicatori per catturare le condizioni di stabilità finanziaria. Attraverso i loro Financial Stability Reports (FSR), si sono concentrati sulla valutazione dei rischi, identificando indicatori chiave per monitorare la stabilità del sistema finanziario. In parallelo, sono in corso sforzi per sviluppare una misura aggregata unica che rifletta il livello complessivo di fragilità o stress finanziario. Queste misure quantitative composite mirano a rendere più accessibile e intuitiva la valutazione delle condizioni finanziarie, consentendo ai decisori politici e agli operatori del mercato di monitorare la stabilità finanziaria, anticipare le fonti di tensione e comunicare efficacemente l'impatto delle condizioni di mercato.

L'approccio allo sviluppo di tali misure ha subito un'evoluzione significativa, passando da una prospettiva microprudenziale a una macroprudenziale. Inizialmente, l'attenzione era rivolta agli indicatori di allarme precoce e al monitoraggio del rischio di default delle singole istituzioni bancarie. Successivamente, l'analisi si è ampliata a una valutazione dei rischi a livello di mercati finanziari, istituzioni e infrastrutture, con un focus crescente sulla dinamica comportamentale, sull'accumulo potenziale di instabilità e sui meccanismi di trasmissione degli shock. La necessità di colmare le lacune nei dati tra diverse aree

geografiche continua a essere oggetto di dibattito e di ulteriori ricerche.

Nell'analisi di un rapporto di mercato sull'andamento delle azioni rispetto ai titoli di Stato nel breve periodo, emerge chiaramente come le fluttuazioni nella domanda di asset rischiosi da parte degli investitori siano frequenti. Queste variazioni, in relazione agli asset considerati più sicuri, non possono essere attribuite esclusivamente alle fluttuazioni nella percezione del rischio, ma anche all'atteggiamento aggregato degli investitori nei confronti del rischio.

Le oscillazioni temporali nella propensione o avversione al rischio degli investitori possono influenzare non solo l'entità della retribuzione richiesta per l'assunzione di rischio, ma anche la reattività dei mercati agli shock. In condizioni di mercato caratterizzate da un basso appetito per il rischio, notizie negative possono portare a una rivalutazione significativa degli asset rischiosi, più marcata rispetto a periodi di elevato appetito per il rischio. Di conseguenza, il sentiment e l'atteggiamento degli investitori nei confronti del rischio giocano un ruolo cruciale nella trasmissione degli shock all'interno del sistema finanziario, potendo fungere da amplificatori delle dinamiche di mercato.



La valutazione delle condizioni di stabilità dei mercati finanziari richiede quindi una comprensione approfondita della propensione o avversione al rischio degli investitori e della sua evoluzione. La letteratura ha proposto diversi indicatori per quantificare tale propensione, basati sia su modelli teorici che su approcci ad hoc che aggregano informazioni provenienti dai dati di mercato.

Tra questi, gli indicatori Global Risk Appetite Index (GRAI) hanno acquisito particolare rilevanza. Il GRAI si basa sull'assunto che il prezzo di un'attività rischiosa rifletta una valutazione implicita del suo rischio, con una relazione monotona tra i rendimenti in eccesso e le misure di rischiosità percepita. Tuttavia, l'interpretazione della propensione al rischio sottesa a questi indicatori può variare, sollevando questioni riguardanti la loro utilità e coerenza. Le scelte relative alle specifiche, agli input e alla durata del periodo di calcolo dei rendimenti possono influenzare significativamente i risultati degli indicatori GRAI.

Uno studio recente ha cercato di ampliare la comprensione degli indicatori di propensione al rischio, focalizzandosi sulla classe GRAI e introducendo una versione modificata, il Factor-Extended Global Risk Appetite Index (F-GRAI), che utilizza la correlazione di rango. L'analisi include una presentazione teorica della classe GRAI, seguita da un'analisi empirica dei GRAI come indicatori di

avversione al rischio globale, con un focus sui mercati internazionali, azionari e obbligazionari. La recente fase di stress nei mercati finanziari fornisce un contesto rilevante per valutare l'efficacia di questi indicatori, tenendo conto delle scelte metodologiche adottate.

I risultati empirici suggeriscono che una durata di 12 settimane per il calcolo dei rendimenti, l'utilizzo di matrici di varianza-covarianza scalate e l'applicazione della correlazione di rango Kumar e Persaud (1984), insieme alla versione modificata dell'estensione fattoriale proposta da Misina, offrono una performance empirica plausibile, soprattutto durante periodi di crisi finanziaria. Lo studio sottolinea l'importanza delle decisioni tecniche nella costruzione e nell'uso degli indicatori di propensione al rischio, offrendo una comprensione più approfondita del loro funzionamento e della loro applicabilità nel monitoraggio della stabilità finanziaria.

### **3.4 Impatto delle innovazioni finanziarie sulle statistiche economiche e finanziarie**

Negli ultimi tre decenni, i sistemi finanziari globali hanno subito pressioni crescenti derivanti dai processi di liberalizzazione e globalizzazione, che hanno avuto un impatto significativo sulle dinamiche di funzionamento e sulla struttura dei mercati finanziari. Questi fenomeni hanno catalizzato un rinnovato interesse verso lo studio comparativo dei sistemi finanziari nazionali, con particolare attenzione all'economia istituzionale e al confronto tra diverse forme di capitalismo. Un punto centrale di questo dibattito riguarda la tendenza alla convergenza o divergenza dei sistemi finanziari globali. Sebbene esistano ampie teorie e applicazioni empiriche sulla convergenza del reddito pro capite, risulta carente un quadro teorico consolidato che affronti la convergenza dei sistemi finanziari o delinea un "sistema finanziario ottimale".

In un contesto di crescente globalizzazione, deregolamentazione, integrazione economica e armonizzazione delle regole di governance, si potrebbe ipotizzare una tendenza alla convergenza delle caratteristiche dei sistemi finanziari. Alcuni studiosi sostengono che la tradizionale dicotomia tra sistemi finanziari "basati sulle banche" e "basati sul mercato" sia ormai obsoleta, proponendo invece una crescente omogeneità tra i sistemi finanziari europei e quelli anglosassoni.

L'indagine sulla convergenza finanziaria è un tema di crescente interesse empirico, studiato attraverso vari metodi e indicatori. In questo contesto, si propone una nuova prospettiva focalizzata sulla convergenza delle principali attività finanziarie nei portafogli delle famiglie. Si ipotizza che la composizione degli asset familiari, rapportata al reddito disponibile, possa fornire indicazioni rilevanti sulle caratteristiche strutturali dei sistemi finanziari. A esempio, la prevalenza di azioni quotate è tipica dei sistemi "basati sul mercato", come nel Regno Unito e negli Stati Uniti, mentre valuta e depositi sono più rilevanti in economie come Germania, Italia e Giappone, spesso classificate come "basate sulle banche".

L'analisi in questione si distingue per l'orizzonte temporale, utilizzando un dataset che copre un periodo a partire dal 1980 per nove economie OCSE: Stati Uniti, Giappone, Germania, Francia, Regno Unito, Italia, Canada, Spagna e Austria. Quest'analisi è frutto di una collaborazione tra l'OCSE, Pioneer Investment e alcune Banche Centrali nazionali.

L'analisi dei depositi evidenzia differenze significative nell'intensità della disintermediazione bancaria tra i Paesi OCSE. Negli Stati Uniti, ad esempio, si osserva una riduzione del peso dei depositi bancari e postali a favore dei fondi del mercato monetario, mentre in economie come Giappone, Italia, Austria e Germania, dove i sistemi finanziari mantengono una struttura più tradizionalmente bancaria, l'importanza dei depositi rimane rilevante. Anche i titoli diversi dalle azioni mostrano una rilevanza variabile tra i Paesi: le famiglie italiane, ad esempio, detengono una significativa quantità di titoli bancari e governativi, una tendenza meno marcata in altre nazioni. Queste differenze possono essere spiegate da fattori quali il trattamento fiscale e le scadenze variabili dei prestiti.

Gli studiosi del FMI hanno rilevato che le famiglie mostrano diverse propensioni al rischio a seconda del Paese.

Un contributo significativo alla comprensione dei sistemi di pagamento e regolamento è offerto dalla Banca dei Regolamenti Internazionali (BRI), che dal 1988 raccoglie statistiche dettagliate sui Paesi del G10. Questa iniziativa, estesa progressivamente a giurisdizioni finanziarie chiave come Hong Kong SAR e Singapore, mira a creare un quadro comparativo per l'analisi dell'evoluzione e dell'efficienza dei sistemi di pagamento a livello internazionale. I dati, pubblicati annualmente nel "Libro Rosso" della BRI, coprono

un'ampia gamma di indicatori, dalle transazioni al dettaglio ai sistemi di trasferimento interbancario.

Negli anni '90, l'introduzione di schemi di moneta elettronica ha segnato un cambiamento significativo nel panorama dei pagamenti, monitorato attentamente dalla BRI attraverso una serie di indagini. Questi studi hanno analizzato l'espansione della moneta elettronica e dei pagamenti online e mobili, evidenziando l'impatto di queste innovazioni sul comportamento dei consumatori e sulla struttura del mercato dei pagamenti. Tuttavia, la rapidità con cui evolvono questi strumenti rappresenta una sfida per la raccolta e l'aggiornamento continuo dei dati.

In conclusione, le statistiche sui sistemi di pagamento e regolamento raccolte dalla BRI costituiscono una risorsa essenziale per l'analisi dell'economia dei pagamenti e l'identificazione delle tendenze emergenti. Questo lavoro rappresenta un contributo cruciale per i policymakers e i ricercatori, fornendo una solida base per lo sviluppo di politiche informate e di nuovi strumenti finanziari in un contesto di rapida evoluzione tecnologica.

### 3.5 Misurare l'Incertezza della Politica Economica

Gli indici di *Economic Policy Uncertainty* (EPU) rappresentano uno strumento innovativo per quantificare l'incertezza economica, con un particolare focus sull'incertezza legata alle politiche economiche, attraverso un'analisi quantitativa delle menzioni nei media. Questi indici misurano l'incertezza percepita mediante un'analisi approfondita della copertura giornalistica, catturando le preoccupazioni e le aspettative degli attori economici riguardo alle decisioni politiche ed economiche Lin, B., & Bai, R. (2021), Sagner, A., & Becerra, J. S. (2023).

La selezione delle fonti giornalistiche è determinante per garantire che l'indice rifletta fedelmente il contesto mediatico e il sentiment prevalente in un dato paese. Ad esempio, per gli Stati Uniti, vengono scelti i dieci maggiori quotidiani, tra cui *The New York Times*, *The Washington Post* e *The Wall Street Journal*, noti per la loro autorevolezza e l'influenza sull'opinione pubblica.

Il processo di creazione dell'indice si basa su una serie di parole chiave che coprono tre aree fondamentali: incertezza, con termini come "uncertainty" o "uncertain" che identificano la presenza di sentimenti di incertezza; economia, con parole come "economic" o "economy" che garantiscono che gli articoli siano incentrati su temi economici; politica economica, con riferimenti a entità politiche e istituzionali come "Congress", "deficit", "FED", "legislation", "regulation" o "White House" utilizzati per individuare discussioni relative alle politiche economiche.

Gli articoli che includono almeno una parola chiave per ciascuna di queste categorie sono conteggiati nel calcolo dell'indice. Questo processo è automatizzato e applicato su base giornaliera o mensile, a seconda dell'indice specifico.

Per compensare le fluttuazioni nel numero totale di articoli pubblicati, i conteggi vengono normalizzati, consentendo all'indice di riflettere le variazioni relative nell'attenzione mediatica piuttosto che quelle assolute. Questo approccio garantisce un confronto più accurato nel tempo, eliminando distorsioni dovute a cambiamenti nel volume complessivo di pubblicazioni.

L'indice EPU si ottiene come media ponderata del numero di articoli pertinenti, offrendo una misura sintetica dell'incertezza economica per il periodo di riferimento.



Gli indici EPU sono ampiamente utilizzati in numerosi studi economici per valutare l'impatto dell'incertezza economica su diversi aspetti dell'economia, tra cui la crescita economica, in quanto un elevato livello di incertezza tende a rallentare la crescita economica poiché imprese e consumatori adottano comportamenti più prudenti nelle loro decisioni di spesa e investimento; gli investimenti aziendali, poiché le imprese possono ritardare o ridurre gli investimenti in presenza di alta incertezza, influenzando negativamente la produttività e la crescita futura; la volatilità dei mercati finanziari, con cui gli indici EPU mostrano una correlazione, dato che l'incertezza politica ed economica può innescare movimenti significativi nei prezzi degli asset finanziari; e la politica monetaria, dato che le Banche Centrali possono utilizzare gli indici EPU come uno dei fattori per calibrare le loro politiche monetarie, adattando i tassi di interesse o altre misure per mitigare l'impatto dell'incertezza sull'economia.

Tuttavia, gli indici EPU presentano alcune limitazioni, tra cui bias editoriali, poiché gli articoli inclusi possono riflettere i bias editoriali delle fonti, portando a una possibile distorsione nella percezione dell'incertezza economica; sensibilità agli eventi, in quanto l'indice può sovrastimare l'incertezza in risposta a eventi temporanei che potrebbero non avere un impatto duraturo sull'economia reale; e percezione vs. realtà, dato che l'indice misura l'incertezza percepita nei media, che potrebbe non corrispondere alla reale incertezza vissuta dagli attori economici, creando una discrepanza tra percezione e realtà economica.

Questi indici offrono dunque una visione preziosa ma non priva di complessità, utile per comprendere meglio l'interazione tra politica, economia e sentiment degli investitori in un contesto di crescente incertezza globale.

## **4 Over-the-counter loans, selezione avversa e stigma nel mercato interbancario, mercati delle cartolarizzazioni e Banche Centrali**

### **4.1 Over-the-counter loans, selezione avversa e stigma nel mercato interbancario**

Uno dei compiti primari delle Banche Centrali, come la FED, è garantire la stabilità e la liquidità del sistema finanziario, soprattutto nei periodi di tensione. A tal fine, la finestra di sconto rappresenta uno strumento cruciale, consentendo alle banche di ottenere liquidità direttamente dalla FED, specialmente quando la domanda di liquidità è elevata e la fiducia tra i partecipanti al mercato è ridotta (Carlson, M., & Rose, J. (2017)). Questo strumento diventa essenziale quando il mercato interbancario non funziona in modo efficace, sia per fattori specifici sia durante le crisi finanziarie.

Mentre le banche possono scambiarsi liquidità tra loro, in situazioni di stress la disponibilità può essere limitata. È in questi casi che la Banca Centrale interviene, fornendo la liquidità aggiuntiva necessaria per alleviare le tensioni nel mercato. La finestra di sconto è il principale meccanismo attraverso cui la FED ha risposto a vari episodi di instabilità finanziaria. Anche in condizioni normali, contribuisce alla stabilità del mercato interbancario, fungendo da strumento di ultima istanza per le banche che necessitano di fondi.

Quando le riserve liquide si esauriscono e il costo del finanziamento sul mercato interbancario diventa proibitivo, le banche possono rivolgersi alla finestra di sconto. In questo contesto, il tasso di interesse della finestra di sconto può agire come un tetto per i tassi di mercato, svolgendo un ruolo centrale nella politica monetaria e nel mantenimento della stabilità dei tassi sui fondi federali.

Negli anni '80 e '90, la FED concedeva prestiti attraverso la finestra di sconto a tassi inferiori rispetto al target dei fondi federali. Tuttavia, dal 9 gennaio 2003, la politica è cambiata: la FED ha iniziato a offrire prestiti garantiti a un tasso superiore al target dei fondi federali, in un regime noto come "agevolazione di tipo Lombard". Questo cambio di politica, volto a ridurre il ricorso eccessivo alla finestra di sconto, mirava a far sì che il tasso della finestra di sconto fungesse da limite massimo per i tassi di mercato dei fondi federali (Ennis, H. M., & Weinberg, J. A. (2013)). Nonostante ciò, alcuni studi hanno evidenziato la riluttanza delle banche a utilizzare la finestra di sconto, temendo ulteriori controlli da parte delle autorità di vigilanza.

Durante la crisi finanziaria del 2007, la FED ha ridotto lo spread del tasso della finestra di sconto per favorire l'erogazione di prestiti a lungo termine. Tuttavia, questa misura non ha portato a un significativo aumento dei prestiti, spingendo la FED a introdurre la Term Auction Facility (TAF) (Sean Campbell, Daniel Covitz, William Nelson, Karen Pence (2011)) a dicembre dello stesso anno, offrendo alle banche un accesso a liquidità con condizioni analoghe alla finestra di sconto, ma con minore esposizione allo stigma.

L'introduzione della TAF è stata interpretata come un tentativo di mitigare l'“effetto stigma”, secondo il quale le banche evitano di ricorrere agli strumenti di emergenza della banca centrale per non essere percepite come in difficoltà. La TAF, riducendo la visibilità del ricorso al sostegno della FED, ha diminuito il rischio di stigmatizzazione, come suggerito da Armantier et al. (2011).

Nel contesto teorico, si considerano diversi scenari economici e tipologie di banche, liquide e illiquide, con una molteplicità di investitori. Le banche illiquide, che necessitano di prendere a prestito fondi a lungo termine per far fronte a impegni a breve termine, possono affrontare penalità significative se i loro asset si rivelano di bassa qualità. Al contrario, le banche liquide, con fondi disponibili, possono fornire liquidità nel mercato interbancario, consentendo una riallocazione dei fondi tra le banche.

Il modello esamina le implicazioni delle informazioni private nella riallocazione dei fondi e il ruolo della finestra di sconto come strumento di segnalazione e stabilizzazione. Le banche illiquide utilizzano la finestra di sconto per trasferire fondi dal futuro al presente, affrontando costi impliciti ed espliciti dovuti alla difficoltà di ottenere finanziamenti in condizioni normali.

Nonostante le difficoltà legate allo stigma, la finestra di sconto rimane un meccanismo cruciale per rispondere alle perturbazioni finanziarie. La FED, durante le crisi del nuovo millennio, ha dovuto fornire significative quantità di liquidità attraverso la finestra di sconto e la TAF per garantire la stabilità del mercato. Le autorità di regolamentazione riconoscono l'importanza di questo strumento e incoraggiano le banche a utilizzarlo quando necessario, nonostante lo stigma persista.

Lo stigma limita l'efficacia della finestra di sconto, specialmente durante i periodi di stress, poiché gli investitori potrebbero interpretare il ricorso a questo strumento come un segnale di debolezza. Ciò può portare a reazioni avverse da parte dei depositanti e dei proprietari di titoli bancari, aggravando i problemi di liquidità e complicando l'attuazione della politica monetaria.

La FED ha cercato di ridurre lo stigma associato all'uso della finestra di sconto, uno strumento di politica monetaria che consente alle banche di ottenere liquidità a breve termine in caso di necessità. Lo stigma è la percezione negativa che si associa alle banche che ricorrono a questo meccanismo, interpretato come un segnale di debolezza finanziaria Carlson, Mark, and Jonathan D. Rose (2017). Questo ha storicamente limitato l'uso della finestra di sconto, poiché le banche temono che il ricorso a tale strumento possa minare la

fiducia dei mercati e dei loro clienti, creando potenzialmente un effetto negativo a catena.

### **Tentativi della FED di ridurre lo stigma**

Per ridurre l'impatto dello stigma, la FED ha modificato il design della finestra di sconto in diversi modi. Uno dei principali cambiamenti è stato l'introduzione di condizioni più favorevoli, come il prolungamento delle scadenze dei prestiti e il miglioramento dei tassi di interesse applicati. Inoltre, la FED ha cercato di rendere il ricorso alla finestra di sconto meno visibile, cercando di garantire che l'uso del credito non fosse interpretato come un segnale di difficoltà finanziarie.

Tra le altre iniziative, la FED ha creato nuove linee di credito, come il TAF durante la crisi finanziaria del 2007-2008, che permetteva alle banche di ottenere finanziamenti senza essere direttamente associate alla finestra di sconto tradizionale. Il TAF e strumenti simili hanno avuto successo nel mitigare l'effetto stigma, poiché distribuivano liquidità in modo più discreto e in contesti in cui le banche non si sentivano esposte a giudizi negativi. L'uso di programmi come il primary Dealer Credit Facility (PDCF) e il Commercial Paper Funding Facility (CPFF) ha rappresentato un ulteriore passo in questa direzione, rendendo la liquidità accessibile



a una platea più ampia di istituzioni finanziarie, al di là delle sole banche.

### **Persistenza delle sfide**

Nonostante questi sforzi, l'effetto stigma continua a influenzare le politiche della FED. Una delle principali sfide è che, malgrado le riforme, il ricorso alla finestra di sconto è ancora percepito come un segnale di vulnerabilità, soprattutto nei mercati finanziari dove la trasparenza e la fiducia sono fondamentali. Le banche temono che l'uso della finestra possa esporle a speculazioni negative, perdite di clienti o costi di finanziamento più elevati. Ciò porta le banche a preferire l'accesso a fonti di liquidità alternative, come i prestiti interbancari, anche in situazioni in cui la finestra di sconto sarebbe una soluzione più rapida ed efficiente.

Questo ha ripercussioni anche sul funzionamento del mercato interbancario. In momenti di stress finanziario, quando la fiducia tra le banche è limitata e il credito interbancario si contrae, lo stigma può rendere più difficile per le banche accedere rapidamente alla liquidità, aggravando le tensioni di mercato. Durante la crisi del 2008, ad esempio, molte banche esitavano a usare la finestra di sconto nonostante il deterioramento della liquidità nel sistema.

## **Implicazioni per le politiche della FED**

L'effetto stigma continua a rappresentare una preoccupazione per la FED, che si sforza di garantire che gli strumenti di liquidità che mette a disposizione vengano utilizzati in modo efficace. Per affrontare questa sfida, la FED ha cercato di comunicare in modo più trasparente le finalità della finestra di sconto, presentandola come uno strumento di gestione ordinaria della liquidità piuttosto che come una soluzione di ultima istanza.

In futuro, la FED potrebbe dover rivedere ulteriormente il design della finestra di sconto o sviluppare nuovi strumenti per minimizzare l'effetto stigma, cercando di bilanciare la necessità di garantire stabilità finanziaria con la percezione di mercato.

Infine, studi recenti sulla microstruttura del mercato e sugli effetti delle nuove emissioni di titoli indicano che l'asimmetria informativa gioca un ruolo chiave nel comportamento degli spread bid-ask e nei rendimenti negativi durante gli annunci di offerte pubbliche. (Tripathy, N., & Rao, R. P. (1992)). Questi studi suggeriscono che la risoluzione dell'asimmetria informativa e una migliore trasparenza potrebbero migliorare la liquidità e la stabilità del mercato, attenuando l'impatto negativo delle percezioni avverse e contribuendo a un più efficiente funzionamento dei mercati finanziari.

## **4.2 Mercati delle cartolarizzazioni e Banche Centrali: una valutazione del termine asset-backed securities loan facility**

Prima della crisi finanziaria del 2007-2009, gli investitori erano attratti da strumenti finanziari ad alto rating, come le commercial paper garantite e le asset-backed securities (ABS) Ayotte, K., & Gaon, S. (2011), che sembravano offrire un buon rendimento con un rischio contenuto. Questi strumenti erano sostenuti da una vasta gamma di prestiti commerciali e al consumo, come mutui subprime, prestiti auto e carte di credito. Tuttavia, questi titoli si basavano su mercati di finanziamento a breve termine, che, all'apparenza stabili, nascondevano rischi sistemici significativi.

Il modello "originate-to-distribute", che ha dominato questo periodo, ha profondamente trasformato il modo in cui i creditori gestivano i prestiti. Le banche e altre istituzioni finanziarie originavano prestiti per poi impacchettarli e venderli a terzi sotto forma di ABS. Questo processo di cartolarizzazione permetteva ai creditori di trasferire il rischio associato ai prestiti a una vasta gamma di investitori, riducendo così l'incentivo a monitorare attentamente la qualità del credito. Invece di mantenere i prestiti nei propri bilanci, le banche li vendevano rapidamente, riducendo la

loro esposizione diretta ma creando una catena di rischi difficili da tracciare.

Con l'inizio della crisi nel 2007, i mercati di questi strumenti finanziari si sono rapidamente deteriorati. Gli investitori hanno perso fiducia nella qualità dei titoli che avevano acquistato, innescando una "corsa al sistema bancario ombra". Questo termine descrive il ritiro massiccio dei creditori dai mercati dei pronti contro termine (REPO) e delle commercial paper garantite, creando una crisi di liquidità senza precedenti. Poiché questi mercati erano fondamentali per il finanziamento a breve termine delle banche, il loro collasso ha avuto effetti devastanti, contribuendo alla diffusione globale della crisi finanziaria.

A causa della crisi, la liquidità nei mercati secondari degli ABS è scomparsa quasi del tutto, e le nuove emissioni di titoli sono crollate. A fine 2008, gli spread sui titoli AAA, considerati tra i più sicuri, sono aumentati drasticamente, segnalando una perdita di fiducia diffusa tra gli investitori. Di fronte a questo scenario, la domanda di Covered Bonds (CB) è aumentata. Le CB sono strumenti di debito ibridi che combinano elementi di obbligazioni senior con la sicurezza degli ABS, ma con la particolarità che le attività sottostanti rimangono nel bilancio dell'emittente, offrendo una maggiore sicurezza agli investitori in caso di default.

Per affrontare il collasso del mercato della cartolarizzazione, la FED degli Stati Uniti ha lanciato nel 2008 il Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF) (Campbell, S., Covitz, D., Nelson, W., & Pence, K. (2011)), un programma che mirava a stabilizzare i mercati finanziari facilitando il credito al consumo e alle piccole imprese. Il TALF offriva prestiti a medio termine garantiti da ABS con rating AAA, cercando di ripristinare la fiducia degli investitori e rilanciare l'emissione di nuovi titoli.

Sebbene il TALF sia stato ampliato per includere una varietà di titoli garantiti da attività, l'adozione del programma è stata limitata. I prestiti totali erogati ammontavano a circa 70 miliardi di dollari, ben al di sotto dei 200 miliardi autorizzati. Questo risultato riflette le difficoltà nel rilanciare pienamente un mercato profondamente scosso dalla crisi. Nonostante il TALF abbia avuto un ruolo stabilizzante, la sua capacità di influenzare specifici strumenti finanziari è stata limitata, e il programma non ha fornito significativi sussidi o vantaggi di certificazione ai titoli supportati.

Il periodo post-crisi ha visto un dibattito intenso sul futuro della cartolarizzazione e degli strumenti di finanziamento strutturato. Da un lato, la necessità di rilanciare il credito e sostenere la ripresa economica ha spinto molti a favorire un ritorno controllato alla cartolarizzazione. Dall'altro, le lezioni della crisi hanno evidenziato la necessità di una regolamentazione più rigorosa per evitare il ripetersi degli eccessi del passato.

Le Covered Bonds, o obbligazioni garantite, hanno guadagnato popolarità negli ultimi anni, soprattutto in Europa, come un'alternativa più sicura agli ABS. Questo successo deriva dal fatto che offrono una struttura che combina i benefici della garanzia sui prestiti con la protezione contro il rischio di default, rendendole un'opzione interessante sia per investitori che per banche.

Le Covered Bonds sono strumenti di debito emessi dalle banche e garantiti da un pool di asset, come prestiti ipotecari o crediti del settore pubblico. A differenza degli ABS, dove gli asset vengono separati dal bilancio dell'emittente, nel caso delle Covered Bonds gli asset rimangono nel bilancio della banca emittente, ma sono segregati per garantire il pagamento agli obbligazionisti.

Questa struttura offre una doppia protezione agli investitori: rivalsa sugli asset sottostanti, in caso di insolvenza della banca, e garanzia dell'emittente, che resta obbligato a onorare il debito se gli asset non sono sufficienti. Tale protezione rende le CB uno strumento sicuro rispetto agli ABS, dove gli investitori dipendono esclusivamente dalla performance degli asset. Le CB sono considerate a basso rischio, con tassi di insolvenza molto bassi, attrattive per investitori conservativi.

Le CB hanno avuto ampia diffusione in Europa, in particolare in Paesi come Germania, Francia e Spagna. Ciò è dovuto alla forte regolamentazione che circonda la loro emissione, che stabilisce standard rigorosi sulla qualità degli asset, sul livello di overcollateralization e sulla gestione del rischio di liquidità. La direttiva UE del 2019 ha armonizzato le regole tra i vari stati membri, rafforzando ulteriormente la protezione degli investitori.

Le CB permettono alle banche di raccogliere liquidità a lungo termine a costi ridotti. La loro struttura sicura e regolamentazione robusta consente alle banche di ottenere rating elevati e finanziarsi a tassi d'interesse più bassi. Inoltre, poiché gli asset sottostanti rimangono nel bilancio, le banche mantengono l'esposizione a tali prestiti, incentivando una gestione prudente del rischio.

Per gli investitori, le CB rappresentano un compromesso ideale tra rendimento e rischio. Offrono maggiore sicurezza rispetto ad altre obbligazioni bancarie, grazie alla doppia protezione garantita dagli asset e dall'emittente, oltre alla tutela fornita dalla regolamentazione europea. Ciò le rende uno strumento importante per investitori istituzionali alla ricerca di investimenti sicuri a lungo termine.

Gli ABS, invece, offrono rendimenti più elevati, ma con rischi maggiori, poiché dipendono interamente dalla performance degli asset cartolarizzati. Durante la crisi finanziaria del 2008, molti strumenti ABS hanno subito pesanti perdite, mentre le Covered Bonds hanno mantenuto stabilità, rafforzando la loro reputazione di strumento sicuro.

Il TALF, pur avendo stabilizzato i mercati ABS, non è stato sufficiente a riportare il sistema finanziario ai livelli pre-crisi. Tuttavia, il suo utilizzo limitato ha permesso al governo degli Stati Uniti di gestire efficacemente il rischio di perdite. Questo episodio evidenzia la complessità di bilanciare la necessità di stabilizzare i mercati finanziari con quella di prevenire futuri rischi sistemici. La crisi ha spinto a un ripensamento delle pratiche di cartolarizzazione e del ruolo dei mercati finanziari, sollevando questioni critiche sulla regolamentazione e sulla gestione del rischio a livello globale.



### **4.3 Risposte alla crisi 2007-2009 a livello dell'Eurozona**

La crisi finanziaria globale del 2007-2009 ha rivelato in modo drammatico i rischi sistemici legati alla cartolarizzazione e ai mercati dei pronti contro termine (REPO), componenti chiave del cosiddetto "sistema bancario ombra". Questi mercati, che operano al di fuori della tradizionale regolamentazione bancaria, hanno svolto un ruolo cruciale nell'amplificare la crisi, dimostrando come la complessità e l'interconnessione dei mercati finanziari possano rapidamente trasformare problemi localizzati in crisi globali.

La cartolarizzazione, il processo attraverso cui i prestiti (come mutui e crediti al consumo) vengono aggregati e trasformati in titoli negoziabili, ha permesso alle istituzioni finanziarie di trasferire il rischio di credito a investitori esterni. Sebbene questo meccanismo avesse il potenziale di diversificare e ridurre i rischi, nella pratica ha portato alla creazione di titoli complessi e opachi, come le CDO, che nascondevano livelli elevati di rischio dietro rating apparentemente sicuri. Quando il mercato immobiliare statunitense è crollato, questi titoli si sono rivelati enormemente sopravvalutati, contribuendo al panico finanziario globale.

Parallelamente, i mercati REPO, dove le istituzioni finanziarie si prestano liquidità a breve termine utilizzando titoli come garanzia, sono diventati una fonte essenziale di finanziamento per molte banche e istituzioni finanziarie. Durante la crisi, il crollo della fiducia nei titoli utilizzati come garanzia nei REPO ha portato a un'improvvisa contrazione della liquidità, accelerando il collasso di molte istituzioni finanziarie. Questo meccanismo ha evidenziato quanto il sistema finanziario fosse vulnerabile alla perdita di fiducia e alla mancanza di trasparenza.

In risposta a queste vulnerabilità, la Commissione Europea ha proposto due principali misure per mitigare i rischi associati a questi mercati. Inizialmente, si pensava di tassare le operazioni REPO per ridurre il volume e il potenziale rischio sistemico. Tuttavia, dopo anni di dibattiti e pressioni da parte del settore finanziario, questa proposta è stata abbandonata. Questo riflette la difficoltà di regolamentare un settore così interconnesso e cruciale per la liquidità del sistema finanziario.

D'altro canto, l'UE ha scelto di limitare inizialmente le pratiche di cartolarizzazione, imponendo regole più severe per garantire la qualità e la trasparenza dei titoli cartolarizzati. Tuttavia, con il passare del tempo, il rilancio della cartolarizzazione è diventato una priorità politica dell'UE, considerato un modo per stimolare la crescita economica attraverso l'espansione del credito. Questo cambio di rotta ha sottolineato il peso degli interessi del settore finanziario nella determinazione delle politiche pubbliche.

Di seguito viene proposta un'analisi approfondita di come il potere infrastrutturale, un concetto elaborato dal sociologo Michael Mann, si manifesti nel contesto della politica finanziaria. Questo potere si riferisce alla capacità degli attori privati di influenzare la politica pubblica non tanto attraverso il controllo diretto, quanto piuttosto attraverso l'infrastruttura stessa del sistema finanziario, da cui dipendono le istituzioni pubbliche come le Banche Centrali.

Nel contesto europeo, la BCE dipende in modo significativo dai mercati REPO e dalla cartolarizzazione per attuare la sua politica monetaria, utilizzando questi strumenti per gestire la liquidità e controllare i tassi di interesse a breve termine. Questa dipendenza conferisce un notevole potere agli attori privati, come le grandi banche e altre istituzioni finanziarie, che operano in questi mercati. Queste istituzioni non solo beneficiano economicamente del loro ruolo, ma riescono anche a influenzare le decisioni politiche attraverso il loro potere di mercato.

La crescente dipendenza delle Banche Centrali dai mercati finanziari ha portato a una "mercificazione" della politica monetaria, in cui le decisioni pubbliche sono sempre più mediate attraverso pratiche di mercato e strumenti finanziari privati. Questo fenomeno riflette un partenariato ibrido tra Stato e mercato, dove le decisioni di politica monetaria, tradizionalmente prerogativa delle autorità pubbliche, vengono esternalizzate o influenzate da attori privati.

Questa interconnessione tra settore pubblico e privato solleva questioni importanti sulla legittimità e la distribuzione del potere nella governance economica. Le Banche Centrali, agendo come partecipanti attivi nei mercati finanziari, possono essere viste come attori ibridi, che operano sia come regolatori sia come partecipanti di mercato. Questo dualismo può compromettere la loro capacità di agire in modo imparziale e nell'interesse pubblico, poiché le loro decisioni possono essere influenzate dalla necessità di mantenere la stabilità dei mercati, spesso a vantaggio degli attori finanziari privati.

L'analisi suggerisce che una comprensione più approfondita del potere politico nel contesto finanziario richiede un'analisi del ruolo delle Banche Centrali come attori di mercato e delle conseguenze di questa partecipazione per la distribuzione del potere e la legittimità delle politiche monetarie. In un sistema in cui i mercati finanziari privati esercitano un'influenza significativa sulle decisioni pubbliche, è essenziale interrogarsi su come bilanciare l'efficienza economica con la giustizia distributiva e la trasparenza politica.

## **5 L'effetto del Crush del credito sulla dinamica dei prezzi di uscita**

### **5.1 Effetto del crush del credito sulla dinamica dei prezzi di uscita**

Milton Friedman, noto teorico del libero mercato, ha sostenuto che la regolamentazione bancaria rappresenta l'unica forma di intervento statale giustificabile, con un'enfasi particolare sulla regolamentazione del capitale bancario. Questo perché le preferenze degli azionisti riguardo alla struttura ottimale del capitale bancario possono differire significativamente da quelle della collettività (Takor, 2014). Tuttavia, le banche non si limitano a rispettare passivamente le normative, ma possono sfruttare eventuali lacune, adottare innovazioni finanziarie per aggirare le regole e persino influenzare i legislatori per ottenere normative favorevoli. Questo comportamento opportunistico può compromettere l'efficacia della regolamentazione bancaria.

Un esempio significativo di tali pratiche è rappresentato dall'uso dei derivati di credito, in particolare dei credit default swap (CDS) Chan, K. C., Fung, H. G., & Zhang, G. (2009) Arora, N., Gandhi, P., & Longstaff, F. A. (2012), che le banche utilizzano per gestire i requisiti patrimoniali, il fulcro della regolamentazione bancaria, al fine di massimizzare il valore per gli azionisti. Il mercato dei CDS, nonostante la sua breve storia di circa due decenni, ha visto un'espansione notevole e un crescente interesse pubblico. Nel contesto dell'accordo di Basilea II, i CDS hanno assunto un ruolo centrale, con Gary Gensler, ex presidente della U.S. Commodity Futures Trading Commission, che ha affermato che l'uso dei CDS, reso possibile da Basilea II, ha consentito a molte banche di ridurre i requisiti patrimoniali regolamentari.

Riconoscendo il ruolo cruciale dei CDS nella regolamentazione, le banche sono incentivate a sfruttare questa opportunità, purché il costo dell'utilizzo dei CDS sia giustificabile. I CDS, considerati come strumenti di mitigazione del rischio di credito, possono essere utilizzati per ridurre la ponderazione del rischio delle attività e del capitale regolamentare, sia nei portafogli bancari che in quelli di negoziazione. Se il costo dell'utilizzo dei CDS è sufficientemente inferiore al beneficio ottenuto dal risparmio di capitale, si aprono opportunità di arbitraggio regolamentare,

tramite l'allocazione di attività in categorie con requisiti patrimoniali più bassi.

Alcuni studi empirici hanno confermato che le banche utilizzano effettivamente i CDS per gestire i loro portafogli di attività rischiose in relazione ai requisiti patrimoniali. Queste pratiche consentono alle banche di ridurre le attività ponderate per il rischio, pur aumentando il totale delle attività effettive, con conseguenze significative sulla gestione del capitale. L'adozione dei CDS per ridurre i requisiti patrimoniali rappresenta un'evoluzione rilevante nella regolamentazione bancaria, come evidenziato dalla rapidità con cui JP Morgan, pioniera dei CDS, ha spinto per il loro riconoscimento regolamentare.

Nel corso degli anni, i CDS sono stati integrati nella normativa bancaria attraverso diverse direttive e linee guida, culminando con Basilea II e III. Questi strumenti hanno permesso alle banche di ottimizzare la loro posizione patrimoniale, riducendo le riserve di capitale necessarie e aumentando così la loro redditività. Tuttavia, l'uso estensivo dei CDS solleva questioni riguardanti l'efficacia della regolamentazione bancaria, poiché questi derivati possono alterare significativamente i pesi del rischio e le posizioni di rischio di mercato.



La ricerca empirica indica che l'impiego dei CDS da parte delle banche ha implicazioni concrete sulla loro gestione del capitale e sulla redditività. I dirigenti bancari, incentivati a massimizzare il rendimento del capitale, utilizzano i CDS per migliorare la redditività senza un corrispondente aumento del rischio percepito, suggerendo che i rischi osservati potrebbero non riflettere accuratamente i rischi reali. Questo scenario implica una potenziale distorsione nella valutazione del rischio bancario, evidenziando la necessità di una revisione continua delle politiche regolamentari per garantire che i requisiti patrimoniali riflettano effettivamente il rischio sostenuto dalle banche.

## **5.2 Persistenza dei profitti nel settore bancario**

Le banche, operando all'interno di uno dei settori più regolamentati, suscitano un notevole interesse sia dal punto di vista teorico sia empirico. Tuttavia, la letteratura teorica non converge su una visione univoca riguardo alle normative più idonee da applicare nel settore bancario (Turgutlu, E. (2014), Sinha, P., & Sharma, S. (2016)). Un'ulteriore complicazione è data dalla mancanza di dati cross-country relativi ai quadri regolatori, limitando così gran parte della ricerca empirica ad analisi su base nazionale. Come sottolineato da alcuni ricercatori, benché gli studi nazionali e le teorie normative offrano contributi significativi alla politica

bancaria, la comparazione tra diversi sistemi regolatori è essenziale per valutare l'efficacia delle normative attraverso studi empirici di ampia portata.

Una premessa fondamentale della regolamentazione economica è il principio del sistema di mercato, secondo cui la concorrenza tende a ridurre i profitti economici a zero, massimizzando il benessere sociale tramite l'equilibrio tra benefici e costi marginali. Tale principio si articola su due logiche principali: una statica e una dinamica. In una prospettiva statica, la concorrenza tra le imprese esistenti è sufficiente a erodere i profitti economici. La visione dinamica, invece, considera l'influenza delle dinamiche di entrata e uscita delle imprese sul mercato, che possono causare variazioni temporali nei profitti economici. Sebbene la verifica empirica della concorrenza statica sia stata la prima ad essere analizzata, la letteratura recente si è sempre più orientata verso lo studio della concorrenza dinamica, rilevando che le imprese con profitti superiori alla media tendono a mantenere tali livelli nel tempo, come evidenziato in diversi contesti nazionali e settoriali.

Dal 1977, con l'approvazione della prima direttiva di coordinamento bancario, la regolamentazione dell'UE ha puntato a creare un sistema bancario integrato e competitivo, riducendo le barriere all'ingresso e promuovendo le attività transfrontaliere. La seconda direttiva di coordinamento bancario del 1988 ha ulteriormente migliorato la concorrenza, introducendo il "passaporto bancario" unico, permettendo alle banche di operare come entità universali, espandendo le loro attività in settori come assicurazioni e titoli. Inoltre, la liberalizzazione dei mercati finanziari ha permesso agli intermediari non bancari di offrire servizi finanziari in tutta l'UE, con l'estensione del "passaporto" anche a compagnie assicurative e società di investimento.

L'evoluzione normativa dell'UE ha visto tappe fondamentali come il Libro bianco del 1985 sul completamento del mercato interno, l'Atto unico europeo del 1986, il Trattato di Maastricht del 1992, l'introduzione dell'euro nel 1999 e l'adozione del Piano d'azione per i servizi finanziari (FSAP) tra il 1999 e il 2004. Il FSAP aveva l'obiettivo di creare un settore finanziario più competitivo attraverso una regolamentazione migliorata, culminata con l'implementazione di 41 delle 42 misure originarie entro il 2005, con l'eccezione della direttiva sui requisiti patrimoniali, entrata in vigore nel 2008. Successivamente, il Libro bianco sulla politica dei servizi finanziari ha proseguito l'integrazione del

mercato finanziario, enfatizzando la concorrenza come mezzo per rimuovere le barriere residue.

Nonostante i progressi, persistevano ancora ostacoli alla piena integrazione del mercato bancario europeo, tra cui la preferenza per le banche locali, il vantaggio informativo delle banche nazionali sulla solvibilità dei mutuatari e la pratica del bundling nei servizi finanziari. Inoltre, la crisi finanziaria del 2008 e le misure di sostegno governativo adottate per le banche in difficoltà hanno sollevato nuovi interrogativi sulla competitività del settore bancario europeo, evidenziando una mancata convergenza nei tassi di profitto delle banche tra i vari Paesi.

La letteratura empirica sui fattori determinanti della performance bancaria si è sviluppata a partire dal paradigma Struttura-Condotto-Performance (SCP) e dalle tesi della Chicago School, che offrono interpretazioni contrastanti della relazione tra concentrazione e redditività. Mentre il paradigma SCP suggerisce che un'elevata concentrazione di mercato possa favorire comportamenti collusivi o l'esercizio del potere di mercato, la Chicago School sostiene che tale relazione possa riflettere vantaggi di efficienza legati alle dimensioni. Numerosi studi confermano l'associazione tra concentrazione e redditività, ma la questione se tale relazione derivi da fattori collusivi o di efficienza rimane aperta.

L'analisi empirica dell'impatto della concorrenza sulla performance bancaria si avvale di indicatori strutturali come i rapporti di concentrazione o l'indice di Herfindahl (Radaelli, P., & Zenga, M. (2000)), anche se tali misure potrebbero non riflettere accuratamente gli equilibri di mercato teorici. Modelli come quello della teoria dei mercati contendibili e la nuova organizzazione industriale empirica (NEIO) sottolineano l'importanza della concorrenza potenziale ed effettiva, mentre i modelli di persistenza del profitto (POP) evidenziano come differenze nei tassi di profitto possano persistere nel tempo a causa di barriere all'ingresso o capacità distintive delle imprese.

In conclusione, l'analisi delle dinamiche della stretta creditizia e della regolamentazione bancaria richiede un'approfondita valutazione delle interazioni tra perdite sui prestiti, redditività, regolamentazione del capitale e comportamento creditizio. La letteratura suggerisce che la stretta creditizia, definita come una contrazione dell'offerta di credito a un determinato prezzo, può derivare da una combinazione di perdite finanziarie, pressioni regolatorie e mutamenti nella percezione del rischio. In questo contesto, l'impatto dell'ambiente normativo sulle performance bancarie, e in particolare sull'efficienza dei costi e dei profitti, è un tema di crescente rilevanza, che richiede ulteriori studi

empirici per delineare le implicazioni della regolamentazione ottimale del settore bancario.

### **5.3 Analisi dettagliata e critica della ricerca microeconomica**

Il ruolo delle normative bancarie e dei vincoli patrimoniali nel comportamento dei prestiti bancari durante le fasi di stretta creditizia è fondamentale per comprendere le dinamiche economiche che emergono in periodi di crisi finanziaria. Alcuni studiosi si sono focalizzati su un caso specifico, analizzando le banche del New England durante la crisi finanziaria tra il 1989 e il 1993. In quel periodo, l'economia del New England attraversò una delle recessioni più gravi degli Stati Uniti, caratterizzata da un drastico calo nel settore immobiliare, elevati tassi di disoccupazione e una notevole diminuzione del valore degli asset bancari. Il contesto esposto è cruciale per comprendere gli effetti delle normative bancarie imposte durante fasi di forte stress economico e finanziario.

Le azioni normative esaminate includono misure severe, come ordini di cessazione e desistenza, che imponevano alle banche di rispettare rigidi obiettivi di capitale e di aumentare le riserve per perdite su crediti. Questi ordini venivano emessi principalmente da enti regolatori come la federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) e la FED, e spesso obbligavano le banche a ridurre i prestiti per migliorare i loro bilanci. Circa il 30% delle banche nel New England fu soggetto a tali misure, e queste banche rappresentavano il 46% delle attività bancarie complessive della regione.

Gli autori utilizzano una variabile Dummy per identificare le banche sottoposte a queste azioni normative e conducono analisi di regressione per esaminare l'impatto di queste misure sulla crescita dei prestiti. Le loro analisi rivelano una riduzione significativa della crescita dei prestiti nelle banche sotto azione normativa, con una diminuzione della crescita annua di circa 1-2 punti percentuali rispetto a un tasso medio di crescita del 4-8%. Questo effetto si manifesta in modo particolarmente pronunciato per i prestiti commerciali e industriali (C&I) e per i prestiti immobiliari commerciali, che sono tipicamente più difficili da cartolarizzare e quindi più direttamente influenzati dalle condizioni del capitale bancario.

Gli studiosi affermano anche la questione se la riduzione della crescita dei prestiti fosse dovuta esclusivamente all'intervento normativo o riflettesse un deterioramento della qualità del portafoglio prestiti delle banche. Questo è un aspetto cruciale perché, in assenza di normative, le banche potrebbero comunque ridurre i prestiti a causa di una percezione negativa della qualità del credito. Per isolare l'effetto delle normative, gli autori esaminano il comportamento delle banche prima e dopo l'imposizione delle misure. Essi scoprono che le banche tendevano ad espandere i prestiti a un ritmo più rapido nei trimestri precedenti all'azione normativa, suggerendo che il calo nella crescita dei prestiti osservato successivamente fosse principalmente attribuibile alle restrizioni normative piuttosto che a un deterioramento preesistente delle condizioni finanziarie delle banche.

Questa scoperta è significativa perché suggerisce che le normative non solo rispondono a problemi preesistenti, ma possono anche aggravare una crisi in corso limitando la capacità delle banche di concedere nuovi prestiti in un momento in cui l'economia potrebbe averne maggiormente bisogno.



Bernanke e Lown (1991) hanno trovato una correlazione positiva tra il coefficiente patrimoniale e la crescita dei prestiti, ma non sono riusciti a isolare chiaramente l'effetto delle normative dalle condizioni di mercato o dalla domanda di credito. In particolare, il loro studio si focalizza principalmente sugli effetti macroeconomici e non riesce a distinguere se la riduzione dei prestiti sia dovuta a una riduzione della domanda di credito o a restrizioni imposte dalla regolamentazione.

Altri studi hanno esaminato come le banche con capitale insufficiente rispetto agli standard di ponderazione del rischio tendessero a ridurre l'espansione del credito. Tuttavia, questi studi non hanno analizzato l'effetto dinamico e temporale delle normative. Questi studi si concentrano più sull'impatto della capitalizzazione iniziale delle banche piuttosto che sull'effetto delle azioni normative specifiche imposte durante una crisi.

Gli studiosi esplorano anche l'effetto degli shock di capitale, come perdite improvvise di valore degli asset, sulla capacità delle banche di mantenere i livelli di prestito. In periodi di stretta creditizia, l'accesso al capitale diventa più difficile, e questo può limitare ulteriormente la capacità delle banche di erogare prestiti. In questo contesto, le perdite di capitale non solo riducono la capacità delle banche di concedere nuovi prestiti, ma possono anche costringerle a vendere asset a prezzi depressi, aggravando ulteriormente la crisi.

Lo studio di Hancock e Wilcox (1993) fornisce un'importante evidenza empirica riguardo all'impatto delle perdite di capitale sulle attività di prestito delle banche, soprattutto in contesti caratterizzati da una stretta creditizia. Nella loro ricerca, gli autori analizzano come le perdite di capitale subite dalle banche possano influenzare immediatamente la loro capacità e volontà di concedere nuovi prestiti.

## **Effetti delle Perdite di Capitale sui Prestiti Bancari**

Hancock e Wilcox dimostrano che quando una banca subisce una perdita di capitale, ad esempio a causa di un deterioramento della qualità degli attivi o di svalutazioni, questa perdita si traduce immediatamente in una riduzione della capacità di prestito. La riduzione dei prestiti è spesso motivata da vincoli regolamentari sul capitale minimo che le banche devono mantenere per operare in modo sicuro. Quando le perdite di capitale riducono i cuscinetti di capitale delle banche, esse sono costrette a ridimensionare il loro portafoglio di prestiti per rispettare i requisiti patrimoniali stabiliti dalle autorità di vigilanza bancaria.

Questo effetto diventa particolarmente pronunciato in situazioni di stretta creditizia, quando la disponibilità di credito nel sistema finanziario è già limitata. In tali contesti, le perdite di capitale non solo riducono la capacità delle banche di prestare, ma possono anche spingerle a essere più conservative nella concessione del credito, aumentando così ulteriormente le difficoltà di accesso ai finanziamenti per le imprese e le famiglie.

## **Contesto di Stretta Creditizia**

Durante una stretta creditizia, le condizioni di prestito diventano più rigide, i costi di finanziamento aumentano e l'accesso al credito si restringe. Hancock e Wilcox evidenziano che, in questi periodi, gli effetti delle perdite di capitale sulle attività di prestito delle banche sono amplificati. Le banche, già alle prese con una riduzione della loro base di capitale, affrontano costi di finanziamento più elevati e un ambiente di mercato meno favorevole, che le induce ulteriormente a ridurre l'offerta di credito.

## **Implicazioni per la Politica Monetaria e la Regolamentazione**

L'evidenza fornita da Hancock e Wilcox supporta l'idea che politiche di rafforzamento patrimoniale delle banche, come l'aumento dei requisiti di capitale o l'iniezione di capitale pubblico, possano aiutare a mitigare l'impatto di una stretta creditizia sull'economia. Durante crisi finanziarie o recessioni, in cui le perdite di capitale bancario possono essere significative, queste politiche possono essere essenziali per mantenere stabile il flusso di credito all'economia reale.

## **Considerazioni sulle Limitazioni dello Studio**

Sebbene lo studio di Hancock e Wilcox sia fondamentale per comprendere il legame tra perdite di capitale e attività di prestito, occorre considerare anche alcune limitazioni. Gli autori si concentrano principalmente sugli effetti immediati delle perdite di capitale in un contesto di stretta creditizia, ma altri fattori, come la qualità della gestione bancaria, il profilo di rischio dell'istituzione e la regolamentazione in vigore, possono giocare un ruolo importante nel determinare la risposta delle banche agli shock di capitale.

Le analisi mostrano che le azioni normative, come gli ordini di cessazione e desistenza, possono avere un impatto diretto e significativo sulla riduzione della crescita dei prestiti, limitando la capacità delle banche di sostenere l'economia in un momento critico. Questi risultati mettono in evidenza l'importanza delle condizioni patrimoniali e delle pressioni normative nel determinare le dinamiche del credito in periodi di stress economico, fornendo importanti spunti per la gestione delle crisi future e per la regolamentazione del settore bancario. In particolare, questi studi suggeriscono che, sebbene le normative siano necessarie per garantire la stabilità finanziaria, esse devono essere progettate in modo tale da non aggravare ulteriormente le condizioni economiche durante una crisi.

## **6 Storia e crisi della Lehman Brothers, e suoi effetti sull'economia reale**

Nel corso del XX secolo, si è osservato un significativo incremento nella frequenza e nella gravità delle crisi finanziarie globali. Durante l'era del sistema di Bretton Woods, le crisi bancarie erano relativamente rare, in parte grazie alla stabilità del regime dei cambi fissi. Tuttavia, con la dissoluzione di questo sistema nel 1971, la volatilità dei mercati finanziari è aumentata in maniera esponenziale. I dati raccolti nel database globale di Laeven e Valencia (2010) indicano un aumento delle crisi finanziarie a partire dal 1970, con una concentrazione iniziale nei Paesi a basso e medio reddito. Questo fenomeno ha incentivato numerosi Paesi a potenziare le proprie istituzioni e politiche finanziarie per mitigare il rischio sistemico.

All'inizio del XXI secolo, gli sforzi regolamentari si intensificarono come risposta a un periodo di deregolamentazione e innovazione finanziaria che aveva caratterizzato i decenni precedenti. L'instabilità dei mercati emergenti, in particolare dopo la crisi asiatica del 1997 e la “bolla” speculativa che ne seguì, aveva sollevato preoccupazioni significative a livello globale. Questo spinse i governi e le istituzioni finanziarie internazionali ad adottare un approccio più prudente. Tra i principali interventi ci furono l'innalzamento dei requisiti di capitale per le banche, volti a garantire una maggiore solidità finanziaria e resistenza agli shock economici, e una supervisione più stringente del rischio sistemico. Furono inoltre concessi maggiori poteri alle autorità di vigilanza per intervenire preventivamente in caso di segnali di eccessivo rischio nei mercati. Questi interventi sembravano aver ottenuto successo, poiché nei primi anni del secolo il numero di crisi finanziarie diminuì sensibilmente. Questo periodo di relativa calma alimentò la convinzione che le economie avanzate, grazie alle nuove misure, fossero meno vulnerabili ai fallimenti sistemici, dando l'illusione di un'economia globale stabilizzata e immune ai grandi crolli.

Questa percezione fu tuttavia drasticamente messa in discussione dalla crisi finanziaria globale del 2007-2008. Iniziata negli Stati Uniti, la crisi fu il risultato di una complessa interazione tra una “bolla” immobiliare e la diffusione di strumenti finanziari estremamente complessi e opachi, come i derivati sui mutui subprime. Questi strumenti avevano permesso l'accumulo di debiti insostenibili, con una sottovalutazione diffusa del rischio da parte di investitori, banche e regolatori. Quando la “bolla” immobiliare scoppiò, le conseguenze si propagarono rapidamente. Il crollo dei prezzi delle case causò una catena di insolvenze nei mutui, che a sua volta fece precipitare il valore di interi portafogli di investimenti basati su tali mutui. Ciò portò al fallimento di banche di grande importanza come Lehman Brothers e costrinse governi di tutto il mondo a intervenire con massicci pacchetti di salvataggio per prevenire il collasso del sistema finanziario globale.

La crisi rivelò debolezze strutturali che erano rimaste inosservate o sottovalutate durante gli anni di apparente stabilità. Tra queste, l'eccessiva complessità e opacità dei mercati finanziari, l'interconnessione tra istituti bancari globali e la presenza di soggetti "troppo grandi per fallire". Si evidenziò anche l'eccessivo affidamento sul debito, con conseguente esposizione a gravi rischi sistemici in caso di improvvisi cali di liquidità. Nonostante gli sforzi regolamentari degli anni precedenti, i mercati globali rimasero



altamente vulnerabili, dimostrando che anche le economie più avanzate non erano immuni alle crisi finanziarie. Anzi, la globalizzazione aveva amplificato le connessioni tra le economie, rendendo una crisi in un singolo paese o settore in grado di propagarsi rapidamente a livello mondiale, colpendo economie molto distanti e apparentemente stabili.

Se si guarda al XIX secolo, si possono trovare parallelismi significativi. In particolare, nel Regno Unito, che all'epoca era il centro finanziario del mondo, si verificarono diverse crisi sistemiche che riflettono dinamiche simili. La crisi del 1825, ad esempio, fu innescata da una “bolla” speculativa legata alle compagnie minerarie sudamericane. Gli investitori britannici, attratti dai profitti promessi, investirono enormi capitali in progetti altamente rischiosi. Quando queste iniziative si rivelarono insostenibili, la fiducia nei mercati crollò, portando al fallimento di numerose banche. Un episodio simile si verificò nel 1847, quando la speculazione eccessiva nel settore ferroviario portò a un'altra crisi finanziaria. Entrambe le crisi dimostrarono l'importanza di un'efficace regolamentazione e controllo del mercato, soprattutto in presenza di innovazioni finanziarie che possono alimentare bolle speculative.

Le crisi finanziarie hanno costantemente segnato cicli di euforia e speculazione, seguiti da collassi e riforme. L'illusione di stabilità che spesso precede una crisi è pericolosa, poiché può portare a un eccesso di fiducia e a un accumulo di rischi sistemici. Nonostante i progressi nella regolamentazione, le economie moderne non sono del tutto immuni alle crisi, come dimostrano gli shock esogeni, la crescente interconnessione tra mercati e il comportamento speculativo di attori finanziari.

Le ricerche accademiche più recenti hanno approfondito le dinamiche che possono portare a crisi finanziarie, individuando una varietà di fattori scatenanti. Tra questi, gli squilibri macroeconomici, come disavanzi fiscali e commerciali prolungati, possono creare pressioni insostenibili sui sistemi finanziari, in particolare quando sono associati a un'espansione incontrollata del credito e a tassi di interesse inadeguati. Questi squilibri non agiscono da soli, ma interagiscono con i fallimenti istituzionali, che si manifestano in una regolamentazione insufficiente o inefficace, nella mancanza di trasparenza nei mercati e in una supervisione carente delle istituzioni finanziarie, soprattutto quando si tratta di gestire il rischio sistemico.

John Maynard Keynes, nel suo approccio macroeconomico, ha evidenziato il ruolo cruciale della domanda aggregata e dell'incertezza nell'economia, mettendo in luce come le aspettative degli investitori e i cicli di fiducia possano avere un impatto destabilizzante. Keynes sottolineò come una carenza di investimenti pubblici in periodi di recessione potesse aggravare le crisi finanziarie, mentre un intervento statale, tramite la politica monetaria e fiscale, fosse essenziale per stabilizzare l'economia. Per Keynes, le crisi non erano eventi casuali o eccezionali, ma fasi inevitabili in un ciclo economico segnato da squilibri tra risparmio e investimento, da eccessi speculativi e da politiche economiche inadeguate.

Piero Sraffa, altro importante economista, si concentrò più sul lato strutturale dell'economia, mettendo in evidenza i limiti del sistema capitalistico e la necessità di un controllo più rigoroso delle dinamiche di mercato. Il suo contributo principale riguarda l'analisi critica dell'equilibrio di mercato neoclassico, sostenendo che il capitalismo tende a creare disuguaglianze e squilibri che possono condurre a crisi. Sraffa sottolineò l'importanza della distribuzione del reddito e della concentrazione della ricchezza, elementi che, se non corretti, possono accentuare la vulnerabilità economica di interi settori.

Le ricerche di entrambi gli economisti hanno influenzato il dibattito contemporaneo sulle crisi finanziarie, che oggi considera anche il ruolo della politica monetaria. Una politica monetaria eccessivamente espansiva può favorire la formazione di bolle speculative nei mercati finanziari, mentre politiche restrittive possono aggravare le fasi di crisi. È emerso inoltre come sia essenziale considerare la struttura istituzionale dei mercati finanziari: un'architettura regolatoria debole, che non riesce a tenere sotto controllo l'innovazione finanziaria e la complessità dei nuovi strumenti, può facilitare l'accumulo di rischi nascosti e non monitorati.

La capacità delle istituzioni di reagire rapidamente e in modo efficace è quindi fondamentale per prevenire e gestire le crisi. I fallimenti delle autorità di vigilanza e delle politiche pubbliche nel riconoscere i segnali premonitori, come l'eccessivo indebitamento e la crescita insostenibile dei prezzi degli asset, possono trasformare vulnerabilità locali in crisi globali. Questo aspetto è stato particolarmente evidente nella crisi finanziaria del 2007-2008, quando i regolatori sottovalutarono la portata del rischio sistemico creato dalla diffusione dei mutui subprime e dei prodotti derivati, provocando una delle peggiori crisi economiche della storia contemporanea.

In sintesi, le crisi finanziarie non sono solo eventi dovuti a circostanze avverse o errori isolati, ma riflettono problematiche più profonde legate alla struttura dell'economia e alla sua regolamentazione. La ricerca accademica ha contribuito a delineare queste dinamiche, fornendo strumenti per interpretare e prevenire futuri shock finanziari, anche se resta difficile eliminare del tutto il rischio di nuove crisi.

L'elevato accumulo di debito pubblico durante la Prima Guerra Mondiale ha innescato una crescente speculazione finanziaria, accentuando la volatilità dei mercati e contribuendo alla stagnazione economica nel Regno Unito. Questo contesto ha riaperto l'interesse per la speculazione e per la liquidità degli asset finanziari. Dalla prospettiva classico-keynesiana, le crisi finanziarie spesso derivano dalla concentrazione del potere finanziario e dalle disuguaglianze nella distribuzione del reddito. Pertanto, è cruciale rivedere la legislazione per limitare l'influenza dei conglomerati finanziari e prevenire future crisi, contribuendo così alla riduzione delle disuguaglianze economiche.

La Lehman Brothers, una delle istituzioni finanziarie più influenti tra il XIX e il XX secolo, affonda le sue radici nel 1844 a Montgomery, Alabama, quando Henry Lehman, un immigrato ebreo tedesco, fondò un emporio di merci secche. Nel 1850, con l'arrivo dei fratelli Mayer ed Emanuel, nacque la "Lehman Brothers". L'azienda si specializzò nel commercio di materie prime, in particolare nel cotone, e divenne un attore di rilievo nell'intermediazione di materie prime, contribuendo alla formazione di borse merci come la New York Cotton Exchange e la Borsa del Caffè.

Nel 1887, Lehman Brothers ottenne la membership della New York Stock Exchange (NYSE), rafforzando ulteriormente la propria posizione nel commercio e nella sottoscrizione di titoli. L'azienda prosperò sotto la guida di Robert Lehman, il quale, fino al 1969, mantenne l'azienda come una società a controllo familiare. Alla sua morte, Lehman Brothers attraversò un periodo di instabilità economica e gestionale significativa. Nel 1973, Peter G. Peterson fu nominato CEO, portando l'azienda a un'espansione globale e rafforzando la sua posizione nel settore finanziario.

Durante gli anni '80, Lehman Brothers affrontò conflitti interni tra i suoi settori di investimento e commerciale, che misero a rischio la reputazione dell'azienda. Per affrontare queste sfide, furono implementate riforme interne. Successivamente, l'azienda si concentrò sulla finanza personale, segnando l'inizio di una nuova fase evolutiva. Nel 1984, Lehman Brothers fu acquisita da American Express, un'operazione che durò fino al 1994, quando la banca si scisse tramite un'Offerta Pubblica Iniziale (IPO) che raccolse oltre 3 miliardi di dollari.

Negli anni 2000, Lehman Brothers ampliò notevolmente il proprio portafoglio di prodotti finanziari, sfruttando le opportunità offerte dalla deregolamentazione successiva all'abrogazione del Glass-Steagall Act del 1933. Questa deregolamentazione permise alla banca di introdurre strumenti finanziari complessi e ad alto rischio, con l'obiettivo di capitalizzare su un ambiente di mercato meno regolamentato. L'espansione nel settore immobiliare divenne un pilastro fondamentale della strategia aziendale, rappresentando il 21% del portafoglio complessivo della banca.

La deregolamentazione finanziaria negli Stati Uniti, culminata con l'approvazione del Gramm-Leach-Bliley Act (GLBA) del 1999, ha rappresentato un cambiamento radicale nel panorama normativo del settore bancario. Questo atto legislativo, noto anche come Financial Services Modernization Act, pose fine alle restrizioni stabilite dal Glass-Steagall Act del 1933, che separava rigidamente le attività delle banche commerciali da quelle delle banche d'investimento e delle compagnie di assicurazione.

Il GLBA, approvato nel 1999, rappresentò una svolta significativa nel settore finanziario degli Stati Uniti, eliminando molte delle restrizioni imposte dal *Glass-Steagall Act* del 1933. Quest'ultimo aveva separato le attività delle banche commerciali da quelle delle banche di investimento per limitare i rischi sistemici. Con il GLBA, queste barriere furono smantellate, consentendo alle istituzioni finanziarie di espandere le loro operazioni in settori prima loro preclusi, tra cui il trading sui mercati finanziari, la partecipazione a operazioni di cartolarizzazione e la gestione di prodotti derivati. Questo quadro deregolamentato permise a banche di investimento come Lehman Brothers di diversificare le proprie attività e di competere su un campo molto più vasto, entrando in mercati finanziari precedentemente riservati alle banche commerciali.



Le conseguenze di questa deregolamentazione furono complesse e di vasta portata. Le banche di investimento, tra cui Lehman Brothers, ottennero la possibilità di fondersi con banche commerciali o di acquisirle, ampliando così la loro gamma di servizi finanziari. Questo nuovo assetto rese possibile l'espansione delle operazioni in settori come i derivati e la cartolarizzazione di mutui, strumenti finanziari che consentivano di trasferire i rischi sui mercati, ma che, allo stesso tempo, li rendevano sempre più opachi e difficili da valutare. La possibilità di operare in queste nuove aree, unita alla riduzione delle restrizioni regolamentari, favorì un clima di aggressiva concorrenza tra le istituzioni finanziarie, in cui la ricerca di profitti rapidi e di rendimenti elevati diventò la priorità.

Lehman Brothers, come altre grandi istituzioni finanziarie, abbracciò pienamente questa nuova libertà operativa, adottando una strategia di crescita aggressiva. Gran parte della sua espansione si concentrò su investimenti ad alto rischio, in particolare nei mutui subprime, strumenti che offrivano potenzialmente alti rendimenti ma che comportavano elevati rischi di insolvenza, soprattutto nel caso di un rallentamento del mercato immobiliare. A questa esposizione nel settore dei mutui subprime si aggiunse il ricorso massiccio ai prodotti derivati collegati al mercato immobiliare. Questi prodotti, venduti spesso come sicuri grazie ai complessi

modelli di rischio utilizzati, nascondevano in realtà vulnerabilità sistemiche profonde, amplificando i rischi di default.

Il contesto deregolamentato e la ricerca di rendimenti sempre più elevati portarono Lehman Brothers e altre istituzioni simili a operare in un quadro di crescente complessità e rischio. Le banche iniziarono a utilizzare il *leverage* in misura crescente, ovvero l'indebitamento per finanziare operazioni speculative, moltiplicando così il rischio di collasso in caso di perdite. Sebbene il GLBA avesse aperto nuove opportunità per la diversificazione e la crescita, consentendo alle banche di sviluppare nuove linee di business, allo stesso tempo favorì un'accelerazione incontrollata verso operazioni finanziarie sempre più rischiose e complesse. Questi sviluppi, combinati con l'opacità crescente dei mercati finanziari e l'assenza di una regolamentazione adeguata, gettarono le basi per il collasso del sistema finanziario globale nel 2007-2008.

Quando la bolla immobiliare scoppiò e i mutui subprime iniziarono a fallire in massa, le banche come Lehman Brothers, fortemente esposte a questi strumenti, subirono perdite enormi. L'incapacità di gestire efficacemente il rischio accumulato e la mancanza di liquidità per coprire le perdite portarono Lehman Brothers al fallimento nel settembre del 2008, un evento che rappresentò il punto di non ritorno della crisi finanziaria globale. Il fallimento di Lehman evidenziò non solo le fragilità del sistema

finanziario deregolamentato, ma anche il pericolo di consentire a grandi istituzioni di operare in mercati complessi senza adeguati controlli e senza una supervisione governativa efficace. La crisi che ne seguì fu la conseguenza diretta di queste dinamiche, mettendo in luce i limiti del modello deregolamentato promosso dal GLBA e l'urgente necessità di una riforma più profonda del sistema finanziario globale.

La possibilità di espandersi in nuove aree di attività e di operare con una supervisione regolamentare meno rigida incentivò Lehman Brothers ad assumere rischi sempre più elevati. La banca aumentò significativamente la sua esposizione ai mutui subprime, un segmento del mercato caratterizzato da prestiti concessi a mutuatari con storie creditizie deboli o inesistenti. Questa strategia fu resa possibile dall'uso massiccio della cartolarizzazione, che consisteva nel raggruppare mutui immobiliari, tra cui quelli subprime, in titoli complessi (come i CDO) e venderli agli investitori.

Lehman Brothers utilizzò anche strumenti finanziari derivati, come i credit default swaps (CDS), per proteggersi (o speculare) contro il rischio di insolvenza dei mutuatari dei mutui subprime. Tuttavia, mentre questi strumenti finanziari dovevano teoricamente ridurre il rischio, in realtà contribuirono ad aumentare l'interconnessione e la complessità del sistema finanziario, amplificando l'esposizione complessiva della banca a potenziali perdite.

Lehman Brothers sfruttò il contesto deregolamentato per assumere rischi finanziari elevati senza adeguati cuscinetti di capitale o meccanismi di gestione del rischio. Quando i prezzi del mercato immobiliare statunitense iniziarono a crollare nel 2007, la banca si ritrovò esposta a enormi perdite sui mutui subprime e sui titoli collegati. La crisi di fiducia nei confronti di Lehman Brothers si diffuse rapidamente, e la banca non riuscì a raccogliere nuovi capitali o a vendere le proprie attività per coprire le perdite.

L'insolvenza di Lehman Brothers nel settembre 2008 fu un evento catalizzatore che segnò l'inizio della fase acuta della crisi finanziaria globale. Il collasso della banca ebbe un impatto devastante sul sistema finanziario globale, poiché Lehman Brothers era fortemente interconnessa con altre istituzioni finanziarie attraverso una rete complessa di contratti derivati e prestiti interbancari. Il fallimento della banca portò a una drammatica contrazione della liquidità nei mercati finanziari globali, causando il congelamento del credito e innescando una serie di fallimenti bancari e salvataggi governativi.

Il contesto deregolamentato, creato in parte dal GLBA, ha ricevuto numerose critiche per aver incentivato comportamenti eccessivamente rischiosi da parte delle istituzioni finanziarie. La combinazione di una concorrenza più intensa, una supervisione regolamentare più blanda e una maggiore complessità dei prodotti finanziari ha portato a un allentamento degli standard di credito e a una sottovalutazione del rischio sistemico.

L'esperienza di Lehman Brothers e la crisi del 2007-2008 hanno sottolineato la necessità di una regolamentazione più rigorosa e di una maggiore trasparenza nei mercati finanziari. In risposta alla crisi, furono introdotte nuove normative, come il Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act del 2010, volte a rafforzare la supervisione del settore finanziario, aumentare i requisiti patrimoniali delle banche e migliorare la gestione del rischio per prevenire futuri collassi simili.

Tra il 2000 e il 2006, Lehman Brothers sperimentò una crescita esponenziale, con un incremento delle vendite del 130% annuo, superando i principali concorrenti come Goldman Sachs e Morgan Stanley. Il valore delle azioni dell'azienda subì una notevole rivalutazione, con la capitalizzazione di mercato che passò da 5 miliardi di dollari nel 2000 a 40 miliardi di dollari nel 2006, confermando l'efficacia della strategia di investimento adottata. Tuttavia, l'aumento dell'esposizione a titoli legati al mercato immobiliare e la crescente illiquidità degli stessi asset hanno contribuito alla crisi finanziaria che culminò nel fallimento di Lehman Brothers.

Il "sogno americano", caratterizzato da crescita economica, proprietà immobiliare e stabilità familiare, si concretizzò per molti individui, ma rimase fuori portata per una parte della popolazione a causa di limitate capacità reddituali e di un profilo creditizio debole. Durante la presidenza di Alan Greenspan, la FED implementò politiche monetarie espansive con tassi d'interesse estremamente bassi, in risposta agli attacchi dell'11 settembre. Per facilitare l'accesso al credito a coloro esclusi dai mutui tradizionali, vennero introdotti i mutui subprime a metà degli anni '90. Nonostante l'elevato rischio di insolvenza, questi strumenti promettevano rendimenti potenzialmente elevati per gli istituti di credito, a condizione che i mutuatari onorassero i pagamenti.

Lehman Brothers entrò aggressivamente in questo mercato, acquisendo numerose società specializzate in mutui subprime e assumendo un ruolo centrale nel mercato dei MBS e nella creazione di CDO. La pratica della cartolarizzazione consentiva alle istituzioni finanziarie di acquisire mutui esistenti, impacchettarli e trasformarli in CDO da offrire agli investitori. Lehman Brothers potenziò questo processo integrandosi verticalmente, acquisendo cinque erogatori di mutui e incrementando significativamente la propria esposizione a questo segmento di mercato.

I titoli garantiti da ipoteca (MBS) aggregavano migliaia di mutui in portafogli, distribuendo il rischio attraverso la segmentazione del credito in diverse tranche, che andavano dalla tripla A (prestiti di alta qualità) a B (prestiti con elevato rischio di default). Questa struttura era concepita per attenuare il rischio di investimento, basandosi sull'ipotesi che i mutuatari avrebbero continuato a effettuare i pagamenti. In questo contesto, il mercato immobiliare statunitense appariva relativamente stabile.

Un fattore cruciale nel crollo di Lehman Brothers fu l'introduzione di una regolamentazione volontaria nel 2004, promossa dall'allora Segretario al Tesoro degli Stati Uniti, Henry Paulson. Questa misura consentì alle banche d'investimento di superare i limiti precedentemente imposti alla leva finanziaria, un cambiamento che ebbe profonde conseguenze sul comportamento di queste istituzioni. Prima di tale deregolamentazione, esistevano restrizioni rigide sul rapporto tra il capitale proprio delle banche e il debito che potevano contrarre. Tali limiti avevano lo scopo di evitare che le banche assumessero livelli di rischio eccessivi e di contenere l'esposizione al debito. Tuttavia, con la nuova regolamentazione volontaria, alle banche venne data la possibilità di incrementare significativamente la leva finanziaria, permettendo loro di espandere le operazioni di cartolarizzazione e di aumentare il volume degli investimenti speculativi.



Lehman Brothers colse subito l'opportunità offerta da questo allentamento normativo. Il suo rapporto di leva finanziaria, ovvero il rapporto tra capitale proprio e debito, passò da 24:1 a 31:1, un cambiamento estremamente significativo. In termini pratici, ciò significava che per ogni dollaro di capitale proprio, Lehman Brothers prendeva in prestito 31 dollari. Questo alto grado di leva consentiva alla banca di ampliare considerevolmente le proprie operazioni, soprattutto nell'acquisizione e nella cartolarizzazione di mutui subprime e altri asset rischiosi, ma aumentava anche in modo esponenziale la sua esposizione al rischio sistemico. Seppur profittevole nel breve termine, questa strategia presentava gravi vulnerabilità, poiché qualsiasi calo del valore degli asset avrebbe potuto rapidamente erodere il capitale proprio della banca, portando a enormi perdite.

Oltre al rischio associato all'elevato livello di leva finanziaria, un altro problema era il ricorso massiccio al debito a breve termine per finanziare le operazioni. Questo tipo di debito richiede un rinnovo frequente, creando una dipendenza continua dalla liquidità di mercato. Se la fiducia dei mercati si fosse ridotta, come effettivamente accadde nel 2007-2008, le banche come Lehman Brothers avrebbero avuto difficoltà a rifinanziare il proprio debito a breve termine, precipitando in una crisi di liquidità. Questo rischio, apparentemente sotto controllo durante il periodo di crescita

economica, divenne devastante quando la bolla immobiliare iniziò a scoppiare e i mutui subprime cominciarono a perdere valore.

Nel periodo successivo alla deregolamentazione, le banche d'investimento registrarono un notevole aumento dei profitti. Lehman Brothers, in particolare, tra il 2002 e il 2005 vide i suoi ricavi crescere di oltre il 130%, con il valore delle sue azioni che passò da 53 a 128 dollari. L'espansione aggressiva della banca e il suo successo speculativo la portarono a diventare la quarta banca più grande degli Stati Uniti, con una capitalizzazione di mercato che raggiunse i 33,8 miliardi di dollari. Questo successo, tuttavia, mascherava il pericolo insito nell'enorme leva finanziaria e nel modello di business basato su attività ad alto rischio.

Quando nel 2007 il mercato immobiliare cominciò a rallentare e i mutui subprime iniziarono a generare perdite, il modello di Lehman Brothers si rivelò insostenibile. L'elevato indebitamento e la mancanza di liquidità causarono una rapida erosione del capitale della banca, che non fu in grado di assorbire le perdite e di rifinanziare il suo debito a breve termine. Il fallimento della banca nel settembre 2008 rappresentò uno degli eventi più traumatici della crisi finanziaria globale, sottolineando i pericoli di una regolamentazione insufficiente e delle pratiche eccessivamente speculative consentite dall'aumento della leva finanziaria. La crisi

che ne seguì, inoltre, evidenziò quanto fosse diventato vulnerabile l'intero sistema finanziario globale a causa di queste dinamiche.

Lehman Brothers espanse notevolmente le sue operazioni, con attivi patrimoniali che raggiunsero i 691 miliardi di dollari alla fine del 2007. Tuttavia, gran parte di questi investimenti a lungo termine erano finanziati tramite debito a breve termine. Di quasi 700 miliardi di dollari in attivi, solo 25 miliardi erano coperti da capitale proprio, mentre il resto era finanziato prevalentemente attraverso il mercato dei pronti contro termine (Repo). Il rischio principale di questa strategia era che una perdita di fiducia nel mercato Repo potesse interrompere i flussi di finanziamento, innescando il fallimento della banca.

Nel 2008, con l'aumento delle insolvenze sui mutui e la conseguente svalutazione degli attivi, la strategia di Lehman di mantenere le attività nei propri bilanci rivelò le sue debolezze. La liquidità divenne un problema critico, poiché la banca non riusciva a coprire i propri debiti con i flussi di cassa derivanti dai mutui. Per far fronte alla crisi, Lehman tentò di ottenere finanziamenti tramite strumenti di carta commerciale e accordi Repo, ricorrendo anche a finanziamenti all'ingrosso overnight per sostenere le operazioni quotidiane. Tuttavia, oltre il 50% delle sue attività era finanziato tramite debito a breve termine, aumentando significativamente il rischio operativo.

L'implosione di Bear Stearns nel marzo 2008 evidenziò il rischio percepito di default di Lehman, con un incremento nei prezzi dei credit default swap. Nonostante un fatturato di 60 miliardi di dollari e un utile netto record di 4,2 miliardi di dollari nel dicembre 2007, nel gennaio 2008 emersero segnali preoccupanti sulla solidità finanziaria di Lehman. La banca fu costretta a mantenere nel proprio bilancio un numero crescente di mutui ad alto rischio subprime, aggravando ulteriormente la sua esposizione.

Il fallimento di Bear Stearns aumentò le preoccupazioni sulla stabilità di Lehman, portando Ben Bernanke e Henry Paulson a considerarla la prossima grande banca d'investimento a rischio. Nel 2008, Lehman fu costretta a rivalutare continuamente le proprie attività per riflettere i valori di mercato in un contesto di crescente instabilità finanziaria, conducendo a un declino irreversibile delle sue finanze. Il crollo di Lehman Brothers, avvenuto nel settembre 2008, con attivi per 639 miliardi di dollari e passività per 613 miliardi di dollari, rappresentò uno degli eventi più significativi della crisi finanziaria globale del 2008.

L'implosione di Lehman Brothers fu il risultato di una combinazione di fattori: eccessiva esposizione ai mutui subprime, leva finanziaria insostenibile, pratiche contabili discutibili e perdita di fiducia da parte degli investitori. Le conseguenze furono devastanti, coinvolgendo oltre 75 istituzioni finanziarie globali e scatenando una crisi economica mondiale. Negli Stati Uniti, si stima che la crisi abbia provocato la perdita di circa 6 milioni di posti di lavoro, con effetti drammatici sull'occupazione e sul tenore di vita (Daehwan, K. I. M., & Song, C. Y. (2017), Kim, R. (2021)).

Il fallimento di Lehman Brothers nel 2008 segnò uno dei momenti più drammatici della crisi finanziaria globale, evidenziando la necessità di riforme strutturali nel settore finanziario. Questo crollo, avvenuto il 15 settembre 2008, ebbe conseguenze devastanti non solo per l'economia statunitense ma per il sistema finanziario globale, innescando una crisi che avrebbe richiesto anni per essere superata. In quel periodo, il numero di aziende che dichiararono bancarotta raggiunse un picco impressionante di 1.117.771, segno della gravità della recessione che stava dilagando. Questo contesto di instabilità economica mise in luce quanto fosse urgente adottare misure correttive per prevenire futuri collassi e ripristinare la fiducia nei mercati finanziari.

Lehman Brothers, una delle più antiche e prestigiose banche d'investimento, crollò sotto il peso di decisioni finanziarie estremamente rischiose, frutto di un contesto normativo permissivo che aveva reso possibile l'assunzione di livelli di debito insostenibili. La fine del *Glass-Steagall Act* nel 1999, che in precedenza separava le attività delle banche commerciali da quelle delle banche d'investimento, fu uno dei passaggi chiave che portò alla deregolamentazione del sistema finanziario. Questo cambiamento permise alle istituzioni finanziarie di assumere rischi significativi, utilizzando strumenti finanziari complessi come i MBS e i derivati legati ai mutui subprime. Questi strumenti, considerati redditizi e sicuri durante il boom del mercato immobiliare, divennero rapidamente tossici quando il mercato iniziò a crollare nel 2006, portando a una massiccia svalutazione degli attivi e alla paralisi di molte banche.

Lehman Brothers adottò una strategia basata su un uso eccessivo della leva finanziaria, con il rapporto debito/capitale proprio che superava di oltre 30 volte il capitale detenuto. Questo alto grado di indebitamento rese la banca particolarmente vulnerabile alle fluttuazioni dei mercati, in particolare alla crisi dei mutui subprime, poiché qualsiasi svalutazione degli attivi avrebbe rapidamente eroso la capacità di Lehman di onorare i propri obblighi. La mancanza di liquidità divenne un problema

insormontabile nel 2008, quando la banca, ormai incapace di raccogliere ulteriori fondi, dichiarò bancarotta. Questo evento rappresentò il più grande fallimento di un'istituzione finanziaria nella storia degli Stati Uniti e un punto di non ritorno per l'economia globale.

Una delle decisioni più controverse di quella fase fu quella della FED di non intervenire per salvare Lehman Brothers. Diversamente da quanto fatto in precedenza per altre istituzioni, come Bear Stearns, la FED e il governo degli Stati Uniti decisero di non fornire un salvataggio a Lehman, permettendo che la banca fallisse. Questa scelta scatenò il panico sui mercati finanziari globali, portando a una crisi di fiducia senza precedenti. I mercati creditizi si bloccarono, le borse mondiali registrarono forti ribassi, e il sistema finanziario entrò in una fase di crisi acuta.

Il fallimento di Lehman Brothers evidenziò la necessità di riformare profondamente la regolamentazione del settore finanziario. Il crollo rivelò le falle nel sistema di gestione del rischio e la pericolosità delle pratiche speculative adottate dalle grandi istituzioni finanziarie. Tra le risposte più significative alla crisi vi fu l'introduzione di Basilea III, un insieme di regolamentazioni che miravano a rafforzare i requisiti patrimoniali delle banche, a limitare l'uso eccessivo della leva finanziaria e a migliorare la gestione del rischio. Inoltre, negli Stati Uniti fu promulgato il *Dodd-Frank Wall*

*Street Reform and Consumer Protection Act*, che introdusse misure volte a proteggere i consumatori da pratiche finanziarie rischiose e a rafforzare la supervisione delle istituzioni finanziarie.

Queste riforme furono progettate per ridurre il rischio sistemico che aveva portato al collasso di Lehman Brothers e di altre istituzioni, e per garantire che eventi di tale portata non si ripetessero in futuro. Il caso di Lehman Brothers divenne emblematico di una crisi sistemica, dimostrando come le carenze nella gestione del rischio e l'eccessivo affidamento sul debito possano avere conseguenze devastanti non solo per singole istituzioni ma per l'intero sistema economico. La crisi finanziaria del 2008, scatenata dal fallimento di Lehman, rappresentò uno spartiacque per il sistema finanziario globale e portò a un profondo ripensamento delle politiche di regolamentazione e della supervisione bancaria, evidenziando l'importanza di una gestione prudente del rischio per preservare la stabilità economica.



## **7 Crisi e fallimento dei colossi bancari americani e loro effetti sui mercati finanziari globali**

### **7.1 Crisi della SVB e della Signature Bank**

Nel 2007, l'innescò del crollo del mercato immobiliare statunitense ha provocato una rapida svalutazione dei mutui subprime, che ha determinato un significativo deprezzamento degli attivi collegati, cui Lehman Brothers risultava fortemente esposta. Nel 2008, la contrazione del mercato del credito e l'ulteriore calo dei valori immobiliari hanno intensificato la pressione sui bilanci di Lehman Brothers, minando la fiducia degli investitori e determinando un crollo nel valore delle sue azioni. Il 15 settembre 2008, Lehman Brothers ha dichiarato bancarotta, registrando il più grande fallimento della storia finanziaria statunitense.

Questo evento ha innescato un rischio sistemico che ha scatenato un'ondata di incertezza e panico nei mercati finanziari globali, quasi paralizzando il mercato del credito. La crisi si è rapidamente diffusa a livello internazionale, vista l'interconnessione delle istituzioni finanziarie globali, generando un rallentamento della crescita economica globale e un aumento della disoccupazione. In risposta, governi di tutto il mondo, inclusa la Cina, hanno adottato massicci piani di salvataggio per stabilizzare i rispettivi sistemi finanziari. La crisi ha evidenziato le fragilità strutturali del sistema finanziario globale, portando il governo degli Stati Uniti ad approvare una serie di riforme, tra cui il Dodd-Frank Act, volte a migliorare la regolamentazione finanziaria e ridurre i rischi sistemici futuri.

Nel 2022, il collasso dell'exchange di criptovalute FTX ha scosso profondamente il mondo delle criptovalute e ha avuto ripercussioni significative su diverse istituzioni finanziarie legate a questo settore, tra cui la Signature Bank. Anche se Signature Bank deteneva una piccola percentuale dei depositi di FTX, pari allo 0,1%, il suo coinvolgimento con FTX attirò l'attenzione delle autorità di regolamentazione e dei media, alimentando preoccupazioni sulla sua esposizione al mondo delle criptovalute, un settore noto per la sua volatilità e la scarsa regolamentazione.

A seguito del crollo di FTX, Signature Bank reagì rapidamente riducendo la propria esposizione agli asset digitali. Nel giro di poco tempo, la banca tagliò i depositi legati alle criptovalute di circa 10 miliardi di dollari, una mossa che rappresentava uno sforzo deliberato per ridurre i rischi associati al settore. La decisione di limitare la quota di depositi criptovalutari tra il 15% e il 20% del totale dei suoi depositi fu una risposta strategica per contenere l'instabilità che aveva colpito il mercato delle criptovalute e cercare di rassicurare gli investitori e le autorità.

Signature Bank era diventata una delle principali banche negli Stati Uniti a fornire servizi alle aziende operanti nel settore degli asset digitali, un mercato che si era espanso notevolmente negli anni precedenti. Tuttavia, il crollo di FTX, uno dei principali attori del mercato, scosse la fiducia nel settore delle criptovalute e fece emergere interrogativi sulla sostenibilità a lungo termine delle istituzioni finanziarie che vi erano esposte. La decisione di Signature di ridurre i depositi legati agli asset digitali fu vista come una scelta necessaria per limitare i potenziali danni derivanti dalla crisi di fiducia nel settore, ma non fu sufficiente a evitare ulteriori problemi per la banca.

Pochi mesi dopo il fallimento di FTX, nel marzo 2023, Signature Bank si trovò a dover affrontare ulteriori difficoltà a causa del crollo della SVB, un'altra istituzione finanziaria statunitense di grande rilevanza. Il fallimento di SVB, legato in parte a problematiche con la gestione della liquidità e dei tassi d'interesse, innescò un effetto domino nel sistema bancario, colpendo anche Signature Bank, che chiuse pochi giorni dopo il collasso della SVB. Le autorità di regolamentazione statunitensi, tra cui la Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), intervennero rapidamente per prendere il controllo della banca, nel tentativo di evitare ulteriori scossoni nel sistema finanziario.

La chiusura di Signature Bank rifletteva una crisi di fiducia più ampia che aveva cominciato a serpeggiare tra gli investitori e i depositanti, soprattutto nei confronti delle banche percepite come esposte al settore delle criptovalute. Nonostante i tentativi di Signature Bank di ridurre la propria esposizione agli asset digitali e di migliorare la propria posizione patrimoniale, il legame con il mondo delle criptovalute e le turbolenze create dal fallimento di FTX contribuirono a un'escalation di preoccupazioni. Quando la fiducia nel sistema bancario cominciò a crollare, Signature Bank fu una delle vittime principali di questa crisi, nonostante la sua posizione di banca relativamente solida all'inizio dell'anno.

La vicenda del fallimento di Signature Bank mette in luce i rischi connessi all'eccessiva dipendenza dal settore delle criptovalute e alle vulnerabilità strutturali del sistema bancario di fronte a crisi di liquidità e di fiducia. L'episodio, avvenuto nel contesto di una più ampia crisi bancaria scatenata dal crollo della SVB, ha sollevato interrogativi sulla regolamentazione del settore bancario e sul rapporto tra istituzioni finanziarie tradizionali e il nascente mercato degli asset digitali. Le autorità di regolamentazione hanno avviato inchieste per comprendere appieno le cause del collasso e per stabilire misure che possano evitare il ripetersi di simili situazioni in futuro (Naveed, M., Ali, S., Gubareva, M., & Omri, A. (2024)).

Il modello di business di SVB era strettamente legato ai settori dell'innovazione tecnologica e dell'immobiliare commerciale, entrambi altamente sensibili ai cicli economici. Dopo la pandemia, l'aumento della domanda di lavoro remoto ha spinto il settore tecnologico, generando un afflusso significativo di fondi convertiti in depositi bancari. Tuttavia, la successiva crisi finanziaria globale ha richiesto riforme profonde nei quadri di gestione delle crisi e nei regimi di risoluzione bancaria.

Il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (BCBS) ha introdotto una serie di riforme per migliorare la capitalizzazione e la resilienza del sistema bancario, rafforzando la gestione del rischio e la copertura del capitale. Tra le misure adottate, vi è stato l'aumento della qualità e quantità del capitale richiesto, il potenziamento della copertura del rischio, e l'introduzione di buffer di capitale di conservazione e anticiclici, oltre a nuovi standard globali per il rischio di liquidità.

Quindici anni dopo la crisi del 2008, gli Stati Uniti hanno affrontato un nuovo evento critico. L'8 marzo 2023, SVB Financial Group (SVBFG) ha annunciato la vendita di asset per 21 miliardi di dollari, con una perdita di 1,8 miliardi di dollari, e ha emesso nuove azioni per raccogliere 2,25 miliardi di dollari. Questo ha innescato una fuga di depositanti preoccupati per i rischi di liquidità, con richieste di prelievo che hanno raggiunto i 42 miliardi di dollari in un solo giorno.

L'analisi della struttura delle passività di SVB evidenzia caratteristiche uniche rispetto ad altre istituzioni bancarie. Le passività erano altamente concentrate e prevalentemente a breve termine, con i depositi che rappresentavano oltre il 90% del totale in alcuni anni. La concentrazione settoriale dei depositanti era significativa, con il 63% proveniente da aziende tecnologiche, biotecnologiche e sanitarie. Ciò ha reso SVB particolarmente vulnerabile a una crisi di liquidità, come dimostrato dal rapido calo dei depositi durante il ciclo di rialzo dei tassi di interesse.

La strategia di SVB di investire in titoli a lunga scadenza ha esposto la banca a perdite non realizzate significative, aggravate dalla convessità negativa dei titoli garantiti da ipoteca (MBS), che ha prolungato la durata degli investimenti con l'aumento dei tassi di interesse. Nel 2022, con il deteriorarsi dell'ambiente di finanziamento per le startup, SVB ha registrato una significativa riduzione dei depositi, costringendo la banca a vendere attività per mantenere la liquidità.

Il fallimento di SVB è stato attribuito a carenze nella gestione interna del rischio e a un'inadeguata supervisione da parte della FED, amplificate da modifiche normative che hanno indebolito l'efficacia del controllo regolamentare. Questo evento ha riaffermato la necessità di un quadro normativo robusto per prevenire futuri fallimenti bancari, con particolare attenzione alla gestione del rischio e alla vigilanza efficace delle istituzioni finanziarie.

L'FSB, creato dal G20 per affrontare le sfide post-crisi, ha potenziato i regimi di gestione e risoluzione delle crisi bancarie, introducendo lo strumento del Bail-in per trasferire l'onere dei fallimenti bancari al settore privato e proteggere i depositanti al dettaglio attraverso schemi di assicurazione. Queste riforme sono parte integrante del quadro giuridico globale volto a garantire la stabilità finanziaria e prevenire crisi future.



## **7.2 Quando i Giganti Cadono - Effetti Globali del Crollo della SVB sui Mercati Finanziari**

Negli ultimi decenni, la globalizzazione e i progressi tecnologici hanno profondamente alterato i mercati finanziari globali, trasformandoli in sistemi sempre più interconnessi e complessi. Questi cambiamenti sono stati alimentati da una serie di fattori, tra cui la liberalizzazione dei flussi di capitali, l'adozione di nuove tecnologie digitali, e l'integrazione economica tra nazioni. In questo contesto, capitali, informazioni e rischi si muovono a velocità e su scala senza precedenti, attraversando facilmente le frontiere nazionali e collegando mercati che un tempo erano isolati o meno interdipendenti.

Uno degli effetti più evidenti della globalizzazione finanziaria è stato l'espansione dei mercati dei capitali e il miglioramento dell'accesso ai finanziamenti a livello globale. Le aziende, le banche e i governi hanno potuto attingere a una rete più ampia di investitori internazionali, consentendo una maggiore allocazione del capitale verso attività produttive e progetti di sviluppo. Allo stesso tempo, gli investitori hanno ottenuto l'accesso a una gamma più diversificata di opportunità di investimento, spesso con rendimenti più elevati rispetto ai mercati domestici.

Tuttavia, l'aumento dell'interconnessione ha introdotto una nuova serie di sfide per la stabilità del sistema finanziario globale. Mentre la globalizzazione ha reso i mercati più efficienti e dinamici, ha anche aumentato la velocità e l'impatto delle crisi finanziarie. Eventi che in passato avrebbero avuto un impatto principalmente locale o regionale, oggi si propagano rapidamente a livello globale, amplificando le turbolenze in modo sistemico. Un esempio emblematico è la crisi finanziaria globale del 2007-2008, innescata dalla crisi dei mutui subprime negli Stati Uniti. Quella che era inizialmente una crisi del settore immobiliare americano si trasformò rapidamente in una crisi bancaria globale, poiché le istituzioni finanziarie di tutto il mondo erano interconnesse attraverso complessi strumenti finanziari come i derivati e le cartolarizzazioni legate ai mutui.

L'elemento della velocità, reso possibile dai progressi tecnologici, è stato fondamentale in questo nuovo contesto. Le innovazioni nel settore della tecnologia dell'informazione e delle telecomunicazioni hanno consentito transazioni finanziarie in tempo reale, eliminando barriere temporali e spaziali. Piattaforme di trading elettronico, algoritmi di alta frequenza e la diffusione di mercati online hanno creato un ambiente in cui decisioni d'investimento, movimenti di capitali e scambi di titoli avvengono con una rapidità che rende estremamente difficile per le autorità di

regolamentazione monitorare e gestire i rischi in tempo reale. In particolare, i sistemi automatizzati di trading ad alta frequenza (HFT) hanno aumentato la volatilità dei mercati, creando oscillazioni rapide e imprevedibili nei prezzi degli asset finanziari.

Oltre alla velocità, un altro aspetto cruciale dell'interconnessione globale è la dimensione del rischio sistemico. Le interazioni tra istituzioni finanziarie, spesso attraverso mercati opachi e complessi come quelli dei derivati, possono generare rischi che non sono immediatamente visibili o facilmente quantificabili. Questo tipo di rischio, amplificato dalla mancanza di trasparenza in alcuni segmenti dei mercati, è uno degli aspetti più difficili da gestire. Come mostrato durante la crisi del 2007-2008, il collasso di una singola grande istituzione finanziaria può portare a una catena di fallimenti e alla paralisi del sistema finanziario globale. Le banche "too big to fail" rappresentano un problema sistemico in questo contesto, poiché la loro interconnessione con il resto dell'economia le rende potenzialmente destabilizzanti in caso di difficoltà finanziarie.

Le innovazioni tecnologiche, come le criptovalute e la blockchain, hanno ulteriormente complicato il panorama globale. Queste tecnologie hanno introdotto nuovi strumenti e mercati, alcuni dei quali operano al di fuori del controllo delle autorità di regolamentazione tradizionali. Le criptovalute, in particolare, hanno creato nuovi canali per la speculazione e hanno reso più difficile per i governi monitorare e regolare i flussi di capitale. Sebbene queste innovazioni offrano opportunità significative per l'inclusione finanziaria e l'efficienza, comportano anche rischi associati alla volatilità e all'uso improprio delle nuove tecnologie.

L'interdipendenza globale ha avuto un effetto polarizzante anche sulle politiche monetarie e fiscali dei vari paesi. La crescente mobilità dei capitali ha reso più difficile per i governi nazionali controllare le proprie economie interne senza tener conto delle dinamiche globali. Le decisioni di politica monetaria prese da una grande economia, come gli Stati Uniti, possono avere effetti a catena su altre economie attraverso i mercati valutari e dei capitali. Ad esempio, quando la FED decide di aumentare i tassi d'interesse, questa scelta può provocare deflussi di capitali dai mercati emergenti, causando crisi valutarie e instabilità economica.

La globalizzazione ha favorito un'integrazione più stretta tra i mercati finanziari di diversi Paesi, riducendo le barriere al commercio, agli investimenti e ai flussi di capitale. Molti Paesi hanno liberalizzato i loro mercati dei capitali, permettendo a investitori stranieri di partecipare liberamente e incentivando una maggiore diversificazione degli investimenti, con una crescita del volume degli scambi finanziari globali. La mobilità dei capitali è aumentata notevolmente, grazie a politiche economiche più aperte e alla rimozione delle restrizioni sui movimenti di capitale, consentendo agli investitori di cercare le migliori opportunità di rendimento in qualsiasi parte del mondo. Inoltre, l'integrazione dei mercati emergenti nel sistema finanziario globale ha ampliato le opportunità di investimento e diversificato i rischi, ma ha anche reso le economie avanzate più vulnerabili agli shock provenienti da questi mercati, aumentando il rischio di contagio finanziario.

Parallelamente, i progressi tecnologici hanno rivoluzionato le operazioni finanziarie. La digitalizzazione ha permesso alle transazioni finanziarie di diventare quasi interamente digitali, rendendo possibili scambi in tempo reale e riducendo drasticamente i costi di transazione. L'adozione di algoritmi di trading e intelligenza artificiale ha trasformato il modo in cui vengono effettuate le operazioni sui mercati, aumentando la velocità e la volatilità degli scambi. La creazione di strumenti finanziari

complessi, come derivati e prodotti strutturati, ha migliorato la gestione e il trasferimento del rischio, ma ha anche reso più difficile comprendere e valutare i rischi complessivi, aumentando la possibilità di crisi sistemiche.

Questa interconnessione ha avuto anche implicazioni positive significative. La globalizzazione e la tecnologia hanno reso più efficiente l'allocazione del capitale a livello globale, permettendo agli investitori di diversificare i loro portafogli a livello internazionale e riducendo il rischio specifico di un singolo paese o settore. Ciò ha migliorato l'accesso ai finanziamenti per le imprese e sostenuto la crescita economica in molte regioni del mondo. Inoltre, la maggiore integrazione dei mercati ha ridotto i costi di raccolta dei fondi, rendendo più facile e meno costoso per le imprese e i governi accedere al capitale necessario per investimenti e crescita, con tassi di interesse globali generalmente più bassi. I progressi tecnologici hanno migliorato l'efficienza dei mercati, ridotto i costi di transazione e aumentato la trasparenza, democratizzando l'accesso agli investimenti anche per i piccoli investitori.

Tuttavia, questa interconnessione ha comportato anche rischi significativi per la stabilità finanziaria. Ha aumentato il rischio di contagio, con la possibilità che una crisi in un mercato o in un paese si diffonda rapidamente ad altri mercati. Durante la crisi finanziaria globale del 2007-2008, i problemi nel settore immobiliare statunitense si sono propagati a livello globale attraverso i mercati dei derivati e le esposizioni bancarie. La globalizzazione e il trading automatizzato hanno contribuito a un aumento della volatilità dei mercati finanziari, con gli shock locali che possono essere amplificati e trasmessi rapidamente attraverso le frontiere, creando instabilità su scala più ampia. La crescente complessità degli strumenti finanziari ha reso più difficile valutare il rischio complessivo all'interno del sistema finanziario, come evidenziato dalla crisi del 2008, quando la difficoltà nel comprendere le esposizioni reali, soprattutto nei mercati dei derivati, ha portato a una sottovalutazione dei rischi sistemici. La crescente dipendenza dalle tecnologie digitali espone i mercati finanziari a nuovi rischi, come cyber-attacchi e interruzioni tecniche, che potrebbero interrompere gravemente le operazioni di mercato e minare la fiducia degli investitori.

L'interconnessione tra i mercati finanziari è il risultato di vari fattori, tra cui l'aumento degli scambi internazionali, l'integrazione delle economie, e lo sviluppo di tecnologie avanzate che facilitano il flusso rapido di informazioni e capitali. Le aziende operano su scala globale, gli investitori diversificano i loro portafogli oltre i confini nazionali, e le istituzioni finanziarie gestiscono operazioni in più Paesi contemporaneamente. Questo ha reso i mercati più efficienti, con un'allocazione più ottimale delle risorse e maggiori opportunità di crescita economica.

Tuttavia, questa interconnessione ha anche amplificato il rischio sistemico, definito come la possibilità che un evento negativo in un segmento del mercato o in una regione possa propagarsi e influenzare l'intero sistema finanziario globale. Un fallimento bancario, un collasso del mercato azionario o un evento geopolitico possono avere ripercussioni a catena, provocando un effetto domino che si estende ben oltre il punto di origine.



Il rischio sistemico è diventato una priorità per regolatori, accademici e operatori di mercato, poiché la crescente interconnessione dei mercati finanziari rende il sistema globale vulnerabile a shock che possono rapidamente propagarsi. La crisi finanziaria del 2008, innescata dal crollo del mercato immobiliare statunitense, ha evidenziato come una crisi localizzata possa trasformarsi in una recessione mondiale, sottolineando l'importanza di una regolamentazione efficace per prevenire future crisi.

Il contagio finanziario avviene quando le difficoltà in un paese o settore si diffondono ad altri, attraverso canali come i collegamenti bancari, i flussi di capitali, le interazioni commerciali e le aspettative degli investitori. Una crisi bancaria in una grande economia, ad esempio, può scatenare una perdita di fiducia nel sistema finanziario globale, causando una fuga di capitali, un aumento dei costi di finanziamento e una contrazione economica in altre regioni.

La globalizzazione ha rafforzato l'interconnessione dei mercati finanziari, creando una rete complessa in cui uno shock può avere effetti a catena su scala mondiale. Eventi come il crollo della SVB e la crisi finanziaria del 2008 dimostrano come le difficoltà di una singola istituzione possano compromettere la stabilità dell'intero sistema finanziario globale. La crisi della SVB, ad esempio, ha avuto ripercussioni non solo negli Stati Uniti, ma anche in Europa, Cina e altri mercati, colpendo settori come la tecnologia e le criptovalute e causando fluttuazioni nei prezzi di beni rifugio come l'oro.

I progressi tecnologici, come il trading algoritmico, le piattaforme di trading ad alta frequenza, e l'uso diffuso di big data e intelligenza artificiale, hanno ulteriormente amplificato l'interconnessione dei mercati. Questi strumenti permettono ai trader di reagire quasi istantaneamente alle notizie e agli sviluppi globali, rendendo i mercati più volatili e sensibili agli shock. Sebbene la tecnologia abbia migliorato l'efficienza dei mercati, ha anche aumentato la possibilità di "flash crashes" e altre forme di instabilità.

Inoltre, l'ascesa delle criptovalute e degli asset digitali ha aggiunto un nuovo livello di complessità al sistema finanziario globale. Questi strumenti, spesso meno regolamentati rispetto ai mercati tradizionali, possono fungere da catalizzatori per il contagio finanziario, come dimostrato dalla volatilità dei prezzi di Bitcoin e altre criptovalute durante periodi di incertezza economica.

Per far fronte ai rischi derivanti dall'interconnessione dei mercati, i policy maker hanno sviluppato una serie di strumenti e regolamentazioni per monitorare e mitigare il rischio sistemico. Questi includono requisiti di capitale più stringenti per le banche, stress test regolari, e la creazione di meccanismi di backstop per prevenire il collasso di istituzioni finanziarie sistemicamente importanti.

Tuttavia, la crescente complessità del sistema finanziario e l'emergere di nuove tecnologie e asset digitali pongono nuove sfide. È necessario un continuo adattamento delle regolamentazioni e delle politiche per affrontare queste evoluzioni e garantire la stabilità finanziaria globale.

Il crollo della SVB nel marzo 2023 ha evidenziato come gli shock locali possano avere ripercussioni globali. La fuga di capitali che ne è seguita ha portato a un aumento della domanda per asset sicuri, come i T-Bill e i fondi del mercato monetario (MMF), che hanno visto un incremento delle loro Attività Nette Totali (TNA). Allo stesso tempo, i mercati azionari hanno subito forti ribassi, specialmente per istituti finanziari vulnerabili.

Questo evento ha mostrato che la stabilità del sistema finanziario dipende non solo dalla salute dei singoli istituti bancari, ma anche dalla loro interconnessione con il sistema globale. Le perdite della SVB, Silvergate Bank e Signature Bank hanno innescato timori di contagio sistemico, sollevando interrogativi sulla resilienza del sistema bancario internazionale.

Nel contesto di questa interconnessione, le criptovalute e le stablecoin hanno emerso come nuove fonti di rischio sistemico. Le stablecoin, progettate per mantenere un valore stabile, rappresentano una quota significativa del mercato delle criptovalute. Tuttavia, l'incertezza legale riguardo alla proprietà e ai diritti dei detentori di token in situazioni di insolvenza, come evidenziato dal caso Celsius, pone sfide significative.

L'uso delle stablecoin in transazioni finanziarie, pur essendo attraente per gli investitori per i rendimenti superiori, presenta rischi legali e di mercato che necessitano di ulteriori studi. L'emergere di queste nuove forme di denaro sottolinea la necessità di un'adeguata regolamentazione e di strategie di gestione del rischio per prevenire crisi sistemiche.

Il concetto di "flight to quality" ha subito una trasformazione nel contesto del mercato immobiliare degli uffici durante la pandemia di COVID-19 (Matsuo, K., Tsutsumi, M., Imazeki, T., & Kudoh, T. (2024)). In passato, la migrazione verso edifici di alta qualità era motivata principalmente dalla riduzione del rischio durante le flessioni economiche. Tuttavia, la pandemia ha cambiato questa dinamica, con gli inquilini che ora cercano edifici di alta qualità non solo per la sicurezza finanziaria, ma anche per migliorare la soddisfazione e la produttività dei dipendenti.

Gli edifici di Classe A, con caratteristiche come la modernità, la versatilità degli spazi, e servizi di benessere, sono diventati sempre più ricercati. Questo fenomeno riflette un cambiamento nelle priorità delle aziende, che ora mirano a creare ambienti di lavoro attrattivi per trattenere i talenti, piuttosto che semplicemente mitigare i rischi finanziari.

## **8 La crisi finanziaria globale del 2008 e la recessione dovuta al COVID-19: parallelismi e differenze**

Il modello di Diamond e Dybvig (1983) è uno dei pilastri teorici fondamentali per comprendere la vulnerabilità intrinseca delle banche ai fenomeni di corse agli sportelli (bank runs). Questo modello, attraverso un approccio basato sulla teoria dei giochi e sull'allocazione ottimale delle risorse, mostra come la struttura temporale delle passività (depositi a vista) e delle attività (investimenti a lungo termine) crei un disallineamento che rende le banche suscettibili a crisi di fiducia, innescando potenzialmente una corsa agli sportelli.

Le banche operano raccogliendo fondi a breve termine attraverso depositi, che possono essere ritirati su richiesta, e investendo questi fondi in progetti a lungo termine che non possono essere liquidati immediatamente senza perdite significative. Questo mismatch temporale tra le passività e le attività crea una situazione di vulnerabilità: se un numero sufficientemente elevato di depositanti tenta di ritirare i propri fondi simultaneamente, la banca potrebbe non essere in grado di onorare tutte le richieste, anche se è solvente sul lungo termine. Il modello di Diamond e Dybvig illustra

come, in assenza di interventi esterni, un piccolo shock di fiducia può trasformarsi in una crisi sistemica.

Nonostante l'intuizione teorica offerta dal modello, l'evidenza empirica sulle corse agli sportelli e la loro correlazione con le crisi bancarie è limitata. Gli episodi recenti, come il fallimento di Lehman Brothers nel 2008 e delle banche come Silicon Valley Bank e Signature Bank nel 2023, hanno riaperto il dibattito sulla frequenza e sulle cause delle corse agli sportelli. Tuttavia, la letteratura empirica ha riscontrato una correlazione non sempre perfetta tra le corse agli sportelli e le crisi bancarie.

Dal punto di vista macroeconomico, l'impatto di una corsa agli sportelli è profondo. Una corsa agli sportelli può causare un calo del PIL reale fino al 10% rispetto al trend preesistente nei cinque anni successivi all'evento, sottolineando quanto questi episodi possano influenzare l'economia reale. Questi impatti sono spesso amplificati se la crisi bancaria si diffonde a livello sistemico, influenzando la stabilità del sistema finanziario nel suo complesso.

Le ricerche hanno evidenziato il ruolo cruciale dei fattori istituzionali, come l'esistenza di una banca centrale e di un'assicurazione sui depositi, nel mitigare la probabilità di corse sistemiche agli sportelli. In assenza di tali misure di sicurezza, le banche sono maggiormente esposte a fenomeni di panico collettivo, soprattutto in contesti di elevata incertezza economica o di espansione del credito non sostenibile. Inoltre, le banche con elevato leverage risultano particolarmente vulnerabili a deflussi di depositi, poiché una maggiore leva implica una minore capacità di assorbire shock finanziari senza subire perdite significative.

Recenti studi hanno contribuito a una migliore comprensione delle dinamiche interne delle banche durante episodi di stress sistemico, con particolare attenzione alla gestione dei flussi di cassa e alla resilienza delle banche. È stato osservato che le banche con una maggiore capitalizzazione patrimoniale tendono ad avere una resilienza superiore, ma ciò non le rende immuni alla contrazione dei depositi e alla conseguente necessità di ridurre il portafoglio prestiti.



Un'analisi cronologica delle corse agli sportelli dal 1800 al 2022 rivela che questi eventi sono stati relativamente rari, con una frequenza media dell'1%. Tuttavia, il periodo tra il 1980 e il 2010 ha visto un aumento della frequenza di questi episodi, coincidente con una maggiore volatilità finanziaria globale. Negli ultimi anni, le corse agli sportelli non si sono sempre verificate in concomitanza con le crisi bancarie, suggerendo che altri fattori, come la fiducia dei depositanti e la stabilità del sistema finanziario, possono giocare un ruolo decisivo.

L'analisi delle politiche di pagamento dei dividendi durante e dopo le crisi finanziarie ha mostrato che le banche tendono a modificare le loro strategie di distribuzione degli utili in risposta a pressioni economiche e normative. Ad esempio, durante la crisi finanziaria del 2007-2009, molte banche hanno adottato un approccio più conservativo nella distribuzione dei dividendi per preservare capitale e migliorare la loro resilienza. In contesti come il Regno Unito, la ricchezza degli azionisti ha influenzato le decisioni sui dividendi, con implicazioni importanti per la gestione del capitale e la stabilità a lungo termine delle istituzioni bancarie.

Sebbene il modello di Diamond e Dybvig fornisca una base teorica solida per comprendere le corse agli sportelli, la ricerca empirica su questo fenomeno è ancora in evoluzione. Le dinamiche complesse delle corse agli sportelli, la loro correlazione con le crisi bancarie e le loro implicazioni macroeconomiche richiedono ulteriori studi per comprendere appieno come prevenire e gestire tali episodi nel contesto di un sistema finanziario globale sempre più interconnesso.

Ecco i principali insegnamenti degli studi:

1. Metodologie variegata per diversi obiettivi di ricerca.
2. Gli studi comparativi offrono prospettive ampie.
3. Le metriche quantitative richiedono contesto.
4. Le risposte delle istituzioni finanziarie alle crisi sono variabili.
5. Le pressioni normative influenzano le azioni bancarie.
6. Le politiche dei dividendi riflettono la salute finanziaria.
7. Le differenze regionali modellano le politiche dei dividendi.
8. La segnalazione dei dividendi è cruciale.
9. La comunicazione chiara è essenziale.
10. È importante riconoscere le limitazioni della ricerca e i potenziali pregiudizi.

I fallimenti di Lehman Brothers nel 2008 e di SVB nel 2023 rappresentano due casi emblematici che hanno avuto profonde implicazioni per l'economia statunitense e offrono uno spaccato delle diverse tipologie di rischio a cui possono essere esposte le istituzioni finanziarie, a seconda della loro natura e del contesto regolamentare in cui operano.

Lehman Brothers era una delle principali banche d'investimento globali, fortemente coinvolta in attività di trading, operazioni sui derivati, e investimenti nei mercati immobiliari e del credito. La sua esposizione ai rischi di mercato, specialmente in relazione ai mutui subprime, ha rappresentato uno dei principali fattori che hanno portato al suo collasso. La crisi del 2008 è stata innescata da una combinazione di esposizione ai mutui subprime, leva finanziaria eccessiva e una rete complessa di strumenti derivati che hanno amplificato le perdite. La mancanza di un acquirente o di un salvataggio governativo ha portato al fallimento di Lehman Brothers, evento che ha scatenato una crisi di fiducia globale nei mercati finanziari.

Il fallimento di Lehman Brothers ha messo in luce l'importanza del Glass-Steagall Act del 1933, che separava le banche commerciali dalle banche d'investimento per limitare il rischio sistemico. Tuttavia, la sua abrogazione con il GLBA del 1999 ha permesso alle banche di operare sia nel settore commerciale che in quello d'investimento, esponendo le istituzioni finanziarie a rischi combinati e aumentandone la vulnerabilità.

SVB, invece, era una banca commerciale che serviva prevalentemente il settore tecnologico e delle startup. A differenza di Lehman Brothers, SVB non era esposta a rischi di mercato attraverso operazioni speculative, ma piuttosto ai rischi di credito, liquidità e tasso di interesse. La sua crisi è stata in gran parte dovuta a un'errata gestione del rischio di tasso di interesse. SVB aveva investito pesantemente in titoli a lungo termine, come i titoli del Tesoro, durante un periodo di tassi di interesse storicamente bassi. Quando la FED ha iniziato ad aumentare i tassi di interesse per combattere l'inflazione, il valore di questi titoli è diminuito significativamente, causando ingenti perdite non realizzate.

Questo, combinato con un improvviso deflusso di depositi da parte dei clienti preoccupati, ha portato a una crisi di liquidità che SVB non è stata in grado di gestire, portandola al fallimento. A differenza di Lehman Brothers, SVB è stata acquisita attraverso il "Metodo Purchase and Assumption" con l'intervento della FDIC, evidenziando come le banche commerciali siano soggette a un diverso tipo di regolamentazione e strategie di risoluzione delle crisi.

Il contesto normativo ha giocato un ruolo cruciale in entrambi i fallimenti. La deregolamentazione finanziaria che ha caratterizzato gli anni precedenti la crisi del 2008 ha permesso a banche come Lehman Brothers di esporsi a rischi significativi senza adeguati controlli, contribuendo alla crisi sistemica. Dopo la crisi, la Dodd-Frank Act del 2010 è stata introdotta per rafforzare la regolamentazione e prevenire il ripetersi di eventi simili, imponendo restrizioni sulla leva finanziaria e requisiti di capitalizzazione più severi per le istituzioni finanziarie.

Nel caso di SVB, l'abrogazione di alcune parti del Dodd-Frank Act nel 2018, che ha esentato le banche di medie dimensioni da alcuni requisiti più stringenti, potrebbe aver contribuito alla sua vulnerabilità. Questa deregolamentazione ha permesso a SVB di operare con requisiti di capitale e stress test meno rigorosi, riducendo la sua capacità di resistere agli shock economici.

Entrambi i fallimenti evidenziano il ruolo cruciale delle politiche monetarie e del rischio di tasso di interesse. La politica di tassi di interesse bassi della FED, che ha stimolato la crescita economica post-2008, ha creato un ambiente di investimento favorevole ma ha anche portato a una sottovalutazione dei rischi di rialzo dei tassi. Quando la FED ha iniziato ad aumentare i tassi di interesse per contrastare l'inflazione, sia Lehman Brothers che SVB ne hanno subito le conseguenze.

Le risposte della FED ai due fallimenti sono state significativamente diverse, riflettendo la natura differente delle crisi. Nel caso di Lehman Brothers, la FED ha scelto di non intervenire direttamente, permettendo il fallimento della banca nel tentativo di limitare l'azzardo morale e inviare un messaggio al mercato. Tuttavia, questa decisione è stata fortemente criticata per aver innescato una crisi sistemica.

Nel caso di SVB, la FED ha agito rapidamente per facilitare l'acquisizione della banca e proteggere i depositanti, dimostrando un approccio più interventista rispetto alla crisi del 2008. Questa differenza nelle risposte evidenzia l'evoluzione del pensiero regolamentare e la crescente attenzione alla prevenzione delle crisi sistemiche.

L'azzardo morale rimane una preoccupazione centrale in entrambi i casi, specialmente nel contesto delle politiche "too big to fail". Le misure di salvataggio, pur necessarie per prevenire crisi più ampie, possono incentivare comportamenti rischiosi da parte delle istituzioni finanziarie se queste percepiscono di essere protette contro le perdite. Questo dilemma evidenzia la necessità di bilanciare la protezione dei depositanti e la stabilità finanziaria con misure che disincentivino il rischio eccessivo.

Le normative internazionali, come i principi di Basilea III, sono fondamentali per mitigare i rischi nel sistema finanziario globale. Basilea III, introdotto dopo la crisi del 2008, ha aumentato i requisiti di capitale per le banche, migliorato la gestione del rischio di liquidità e introdotto il concetto di "buffer" di capitale per assorbire le perdite durante periodi di stress finanziario. Tuttavia, l'efficacia di queste normative dipende dalla loro implementazione coerente e dal monitoraggio continuo, per assicurare che rispondano adeguatamente alle nuove sfide emergenti nel settore finanziario.

L'analisi dei fallimenti di Lehman Brothers e SVB offre importanti lezioni sulle vulnerabilità delle diverse tipologie di istituzioni finanziarie e sull'importanza di un quadro normativo adeguato. Mentre Lehman Brothers ha evidenziato i pericoli della deregolamentazione e della leva finanziaria eccessiva, il caso di SVB sottolinea la necessità di una gestione prudente del rischio di tasso di interesse e di liquidità. Entrambi i casi suggeriscono che, per prevenire future crisi, è essenziale mantenere un equilibrio tra flessibilità e controllo normativo, adattando le regolamentazioni ai cambiamenti del contesto economico e finanziario.



## **Conclusioni**

Attraverso questa tesi si presenta un'analisi comparativa approfondita tra due eventi finanziari di portata straordinaria: la crisi della Lehman Brothers del 2008 e le crisi più recenti della Silicon Valley Bank (SVB) e della Signature Bank nel 2023. Nonostante queste crisi si siano sviluppate in contesti temporali e socio-economici distinti, condividono dinamiche comuni che le rendono cruciali per l'analisi dei meccanismi di instabilità finanziaria.

La crisi di Lehman Brothers si è sviluppata in un contesto caratterizzato da un'elevata speculazione nei mercati finanziari, con un eccessivo ricorso alla leva finanziaria e una fiducia smisurata nella continua crescita del mercato immobiliare statunitense. Questo periodo di euforia economica era alimentato da una politica monetaria espansiva e da una deregolamentazione del settore finanziario, che ha incentivato le banche a prendere rischi sempre maggiori. Il fallimento di Lehman Brothers, la quarta banca d'investimento più grande degli Stati Uniti, ha innescato un blocco nei mercati del credito a livello globale, evidenziando le gravi carenze di un sistema finanziario operante con una regolamentazione inadeguata e lacunosa.

In particolare, la scarsa trasparenza nei mercati dei derivati, specialmente quelli connessi ai mutui subprime, è stata uno dei fattori scatenanti principali. Questi strumenti finanziari complessi erano ampiamente diffusi tra le istituzioni finanziarie, ma la loro vera natura e il loro rischio intrinseco erano poco compresi sia dagli investitori che dai regolatori. La crisi si è rapidamente estesa, trasformandosi in una recessione economica globale che ha richiesto massicci interventi governativi, come il programma TARP) e l'introduzione di nuovi enti regolatori come il Financial Stability Oversight Council (FSOC), per evitare il collasso del sistema finanziario internazionale. Questi interventi hanno sollevato preoccupazioni riguardo al moral hazard, poiché le istituzioni finanziarie si sono trovate incentivate a continuare a prendere rischi eccessivi, sapendo che avrebbero potuto contare su un salvataggio governativo.

Le crisi del 2023 sono emerse in un contesto economico e normativo differente, ma non privo di vulnerabilità. A seguito della crisi del 2008, le autorità di regolamentazione avevano introdotto misure preventive significative, come gli stress test e le normative di Basilea III, finalizzate a rafforzare la resilienza delle istituzioni finanziarie. Tuttavia, la SVB e la Signature Bank hanno evidenziato nuove fragilità, in particolare in un sistema finanziario sempre più interconnesso e tecnologicamente avanzato.

Queste banche erano fortemente esposte a settori specifici dell'economia digitale e tecnologica, caratterizzati da una crescita rapida ma anche da una volatilità elevata. La SVB, ad esempio, aveva una clientela prevalentemente costituita da start-up tecnologiche e imprese del settore venture capital, settori notoriamente soggetti a cicli economici irregolari. La crisi di fiducia che ha colpito queste banche è stata innescata da un'accelerata fuga di capitali, alimentata da preoccupazioni sulla loro capacità di far fronte alle richieste di liquidità. Sebbene le crisi del 2023 abbiano avuto un impatto meno devastante a livello globale rispetto a quella del 2008, hanno dimostrato che le normative devono continuamente evolversi per affrontare le nuove sfide poste da un mercato in costante cambiamento.

Un elemento cruciale in entrambe le crisi è stata la carenza di liquidità. Nel caso di Lehman Brothers, l'istituto non è stato in grado di raccogliere i fondi necessari per sostenere le proprie operazioni, precipitando verso il fallimento. Questo è stato il risultato di un eccessivo ricorso al finanziamento a breve termine, combinato con una forte esposizione a strumenti finanziari poco liquidi e altamente rischiosi. Analogamente, la SVB e la Signature Bank hanno subito una rapida perdita di fiducia da parte dei depositanti e degli investitori, innescando un'improvvisa fuga di

capitali. Questa fuga ha esacerbato i problemi di liquidità, conducendo le banche all'insolvenza.

La crisi di fiducia, elemento chiave per la stabilità finanziaria, è stata compromessa in entrambi i casi, dimostrando come la percezione e la realtà delle condizioni finanziarie di un'istituzione possano rapidamente divergere, causando un collasso sistemico. La velocità con cui si è diffusa la sfiducia nei confronti di queste istituzioni riflette anche l'impatto della tecnologia e dei social media nel propagare rapidamente notizie (o rumori) finanziarie, amplificando la reazione dei mercati.

Entrambe le crisi sono state precedute da un periodo di euforia economica nei mercati finanziari. Prima del 2008, l'espansione del credito e la crescita dei prezzi immobiliari avevano alimentato una “bolla” speculativa. Questo periodo di crescita economica apparente nascondeva un aumento insostenibile dei rischi finanziari, con istituzioni finanziarie che sottovalutavano i potenziali effetti negativi di un eventuale crollo del mercato immobiliare. Allo stesso modo, nel 2023, l'afflusso massiccio di capitali verso il settore tecnologico e le start-up aveva creato aspettative irrealistiche di crescita continua e profitti elevati. Questa euforia ha portato a una sottovalutazione dei rischi e a un aumento dell'assunzione di rischi da parte delle istituzioni finanziarie, che in entrambi i casi si sono rivelati insostenibili.

La crisi di Lehman Brothers ha avuto un impatto devastante a livello globale. Il fallimento di Lehman ha generato una crisi di fiducia che ha colpito i mercati finanziari mondiali, provocando una recessione globale e costringendo i governi a intervenire con massicci pacchetti di stimolo economico. Il contagio si è propagato rapidamente attraverso i mercati del credito e dei derivati, mostrando come un singolo fallimento potesse avere conseguenze a catena su scala mondiale.

In contrasto, le crisi della SVB e della Signature Bank hanno avuto un impatto più circoscritto, principalmente nei settori della tecnologia e delle criptovalute. Sebbene gravi, queste crisi non hanno innescato una crisi globale, grazie anche alla tempestività e specificità delle risposte regolatorie. Le autorità hanno agito rapidamente per contenere l'impatto, utilizzando strumenti di gestione della crisi più avanzati, frutto delle lezioni apprese dalla crisi del 2008.

Nel 2008, la risposta delle autorità regolatorie è stata spesso disorganizzata e tardiva. Il fallimento di Lehman Brothers ha colto di sorpresa molti regolatori e politici, costringendoli ad agire rapidamente per evitare il collasso dell'intero sistema finanziario. Le politiche adottate successivamente, come il programma TARP e la creazione di nuovi enti regolatori come il FSOC, sono state cruciali per stabilizzare il sistema finanziario, ma hanno sollevato preoccupazioni riguardo al moral hazard e alla sostenibilità di tali interventi.

Nel 2023, le autorità sono intervenute con maggiore rapidità e coordinazione. Grazie alle riforme normative post-2008, le Banche Centrali e le autorità di vigilanza finanziaria disponevano di strumenti più efficaci, come il meccanismo del Bail-in, per gestire le crisi senza dover necessariamente ricorrere a massicci interventi governativi diretti. Questo ha permesso di contenere l'impatto delle crisi a livello settoriale, evitando una propagazione su scala globale.

Un insegnamento chiave emerso dall'analisi comparativa è la necessità di una regolamentazione finanziaria dinamica, capace di adattarsi rapidamente ai mutamenti del contesto economico globale. La crisi del 2008 ha dimostrato come una regolamentazione inadeguata possa avere conseguenze devastanti per l'economia globale. Sebbene le riforme introdotte dopo il 2008, come gli Accordi di Basilea III, abbiano rafforzato il sistema finanziario, le crisi del 2023 hanno evidenziato che queste normative, pur migliorate, non sono sufficienti da sole. L'emergere di nuove forme di rischio, legate all'innovazione tecnologica e alla digitalizzazione dell'economia, richiede una revisione continua delle normative.

La crisi Lehman ha evidenziato la scarsa trasparenza dei mercati finanziari, in particolare nel settore dei derivati complessi. Questa opacità ha reso difficile per investitori e regolatori comprendere la reale esposizione al rischio delle istituzioni finanziarie, contribuendo al collasso della fiducia nel sistema. Le riforme post-2008 hanno migliorato la trasparenza, ma le crisi del 2023 dimostrano che resta ancora molto da fare. L'evoluzione delle criptovalute e di altri strumenti finanziari digitali richiede nuove norme di trasparenza per evitare che queste innovazioni creino nuove vulnerabilità nel sistema finanziario.

Gli Accordi di Basilea III hanno introdotto requisiti di capitale più stringenti e nuove regole di liquidità, rappresentando un passo significativo verso una maggiore stabilità del sistema finanziario. Tuttavia, le crisi recenti indicano che queste misure devono essere integrate con nuove normative che considerino l'evoluzione tecnologica e le nuove forme di rischio, come quelle legate al fintech e al mercato delle criptovalute. L'approccio regolamentare futuro dovrà essere proattivo piuttosto che reattivo, anticipando le tendenze e le potenziali crisi anziché limitarsi a rispondere ai disastri già in atto.

Le politiche monetarie e fiscali hanno giocato un ruolo cruciale nella gestione delle crisi finanziarie. Nel 2008, le Banche Centrali hanno adottato politiche monetarie espansive, riducendo i tassi di interesse e iniettando liquidità nei mercati per prevenire un collasso sistemico. Sebbene questo approccio abbia avuto successo nel breve termine, ha anche contribuito alla formazione di nuove vulnerabilità, come l'aumento del debito globale e la creazione di bolle speculative in vari settori.



Nel 2023, la normalizzazione delle politiche monetarie, con l'aumento graduale dei tassi di interesse, ha creato nuove sfide per le banche, specialmente quelle che avevano basato il loro modello di business su tassi di interesse bassi. Questo scenario evidenzia la necessità di un approccio equilibrato alle politiche monetarie, che consideri sia gli effetti a breve termine sia le implicazioni a lungo termine. La gestione del debito pubblico e privato, nonché l'influenza delle politiche monetarie su settori specifici, come quello immobiliare e tecnologico, devono essere considerati con attenzione per evitare nuovi squilibri finanziari.

Le crisi recenti hanno sottolineato l'importanza della cooperazione internazionale nella gestione delle crisi finanziarie. Nessun Paese può affrontare da solo le sfide poste da un sistema finanziario globalizzato. La cooperazione tra autorità regolatorie, il coordinamento delle politiche economiche e l'armonizzazione delle normative sono essenziali per prevenire e gestire future crisi. La creazione di forum internazionali e l'implementazione di accordi multilaterali sono strumenti chiave per garantire una risposta coordinata ed efficace alle crisi finanziarie.

Il futuro del sistema finanziario dipenderà dalla capacità di innovare non solo nei prodotti e servizi finanziari, ma anche nelle politiche e normative che li governano. Le crisi del 2023 hanno dimostrato che la regolamentazione deve essere flessibile e adattabile, capace di anticipare le nuove tendenze del mercato e di rispondere in modo efficace alle crisi emergenti. Inoltre, gli strumenti di gestione delle crisi devono essere sostenibili a lungo termine, garantendo non solo una risposta efficace alle crisi immediate, ma anche prevenendo la formazione di nuove vulnerabilità sistemiche.

Questa tesi ha evidenziato l'importanza di un'analisi comparativa e multidisciplinare per comprendere le crisi finanziarie e trarre lezioni utili per il futuro. I parallelismi tra le crisi del 2008 e del 2023 offrono preziosi insegnamenti per la regolamentazione futura, mentre le differenze evidenziano la necessità di un approccio dinamico e adattabile nella gestione delle crisi. Solo attraverso una vigilanza continua e un adattamento delle politiche sarà possibile garantire la stabilità del sistema finanziario globale e prevenire futuri collassi. L'evoluzione costante del contesto economico e tecnologico richiede una revisione continua delle normative e delle politiche, per assicurare che il sistema finanziario rimanga resiliente di fronte alle sfide future.

## Sitografia

<https://www.wallstreetitalia.com/signature-bank-chiude-dopo-il-fallimento-di-silicon-valley-bank-cosa-sta-succedendo/>  
15/07/2023

<https://www.consob.it/web/investor-education/le-crisi-finanziarie> 20/08/2024

<https://www.bankingsupervision.europa.eu/banking/tasks/stresstests/html/index.en.html#:~:text=European banking supervision uses stress,the supervisory dialogue with banks.>  
20/08/2023

<https://www.federalreserve.gov/publications/files/svb-review-20230428.pdf> 15/10/2024

<https://www.wallstreetitalia.com/signature-bank-chiude-dopo-il-fallimento-di-silicon-valley-bank-cosa-sta-succedendo/?amp> 28/12/2024

<https://www.wallstreetitalia.com/il-fallimento-di-silicon-valley-bank-per-dalio-e-fink-e-colpa-del-qe/24/01/2024>

<https://www.wallstreetitalia.com/perche-il-fallimento-di-silicon-valley-bank-e-un-campanello-di-allarme/?amp> 03/05/2/2024

<https://www.wallstreetitalia.com/silicon-valley-bank-le-autorita-intervengono-a-tutela-dei-clienti/?amp> 03/05/2/2024

<https://www.wallstreetitalia.com/mercati-che-fare/silicon-valley-bank-svb-quali-sono-i-motivi-dietro-il-fallimento/>  
03/05/2/2024

[https://www.econopoly.ilsole24ore.com/2023/03/14/fallimento-svb-risk-management/?refresh\\_ce=1](https://www.econopoly.ilsole24ore.com/2023/03/14/fallimento-svb-risk-management/?refresh_ce=1) 03/05/2/2024

<https://www.ilsole24ore.com/art/banche-usa-svb-fallisce-anche-signature-tesoro-e-fed-protezioni-100percento-depositi-AExWeB3C> 03/05/2/2024

## **Bibliografia**

Ayotte, K., & Gaon, S. (2011). Asset-backed securities: costs and benefits of “bankruptcy remoteness”. *The Review of Financial Studies*, 24(4), 1299-1335.

Amorello, L., & Huber, S. D. (2014). Recovery Planning: A New Valuable Corporate Governance Framework for Credit Institutions. *Law and Economics Yearly Review*, 3(Part 2), 296-317.

Arora, N., Gandhi, P., & Longstaff, F. A. (2012). Counterparty credit risk and the credit default swap market. *Journal of Financial Economics*, 103(2), 280-293.

Armantier, O., Ghysels, E., Sarkar, A., & Shrader, J. (2015). Discount window stigma during the 2007–2008 financial crisis. *Journal Of Financial Economics*, 118(2), 317-335.

Armantier, O., Ghysels, E., Sarkar, A., & Shrader, J. (2011). Discount window stigma during the 2007-2008 financial crisis. *Federal Reserve Bank Of New York Staff Report*, 483.

Bair, S., Chang, J., Goodhart, C., Goodman, L., Novick, B. G., & Sandor, R. L. (2023). Supervision and regulation after Silicon Valley Bank. *Center for Financial Stability. Available*

Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., & Martinez Peria, M. S. (2008). Bank financing for SMEs around the world: Drivers, obstacles, business models, and lending practices. *World Bank Policy Research Working Paper*, (4785).

Beck, T., & Demirgüç-Kunt, A. (2008). Access to finance: An unfinished agenda. *The World Bank Economic Review*

Bernanke, B. S., Lown, C. S., & Friedman, B. M. (1991). The credit crunch. *Brookings Papers on Economic Activity*

Binder, J. H. (2015). Resolution planning and structural bank reform within the Banking Union. In *European Banking Union* (pp. 129-155). Routledge.

Braun, Benjamin (2018) 'Central banking and the infrastructural power of finance: The case of ECB support for repo and securitization markets', *Socio-Economic Review*

Brunnermeier, M. K. (2009). Deciphering the liquidity and credit crunch 2007–2008. *Journal Of Economic perspectives*, 23(1), 77-100.

Brunnermeier, M. K. (2009). Deciphering the liquidity and credit crunch 2007–2008. *Journal Of Economic Perspectives*, 23(1), 77-100.

Brunnermeier, M. K., & Pedersen, L. H. (2009). Market liquidity and funding liquidity. *The Review Of Financial Studies*, 22(6), 2201-2238.

Campbell, S., Covitz, D., Nelson, W., & Pence, K. (2011). Securitization markets and central banking: An evaluation of the term asset-backed securities loan facility. *Journal Of Monetary Economics*, 58(5), 518-531.

Carlson, Mark, and Jonathan D. Rose (2017). "Stigma and the discount window," *FEDS Notes*. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, December 19, 2017,

Chan, K. C., Fung, H. G., & Zhang, G. (2009). On the relationship between Asian credit default swap and equity markets. *Journal of Asia Business Studies*, 4(1), 3-12.

Christopoulos, A. G., Mylonakis, J., & Diktapanidis, P. (2011). Could Lehman Brothers' collapse be anticipated? An examination using CAMELS rating system. *International Business Research*, 4(2), 11.



Chen, H. (2024). An Study on the Causes and Consequences of the SVB Collapse. *In SHS Web Of Conferences (Vol. 188, p. 01018). EDP Sciences.*

Covi, G., & Eydam, U. (2020). End of the sovereign-bank doom loop in the European Union? The Bank Recovery and Resolution Directive. *Journal Of Evolutionary Economics*, 30(1), 5-30.

Dybvig, P. H. (2023). Nobel Lecture: Multiple Equilibria. *Journal of Political Economy*, 131(10), 2623-2644.

Determinants of cross-country impacts on stock market volatility. *International Journal Of Economics And Financial Issues*, 7(3), 210-219.

Dosumu, O. E., Sakariyahu, R., Oyekola, O., & Lawal, R. (2023). Panic bank runs, global market contagion and the financial consequences of social media. *Economics Letters*, 228, 111170.

ElBannan, M. A. (2017). The financial crisis, Basel accords and bank regulations: An overview. *International Journal Of Accounting And Financial Reporting*, 7(2), 225-275.

Ennis, H. M., & Weinberg, J. A. (2013). Over-the-counter loans, adverse selection, and stigma in the interbank market. *Review Of Economic Dynamics*, 16(4), 601-616.

Fabbrini, F. (2014). On banks, courts and international law: the intergovernmental agreement on the Single resolution fund in context. *Maastricht Journal Of European And Comparative Law*, 21(3), 444-463.

Field, A. J. (2013). The Savings and Loan Insolvencies in the Shadow of 2007-2023. Working Paper 2013-03, Santa Clara University.

Goddard, J., Liu, H., Molyneux, P., & Wilson, J. O. (2013). Do bank profits converge?. *European Financial Management*, 19(2), 345-365.

Gopalan, R., Milbourn, T., Song, F., & Thakor, A. V. (2014). Duration of executive compensation. *The Journal Of Finance*, 69(6), 2777-2817.

Gopalan, R., Milbourn, T., Song, F., & Thakor, A. V. (2014). Duration of executive compensation. *The Journal Of Finance*, 69(6), 2777-2817.

Gugler, K., & Peev, E. (2018). The persistence of profits in banking: *An international comparison*. *Applied Economics*, 50(55), 5996-6009.

Hancock, D., Laing, A. J., & Wilcox, J. A. (1995). Bank capital shocks: dynamic effects on securities, loans, and capital. *Journal Of Banking & Finance*, 19(3-4), 661-677.

Hancock, D., & Wilcox, J. A. (1994). Bank capital, loan delinquencies, and real estate lending. *Journal Of Housing Economics*, 3(2), 121-146.

Howarth, D., & Quaglia, L. (2014). The steep road to European banking union: Constructing the single resolution mechanism. *J. Common Mkt. Stud.*, 52, 125.

Karkowska, R., Korzeb, Z., Matysek-Jędrych, A., & Niedziółka, P. (2023). Banking, risk and crises in Europe: from the global financial crisis to covid-19. *Routledge*.

Karim, A., & Mofid, M. (2021). Failure of Lehman Brothers. *Journal Of Finance & Investment Analysis*, 10(4).

Kim, D., & Song, C. Y. (2017). Bankruptcy of Lehman brothers: Determinants of cross-country impacts on stock market volatility. *International Journal Of Economics And Financial Issues*, 7(3), 210-219.

Kim, R. (2021). The effect of the credit crunch on output price dynamics: The corporate inventory and liquidity management channel. *The Quarterly Journal Of Economics*, 136(1), 563-619.

Klimek, P., Poledna, S., Farmer, J. D., & Thurner, S. (2015). To bail-out or to bail-in? Answers from an agent-based model. *Journal Of Economic Dynamics and Control*, 50, 144-154.

Kumar, V., Persaud, A. N., & Kumar, U. (1994). On improving the efficiency of the defence innovation process: an empirical framework. *Technovation*, 14(5), 311-321.

Lin, B., & Bai, R. (2021). Oil prices and economic policy uncertainty: Evidence from global, oil importers, and exporters' perspective. *Research In International Business And Finance*, 56, 101357.

Marsh, W. B., & Sharma, P. (2024). Loan guarantees in a crisis: An antidote to a credit crunch?. *Journal Of Financial Stability*, 72, 101244.

Matsuo, K., Tsutsumi, M., Imazeki, T., & Kudoh, T. (2024). The Impact of the Flight to Quality on Office Rents and Vacancy Rates in Tokyo. *Real Estate Management And Valuation*.

McConnell, J. J., & Buser, S. A. (2011). The origins and evolution of the market for mortgage-backed securities. *Annu. Rev. Financ. Econ.*, 3(1), 173-192.

Mishkin, F. S. (2011). Over the cliff: From the subprime to the global financial crisis. *Journal of Economic Perspectives*, 25(1), 49-70.

Moran, J. M. (2008). The Federal Reserve and the Decision to Let Lehman Brothers Fail. *Berkeley Undergraduate Journal*, 4(1).

Naveed, M., Ali, S., Gubareva, M., & Omri, A. (2024). When giants fall: Tracing the ripple effects of Silicon Valley Bank (SVB) collapse on global financial markets. *Research In International Business And Finance*, 67, 102160.

Oefele, N., Baur, D. G., & Smales, L. A. (2024). Flight-to-quality—Money market mutual funds and stablecoins during the March 2023 banking crisis. *Economics Letters*, 234, 111464.

Olaniyi, O. O., & Shah, N. H. (2023). Quantitative analysis and comparative review of dividend policy dynamics within the banking sector: *Insights from global and US Financial Data and Existing Literature*. Available at SSRN 4663659.

Oosterloo, S., de Haan, J., & Jong-A-Pin, R. (2007). Financial stability reviews: A first empirical analysis. *Journal Of Financial Stability*, 2(4), 337-355.

Panico, C. (2022). Rising systemic risk and financial crises: a Classical-Keynesian interpretation. *Accademia Nazionale dei Lincei, Roma, Italia*.

Pancotto, L., ap Gwilym, O., & Williams, J. (2019). The European bank recovery and resolution directive: A market assessment. *Journal Of Financial Stability*, 44, 100689.

Pinto, J., & Correia, M. C. (2017). Are Covered Bonds Different from Asset Securitization Bonds?. *Working papers: Management*.

Radaelli, P., & Zenga, M. (2000). A New Two Term Subtractive Decomposition of the Herfindahl Concentration Measure. *Dipartimento di metodi quantitativi per l'economia, Facoltà di economia, Università degli studi di Milano Bicocca.*

Ramaswamy, S. (2024). Stablecoins: Business Model, Systemic Risks and Policy Perspectives. South East Asian Central Banks (SEACEN) *Research and Training Centre.*

Regmi, M., & Miller, N. (2024). Resilience of agricultural banks during economic downturns. *Agricultural Finance Review.*

Reller, C. J. (2022). Lehman Brothers Bankruptcy: *Reasons, Effects, and Outcome. Finance Undergraduate Honors*

Sagner, A., & Becerra, J. S. (2023). Twitter-based economic policy uncertainty index for Chile. *Economic Analysis Review, 38(1), 41-69.*



Sahasrabuddhe, A. (2019). Drawing the line: The politics of federal currency swaps in the global financial crisis. *Review Of International Political Economy*, 26(3), 461-489.

Shikha, N., & Kapsis, I. (2024). Bank crisis management and resolution after SVB and Credit Suisse: Perspectives from India and the European Union. *International Insolvency Review*, 33(1), 55-88.

Shan, C., Tang, D. Y., & Yan, H. (2017). Credit default swaps and bank regulatory capital. *Hong Kong Institute for Monetary Research*.

Sinha, P., & Sharma, S. (2016). Determinants of bank profits and its persistence in Indian Banks: a study in a dynamic panel data framework. *International Journal Of System Assurance Engineering and Management*, 7, 35-46.

Steffen, S. (2014). Robustness, validity and significance of the ECB's Asset Quality Review And Stress Test Exercise.

Thakor, A. V. (2014). Bank capital and financial stability: An economic trade-off or a Faustian bargain?. *Annu. Rev. Financ. Econ.*, 6(1), 185-223.