

Associazione per lo Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa

Università Cattolica del Sacro Cuore

OSSERVATORIO MONETARIO 2-2023

*Stabilità finanziaria, vigilanza
e politica monetaria*





Stabilità finanziaria, vigilanza e politica monetaria

giugno 2023

Autori del presente rapporto sono: Angelo Baglioni (Coordinatore),
Andrea Boitani, Elisa Coletti, Alberto Floreani



Associazione per Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa

Università Cattolica del Sacro Cuore

Comitato Scientifico del Laboratorio di Analisi Monetaria:

Marco Lossani (Direttore LAM), Angelo Baglioni, Andrea Boitani,
Massimo Bordignon, Domenico Delli Gatti, Piero Giarda, Vittorio
Emanuele Parsi

Laboratorio di Analisi Monetaria – Università Cattolica del Sacro Cuore:

Segreteria: Barbara Caprara

Via Necchi, 5 - 20123 Milano

tel. 02-7234.2487 - laboratorio.monetario@unicatt.it - [LAM](#)

Associazione per lo Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa:

Sede: presso Università Cattolica del Sacro Cuore – Largo A. Gemelli, 1 - Milano

Segreteria: Via Necchi, 5 - Milano – tel. 02-72342472 - www.assbb.it



INDICE

INTRODUZIONE	pag. 1
1. LA CRISI DELLE BANCHE STATUNITENSI, TRA CATTIVA GESTIONE E DEREGULATION – Angelo Baglioni	pag. 4
1. Introduzione	4
2. La deregulation del 2018/2019	5
3. Silicon Valley Bank	6
4. Signature Bank of New York	10
5. First Republic Bank	12
6. Gli interventi delle autorità nella gestione delle crisi	13
7. Conclusioni	14
2. IL FUNDING DELLE BANCHE NEL CONTESTO DI RAPIDO RIALZO DEI TASSI – Elisa Coletti	16
1. Introduzione	16
2. Il rimborso delle TLTROIII	17
3. Obbligazioni in ripresa e ritorno delle banche italiane ai covered bond	20
4. Depositi bancari in calo dopo dieci anni di crescita	21
5. Conclusioni	26
3. I RAPPORTI TRA POLITICA MONETARIA E STABILITÀ DEL SISTEMA FINANZIARIO – Andrea Boitani	28
1. Instabilità finanziaria e conseguenze macroeconomiche	29
2. Interazione tra politica monetaria e macroprudenziale	31
3. Politica monetaria e bilanci bancari	36
4. Conclusioni	43
4. RIALZO DEI TASSI DI INTERESSE E STABILITÀ DEL SISTEMA ASSICURATIVO – Alberto Floreani	47
1. Solvency II e la resilienza del sistema assicurativo all'aumento dei tassi di interesse	48
1.1 Perché l'aumento dei tassi di interesse non ha avuto effetti sistemici sulla solvibilità delle compagnie di assicurazione	52
1.2 Le ragioni dell'elevato livello di Solvibilità del mercato assicurativo	53
1.3 Il ritorno alla "normalità"	56
2. Gli elementi di attenzione	57
2.1 Gli investimenti in strumenti illiquidi e complessi	57
2.2 Il rischio di spread	59
2.3 Duration mismatch e misurazione del rischio di interesse	61
2.4 I prodotti d'investimento with-profit e il rischio mass-lapse	62
2.5 Il mercato italiano, il bilancio "locale" e l'effetto del rialzo dei tassi determinato da criteri contabili "bizantini"	66



INTRODUZIONE

Angelo Baglioni ♦

Il tema della instabilità finanziaria è ritornato prepotentemente alla ribalta nella primavera di quest'anno. Negli Usa si sono verificati tre casi di dissesto di banche medio-grandi: *Silicon Valley Bank*, *Signature Bank of New York*, *First Republic bank*. In tutti e tre i casi, le autorità americane hanno adottato soluzioni rapide nella gestione delle crisi, che tuttavia hanno addossato elevati costi al fondo di assicurazione dei depositi statunitense. In Europa un primario intermediario, Credit Suisse, è stato oggetto di un precipitoso e discusso salvataggio da parte delle autorità elvetiche. Poiché questi casi si sono verificati in un contesto di rapido rialzo dei tassi di interesse a seguito della inversione della politica monetaria, avvenuta a partire dall'inizio dello scorso anno, essi hanno riportato l'attenzione sul delicato rapporto tra politica monetaria e stabilità finanziaria. Tuttavia, i dissesti bancari hanno avuto origine principalmente in gravi problemi di gestione e in lacune nell'attività di vigilanza, che sono stati particolarmente evidenti nel caso delle tre banche americane entrate in crisi. A questi temi è dedicato il numero 2/2023 di *Osservatorio Monetario*.

Le tre banche statunitensi entrate in crisi avevano vissuto una notevole crescita dimensionale nel giro di pochi anni, finanziata prevalentemente raccogliendo depositi non assicurati da pochi soggetti, spesso connessi tra di loro. Questo aspetto, unitamente alle nuove tecnologie di comunicazione e di pagamento, ha reso particolarmente fragile la raccolta di queste banche, esponendole a fenomeni di *bank run* rapidi e massicci. Inoltre, il loro modello di business era molto concentrato verso alcuni

settori: imprese high-tech, intermediari operanti nel settore dei *crypto-asset*, prestiti immobiliari: ciò ha esposto le banche agli shock idiosincratichi che hanno investito quei settori. Il management di quelle banche ha sottovalutato il rischio di liquidità e di tasso di interesse a cui erano esposte; nella fase di normalizzazione della politica monetaria statunitense, che ha visto un aggressivo rialzo dei tassi di *policy* a partire dal marzo 2022, il rischio di tasso si è materializzato con ampie perdite di valore dei titoli in portafoglio. Sotto la pressione del ritiro del denaro da parte di alcuni grandi depositanti, le banche sono state costrette a liquidare in perdita una parte del portafoglio-titoli, inducendo altri depositanti a ritirare i loro depositi e avviando così una spirale negativa.

Le autorità di vigilanza, Federal Reserve Bank e Fondo di assicurazione dei depositi (FDIC), sono intervenute in ritardo nel segnalare al management le criticità e nel prendere provvedimenti tali da indurre la direzione delle banche ad adottare i necessari correttivi. In questo senso, un ruolo decisivo ha giocato la *deregulation* avvenuta nel 2018, che ha innalzato da 50 a 250 miliardi di dollari la soglia dimensionale oltre la quale applicare gli "standard prudenziali rafforzati". La gestione delle crisi è avvenuta in tempi rapidi: la FDIC ha prontamente individuato istituti acquirenti per le banche entrate in crisi. Tuttavia, il costo complessivo delle tre operazioni di risoluzione per il Fondo di assicurazione è stato elevato: 35,5 miliardi di dollari; questo anche a causa della (discutibile) completa garanzia fornita ai depositi, inclusi quelli eccedenti il limite della copertura assicurativa.

Dall'analisi dei casi americani emerge che la visione, secondo cui le crisi bancarie sono dovute all'inversione della politica monetaria, appare semplicistica: un ruolo importante è stato giocato dalla cattiva gestione, dalla *deregulation* e dai

♦ Università Cattolica del Sacro Cuore

ritardi della vigilanza. Ma soprattutto, tale visione non va generalizzata. A ben vedere, l'aumento dei tassi di interesse ha due effetti sulle banche, uno positivo e uno negativo. Da un lato, l'aumento dei tassi sulle attività a tasso variabile e su quelle a tasso fisso di nuova acquisizione determina un aumento dei ricavi. E' pur vero che anche i costi di finanziamento aumentano, ma in genere più lentamente rispetto ai tassi attivi. Di conseguenza, il margine di interesse aumenta in un contesto di tassi in crescita. D'altro lato, l'aumento dei tassi di interesse incide negativamente sul valore di mercato delle attività a tasso fisso detenute dalle banche, come i titoli a medio-lungo termine. Quale effetto prevale? Dipende dal modello di business delle banche e dalla capacità del management di gestire i rischi (di tasso di interesse, di mercato, di liquidità) nonché dalla efficacia della vigilanza nel segnalare situazioni critiche e imporre correzioni.

Per le banche italiane, da quando la Bce ha iniziato ad aumentare i tassi di *policy* (a metà dello scorso anno) il margine di interesse è significativamente aumentato, contribuendo così alla loro redditività e, di conseguenza, alla loro solidità: lo spread tra tassi attivi e passivi è passato da circa un punto e mezzo a tre punti percentuali (dati ABI). Ciò è avvenuto principalmente grazie alla dinamica dei tassi sui prestiti alle imprese, che per tre quarti sono a tasso variabile. Qualche preoccupazione potrebbe venire dal portafoglio-titoli, in particolare quelli pubblici, che rappresentano oltre il 9% del totale attivo del sistema bancario italiano. Inoltre, il 70% dei titoli non sono valutati in bilancio al loro valore di mercato, bensì al costo storico: essi nascondono quindi perdite potenziali significative, che si tradurrebbero in perdite effettive se i titoli dovessero essere venduti prima della scadenza. Tuttavia, questa eventualità sembra remota: gli indicatori di liquidità regolamentari hanno generalmente valori elevati per le banche italiane; inoltre esse hanno notevoli

quantità di titoli prestabili in garanzia alla banca centrale per accedere al rifinanziamento.

Dal lato della raccolta, i tassi sui conti correnti hanno mostrato una certa rigidità, mentre quelli sui depositi a tempo sono stati più reattivi nell'adeguarsi ai tassi di politica monetaria. Peraltro, i tassi sulla raccolta al dettaglio delle banche italiane si sono mossi in linea con quelli degli altri principali paesi europei. Per quanto riguarda i volumi, dopo un lungo periodo di crescita dei depositi di famiglie e imprese, si registra una fase di moderato calo: il deflusso dai conti correnti è solo in parte compensato dall'afflusso verso i depositi a tempo. Queste dinamiche, in atto nei principali paesi europei, riflettono la riallocazione dei risparmi verso strumenti più remunerativi, sfruttando il rialzo dei tassi di interesse. Nel confronto europeo, è considerevole il flusso di attività finanziarie delle famiglie italiane che nel 2022 si è diretto sui titoli obbligazionari, in particolare sui titoli di stato domestici e su quelli bancari. Ciò consente alle banche di compensare (in parte) il calo dei depositi con l'emissione di obbligazioni.

Il tema della stabilità finanziaria chiama in causa i rapporti tra politica monetaria e politica macroprudenziale. In base ai risultati della letteratura scientifica recente, possiamo dire che una politica macroprudenziale efficace e stabilizzante dovrebbe essere cooperativa con la politica monetaria e dovrebbe adottare coefficienti di capitale anticiclici, quindi non costanti nel tempo (come invece hanno tendenzialmente fatto le autorità di vigilanza europee). Inoltre, l'esperienza ha mostrato che i rischi di instabilità finanziaria crescono all'allungarsi del periodo durante il quale si sono mantenuti i tassi di interesse vicino a zero: ciò perché la ricerca di rendimento e l'abbondanza di liquidità spingono gli operatori finanziari ad assumere rischi e a far crescere la leva. La fragilità finanziaria si accumula nel corso degli anni e,



quindi, l'intero sistema finanziario (e quello bancario in particolare) finiscono per soffrire di più quando la politica da espansiva deve trasformarsi in restrittiva.

L'ultimo capitolo del rapporto analizza gli effetti che l'incremento dei tassi di interesse ha determinato sul settore assicurativo europeo e italiano. Tale aumento non ha determinato significativi impatti avversi sulla stabilità complessiva del sistema assicurativo, grazie all'ottima strutturazione del sistema di regolamentazione prudenziale (Solvency II), in particolare al sistema di valorizzazione delle risorse patrimoniali delle compagnie di assicurazione basato sul metodo *fair value*. Il ritorno ad un livello dei tassi di interesse di mercato positivo rappresenta un ritorno alla normalità di cui il mercato assicurativo non può che beneficiare. Infatti, uno dei principali driver di

redditività del settore assicurativo è rappresentato dai proventi finanziari degli investimenti obbligazionari *high-grade*; in un contesto di tassi negativi era venuto meno questo driver di redditività, spingendo alcune compagnie a strategie di investimento più rischiose e volte alla ricerca di rendimento. Tuttavia, l'entità e la rapidità dell'incremento dei tassi d'interesse (associato a negativi andamenti dei mercati azionari e, più limitatamente, all'ampliamento degli spread creditizi sui titoli corporate e governativi) hanno determinato problemi su alcuni segmenti di mercato, isolate tensioni per alcune compagnie e potrebbero determinare nel prossimo futuro ulteriori elementi di criticità: ad esempio, il rischio di riscatto massivo di prodotti che offrono garanzie finanziarie, dovuto all'aumento dei rendimenti delle attività finanziarie alternative.



1. LA CRISI DELLE BANCHE STATUNITENSI, TRA CATTIVA GESTIONE E DEREGULATION

Angelo Baglioni♦

- *Le tre banche statunitensi fallite tra marzo e maggio 2023 erano cresciute rapidamente, finanziandosi in prevalenza con depositi non assicurati. Questo aspetto, insieme alle nuove tecnologie di comunicazione e di pagamento, ha reso particolarmente fragile la raccolta di queste banche.*
- *Il modello di business di quelle banche era molto concentrato, esponendole a shock idiosincratici.*
- *Il management ha sottovalutato il rischio di liquidità e di tasso di interesse.*
- *Le autorità di vigilanza sono intervenute in ritardo. La deregulation del 2018 è stata determinante nell'abbassare gli standard di supervisione.*
- *La gestione delle crisi è avvenuta in tempi rapidi, ma con un costo elevato per il Fondo di assicurazione (anche per la completa garanzia fornita ai depositi).*
- *La Fed ha rafforzato il prestito di ultima istanza con uno strumento utile: il Bank Term Funding Program, che forse andava introdotto prima del 12 marzo.*

1. Introduzione

All'inizio di marzo 2023, la banca californiana *Silicon Valley Bank* subiva un consistente deflusso di depositi e il 10 marzo falliva. Negli stessi giorni, le quotazioni azionarie di altre banche statunitensi subivano un brusco calo e alcune di esse registravano ingenti ritiri di denaro da parte dei depositanti. Il 12 marzo falliva un'altra banca: la *Signature Bank of New York*. Le preoccupazioni per le tensioni nel sistema bancario hanno portato le autorità (Dipartimento del Tesoro, Federal Reserve e FDIC) a intervenire per stabilizzare il settore. I deflussi di depositi sono in seguito rallentati, ma i problemi e la volatilità dei mercati sono rimasti. Il terzo caso di dissesto, nel giro di poche settimane, è stato quello della *First Republic Bank*, che il 1° maggio è stata acquisita da JP Morgan Chase (con il sostegno del governo).

Questi avvenimenti sono avvenuti in un contesto di tassi di interesse crescenti.

Nell'arco di un anno (dal marzo 2022 al marzo 2023) la "normalizzazione" della politica monetaria statunitense ha portato i tassi di *policy* a salire di 4,5 punti percentuali. L'aumento dei tassi di interesse influisce sulle banche in diversi modi. Da un lato, l'aumento dei tassi d'interesse sulle attività a tasso variabile e su quelle a tasso fisso di nuova acquisizione determina un aumento dei ricavi. Anche i costi di finanziamento aumentano, ma in genere più lentamente rispetto ai tassi di mercato. Di conseguenza, il margine di interesse generalmente aumenta in un contesto di tassi in crescita. D'altro lato, l'aumento dei tassi di interesse incide negativamente sul valore delle attività a tasso fisso detenute dalle banche. Nel 2020 e 2021, le banche americane hanno aggiunto quasi 2,3 trilioni di dollari di titoli nei loro bilanci, principalmente titoli del Tesoro a tasso fisso e titoli garantiti da mutui ipotecari (*mortgage-backed securities*). Questi titoli hanno subito

♦ Università Cattolica del Sacro Cuore

ingenti perdite di valore a seguito dell'aumento dei tassi di mercato.¹ Inoltre, le banche detengono altre attività a lungo termine e a tasso fisso, come i mutui ipotecari, il cui rendimento non si è adeguato al nuovo livello dei tassi di interesse di mercato.

Come vedremo, i tre casi di dissesto hanno in comune alcuni aspetti. Le banche fallite avevano un modello di business che faceva ampio affidamento, dal lato della raccolta, sui depositi non assicurati (in quanto eccedenti il limite della copertura assicurativa: 250.000 dollari) e ampiamente esposto al rischio di tasso di interesse. I depositi non assicurati sono particolarmente esposti a fenomeni di "corse agli sportelli" (*bank runs*). La forte esposizione al rischio di tasso si è rivelata decisiva in un contesto di tassi crescenti. Durante la pandemia (2020 e 2021), le banche statunitensi hanno raccolto depositi aggiuntivi per 3,7 trilioni di dollari, per la maggior parte non assicurati. Alla fine del 2022 (nonostante un calo avvenuto durante l'anno, dovuto al fatto che i depositi bancari sono diventati meno attraenti rispetto ad altre attività finanziarie) lo stock di depositi non assicurati era, per il sistema bancario americano, pari a 7,5 trilioni di dollari.

In questo capitolo, cercheremo di individuare i fattori che hanno portato ai dissesti bancari menzionati più sopra, evidenziando sia le lacune gestionali sia i ritardi della vigilanza. Sul fronte della gestione, ha pesato una netta sottovalutazione dei rischi di liquidità e di tasso di interesse, oltre ad una forte concentrazione del business. Sul fronte della vigilanza, la *deregulation* avvenuta sotto l'amministrazione Trump ha contribuito in maniera determinante ad abbassare gli

standard di supervisione. Da questo aspetto partiremo nella prossima sezione.

2. La *deregulation* del 2018/2019

La crisi finanziaria globale del 2008-2009 ebbe un profondo impatto sul sistema bancario statunitense e sul quadro regolamentare e di vigilanza. Per affrontare le debolezze del settore bancario emerse in quel periodo, la Fed stabilì una serie di "standard prudenziali rafforzati" (*Enhanced Prudential Standards - EPS*) applicabili ai grandi gruppi bancari. Questi standard hanno implementato quella parte del Dodd-Frank Act (sezione 165) che richiedeva alla banca centrale americana di definire gli EPS e di applicarli alle *bank holding companies* e alle istituzioni bancarie estere con un totale di attività consolidate pari o superiori a 50 miliardi di dollari. Gli EPS riguardano i requisiti di capitale e di liquidità, gli stress test e i *resolution plans*. Essi sono stati introdotti per migliorare la resilienza delle grandi istituzioni bancarie e per ridurre l'impatto di un eventuale fallimento di una grande banca sul sistema finanziario e sull'economia degli Stati Uniti.

Nel maggio 2018, il Congresso americano ha approvato il *Economic Growth, Regulatory Relief, and Consumer Protection Act* (EGRRCPA) che ha modificato la sezione 165 del Dodd-Frank Act, innalzando la soglia minima, per l'applicazione generale degli EPS, da 50 a 250 miliardi di dollari: si è trattato di un atto di *deregulation* assai significativo. Allo stesso tempo, l'EGRRCPA ha conferito alla Fed la facoltà di applicare, a sua discrezione, gli EPS alle banche con attività totali comprese tra i 100 e i 250 miliardi di dollari.

¹ I portafogli titoli *available-for-sale* e *held-to-maturity* registravano, alla fine del 2022, perdite di valore di

mercato (*fair value*) pari a 277 miliardi e 241 miliardi rispettivamente. Si veda Fed (2023 a).



La Fed ha esercitato il mandato del Congresso introducendo, nel 2019, la cosiddetta “*tailoring rule*”. Questa ha stabilito quattro categorie di standard di vigilanza (dalla categoria I alla IV), basate su alcuni indicatori di rischiosità delle banche vigilate, tra cui: attività totali, dimensione delle esposizioni fuori-bilancio, livello della raccolta all'ingrosso a breve termine. Sulla base di questi indicatori, sono stati definiti requisiti prudenziali sempre più stringenti al crescere della dimensione e della complessità di un intermediario finanziario.

La legge EGRRCPA e la *tailoring rule* hanno comportato un abbassamento degli standard di regolamentazione prudenziale e di vigilanza per quelle banche che sono passate da una dimensione di “banca regionale” (*Regional Banking Organization*: con attività totali comprese tra 10 e 100 miliardi di dollari) ad una dimensione di “grande banca” (*Large Banking Organization*: con attività totali superiori ai 100 miliardi di dollari). Nella fase di crescita, la Fed ha usato la sua discrezionalità per concedere lunghi periodi di transizione nella applicazione degli EPS, di fatto esentando queste banche dalla loro applicazione per alcuni anni. Una di queste banche è la *Silicon Valley Bank*, che prendiamo in esame nella sezione seguente.

3. Silicon Valley Bank

L'8 marzo 2023, la Silicon Valley Bank (SVB) annunciò una ristrutturazione del bilancio che comprendeva la vendita di alcuni titoli e l'intenzione di aumentare il capitale. Questo avveniva in un periodo di forte incertezza per il settore tecnologico. Il 9 marzo la banca ha dovuto affrontare una corsa ai depositi: i deflussi di depositi superarono i 40 miliardi di

dollari e il management si aspettava deflussi anche maggiori nei giorni successivi. Questo deflusso portò alla chiusura della banca il 10 marzo. Per proteggere i depositanti, la *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC) trasferì i depositi e le attività della SVB alla *Silicon Valley Bridge Bank*, una “banca-ponte” di nuova costituzione gestita dalla stessa FDIC. Il 26 marzo, la FDIC stipulò un accordo di acquisto e assunzione (*purchase and assumption agreement*) di tutti i depositi e prestiti della *Silicon Valley Bridge Bank* da parte della *First-Citizens Bank*. La transazione riguardava 72 miliardi di dollari di attivi della banca al prezzo scontato di 16,5 miliardi. Circa 90 miliardi di dollari di titoli e altri asset sono rimasti nella disponibilità della FDIC, a garanzia dell'intera operazione. La stessa agenzia federale di assicurazione dei depositi ha fornito una prima stima (preliminare) del costo del fallimento di SVB per il fondo di garanzia: 20 miliardi di dollari. Si tratta di un costo scaricato sulla collettività: la FDIC è finanziata dai contributi delle banche, ma in ultima istanza i suoi impegni sono garantiti dal governo degli USA. Sotto questo profilo, ha fatto molto discutere la decisione, annunciata dal governo americano, di garantire il valore di tutti i depositi della SVB, anche quelli la cui dimensione andava ben oltre la copertura assicurativa.

A distanza di meno di due mesi dal fallimento della SVB (28 Aprile 2023), il *Board of Governors* del *Federal Reserve System* (Fed) ha diffuso un rapporto (a firma del Vice Presidente della Fed per la supervisione, Michael Barr: da qui in poi “Rapporto Barr”)² in cui analizza i fattori che hanno portato al dissesto della banca: non solo i problemi di cattiva gestione, ma anche la deregulation

² Si veda: Fed (2023 b)



avvenuta pochi anni prima nel settore, nonché le lacune e ritardi nella supervisione ad opera della stessa Fed. Lo stesso Barr, nella lettera di presentazione del rapporto, esordisce affermando: *“Silicon Valley Bank (SVB) failed because of a textbook case of mismanagement by the bank. Its senior leadership failed to manage basic interest rate and liquidity risk. Its board of directors failed to oversee senior leadership and hold them accountable. And Federal Reserve supervisors failed to take forceful enough action, as detailed in the report.”*

I fattori alla base del fallimento della SVB, che il Rapporto Barr analizza nel dettaglio, sono noti: un *business model* molto concentrato nel settore delle imprese californiane *high-tech*, un forte rischio di tasso di interesse mal gestito (con un ampio portafoglio di titoli a medio-lungo termine, esposto al rischio di un aumento dei tassi e privo delle adeguate coperture), una raccolta sbilanciata a favore dei depositi non assicurati, poiché eccedenti il limite dei 250.000 dollari. Ma il rapporto ammette anche debolezze nella regolamentazione e nella supervisione: standard regolamentari troppo bassi, azione tardiva e insufficiente dei supervisori, sottovalutazione dell’effetto contagio e delle implicazioni sistemiche di un eventuale dissesto della SVB.

Il deflusso di depositi subito dalla SBV rappresenta un classico caso di *bank run*, ben noto nella teoria e negli studi empirici di *banking*: per sua natura, l’intermediazione bancaria è soggetta al rischio di corse agli sportelli, che amplificano gli effetti di un evento negativo.³ Tuttavia il caso della SVB segnala rilevanti novità anche sotto questo

profilo, individuando fattori che possono avere accelerato la corsa agli sportelli della SVB: una base di depositi molto concentrata e con diffuse relazioni tra i depositanti (*“networked”*), i social media che hanno diffuso in tempo reale le notizie negative sulla banca, la tecnologia che ha consentito un ritiro immediato dei fondi depositati presso la banca.

La rapida crescita dimensionale della banca ha sicuramente contribuito a condurre al dissesto, anche perché essa non è stata accompagnata da un adeguato sviluppo dei controlli interni e degli standard di supervisione. Lo stesso Barr auspica una revisione del *Regulatory and Supervisory Framework* relativo a quelle banche che, come la SVB, sono passate da una dimensione di banca regionale ad una ben maggiore nel giro di pochi anni. In particolare, le aree di attenzione sono: la *tailoring rule* (applicata alle banche con un attivo totale di almeno 100 miliardi di dollari), il trattamento del rischio di tasso e di liquidità, le perdite non contabilizzate e latenti nel portafoglio-titoli, l’instabilità creata dai depositi non assicurati, gli schemi di incentivo per i manager finalizzati a responsabilizzarli maggiormente sulla gestione dei rischi.

Entrando più nel dettaglio, il Rapporto Barr individua quattro principali criticità, che emergono dall’analisi del caso SVB.

A) Il consiglio di amministrazione e il *management* della SVB non hanno saputo gestire i rischi. Il rapporto mostra che sia il consiglio di amministrazione sia l’alta dirigenza della SVB non avevano compreso appieno le vulnerabilità della banca:

³ A partire dal noto contributo di Diamond - Dybvig (1983), si è sviluppata un’ampia letteratura sui *bank*

runs. Per una rassegna, si veda Freixas – Rochet (2008).



carenze manageriali, un modello di business altamente concentrato, dipendenza da depositi non assicurati. Questi fattori hanno reso la SVB estremamente esposta alla combinazione di tassi d'interesse in aumento e rallentamento dell'attività nel settore tecnologico, che si sono materializzati nel 2022 e all'inizio del 2023. Il consiglio di amministrazione non ha ricevuto dalla direzione informazioni adeguate sui rischi della SVB e non ha incentivato la direzione a gestire efficacemente i rischi della banca.

La banca non ha superato i propri stress test interni sulla liquidità e non ha predisposto piani per reperire liquidità in periodi di stress. La SVB ha gestito il rischio di tasso concentrandosi sui profitti a breve termine e sulla protezione da potenziali diminuzioni dei tassi, piuttosto che gestire i rischi di lungo periodo e il rischio di aumento dei tassi. La banca ha modificato le proprie ipotesi di gestione del rischio per ridurre la stima di questi rischi, anziché apprezzarli pienamente.

B) Le autorità di vigilanza non hanno valutato appieno l'entità delle vulnerabilità man mano che la SVB cresceva in dimensioni e complessità.

Tra il 2019 e il 2021 la SVB cresceva rapidamente, passando da 71 miliardi di dollari a oltre 211 miliardi di dollari di attività. Tuttavia la banca non veniva assoggetta a standard di vigilanza adeguati a tale crescita di dimensione e complessità. La Federal Reserve non ha valutato correttamente la gravità delle carenze nella *governance*, nella liquidità e nella gestione del rischio di tasso d'interesse della banca. Questo ha fatto sì che la SVB mantenesse

una buona valutazione da parte della vigilanza, nonostante il deterioramento delle sue condizioni.

Per quanto riguarda in particolare la *governance*, la SVB è stata valutata soddisfacente, dal 2017 al 2021, nonostante le ripetute lacune osservate nella gestione del rischio. In termini di liquidità, la SVB è stata valutata solida (nello stesso periodo) e soggetta ad analisi limitate, nonostante la significativa crescita degli attivi e il modello di business molto concentrato (sia dal lato dell'attivo sia dal lato dei depositi).

C) Anche quando i supervisori hanno identificato le vulnerabilità, non hanno preso misure sufficienti per garantire che la SVB le risolvesse rapidamente.

Nel 2021, la Silicon Valley Bank ha continuato a crescere e avrebbe dovuto essere soggetta a standard più elevati di regolamentazione e supervisione. Tuttavia, la normativa prevedeva un lungo periodo di transizione per l'adeguamento agli standard più elevati. Inoltre, le autorità di vigilanza non volevano dare l'impressione di anticipare gli standard delle grandi banche alle banche più piccole, anche alla luce delle direttive ricevute dalle autorità politiche.

I rating di liquidità, assegnati dai supervisori, sono rimasti soddisfacenti nonostante le debolezze osservate nella gestione del rischio e le crescenti evidenze di un'insufficiente liquidità. Nel 2022, le criticità rilevate negli stress test interni sulla liquidità e i sempre più significativi deflussi di depositi avrebbero giustificato giudizi e provvedimenti di vigilanza più severi di quelli effettivamente adottati.

Per quanto riguarda la gestione del rischio di tasso d'interesse, le autorità di

vigilanza osservarono carenze nelle verifiche del 2020, 2021 e 2022, ma emanarono rilievi solo formali. Il team di vigilanza fece un rilievo nel novembre 2022, prevedendo di declassare il rating di vigilanza della banca in relazione al rischio di tasso d'interesse. Tuttavia, la SVB è fallita prima che tale declassamento fosse finalizzato.

D) Il “tailoring approach” della Fed in risposta all'*Economic Growth, Regulatory Relief, and Consumer Protection Act (EGRRCPA)*, insieme al mutato orientamento della politica di vigilanza, hanno ostacolato l'adozione di misure di vigilanza efficaci.

Nello stesso periodo in cui la SVB cresceva rapidamente in dimensioni e complessità, la Federal Reserve ha modificato la propria politica di regolamentazione e di vigilanza, a causa di una combinazione di novità legislative e di scelte interne di *policy*.

Nel 2019, a seguito dell'approvazione dell'EGRRCPA, la Fed ha rivisto il proprio quadro di vigilanza e regolamentazione, continuando ad applicare gli standard prudenziali rafforzati (EPS) solo alle otto banche di rilevanza sistemica globale, le cosiddette G-SIB. Alle altre grandi banche venivano applicati requisiti “personalizzati” (*tailored*). Per la SVB, ciò ha comportato una riduzione dei requisiti prudenziali, tra cui quelli di capitale e di liquidità. Forse requisiti di vigilanza più elevati non

avrebbero impedito il fallimento della SVB, ma avrebbero comunque rafforzato la resilienza della banca.

In quel periodo, la politica di vigilanza ha iniziato a porre maggiore enfasi sulla riduzione degli oneri per gli intermediari, aumentando l'onere della prova a carico delle autorità di vigilanza. Sebbene l'intento dichiarato di questi cambiamenti di *policy* fosse quello di aumentare l'efficacia della supervisione, in alcuni casi essi hanno portato ad un rallentamento dell'azione del personale di vigilanza e a una riluttanza ad intensificare la pressione sui soggetti vigilati.

Le modifiche regolamentari introdotte dall'EGRRCPA e dalla *tailoring rule* hanno avuto un impatto significativo sul livello dei requisiti a cui la SVB è stata soggetta nel 2018 e negli anni successivi. Se non fossero state apportate queste modifiche al quadro normativo, la SVBFG sarebbe stata soggetta ai requisiti standard di liquidità (LCR e NSFR), a requisiti patrimoniali rafforzati, agli stress test interni, agli stress test annuali di vigilanza. La TAB. 1 (tratta dal Rapporto Barr) mette a confronto i requisiti prudenziali a cui la SVB (e il gruppo SVBFG) era soggetta alla vigilia del fallimento (colonna di sinistra) con quelli a cui sarebbe stata soggetta se il EGRRCPA e la *tailoring rule* non fossero state introdotte nel quadro regolamentare statunitense (colonna di destra): le differenze, come si vede importanti, sono evidenziate in giallo.



TAB. 1 – Requisiti prudenziali sulla SVB: l’impatto della *deregulation*

SVBFG/SVB's requirements as a Category IV firm as of March 1, 2023	Requirements for a firm with SVBFG/SVB's March 1, 2023, profile in absence of EGRRCPA/2019 tailoring rule/ related rulemakings
<ul style="list-style-type: none"> ● U.S. risk-based and leverage capital requirements <ul style="list-style-type: none"> - No advanced approaches risk-based capital requirements - Can make a one-time election to opt out of the requirement to reflect AOCI in regulatory capital - No supplementary leverage ratio - Capital conservation buffer - No countercyclical capital buffer 	<ul style="list-style-type: none"> ● U.S. risk-based and leverage capital requirements <ul style="list-style-type: none"> - Advanced approaches risk-based capital requirements - AOCI reflected in regulatory capital - Supplementary leverage ratio - Capital conservation buffer - Countercyclical capital buffer
<ul style="list-style-type: none"> ● Stress testing and capital planning <ul style="list-style-type: none"> - No company-run stress testing requirement - Biennial supervisory stress test and stress capital buffer requirement calculation in even-numbered years (would have applied in 2024 after phase-in) - Annual capital plan 	<ul style="list-style-type: none"> ● Stress testing and capital planning <ul style="list-style-type: none"> - Annual and mid-cycle company-run stress test - Annual supervisory stress test and stress capital buffer requirement calculation - Annual capital plan
<ul style="list-style-type: none"> ● Liquidity and risk management <ul style="list-style-type: none"> - No LCR or NSFR requirement - Quarterly internal liquidity stress test - Tailored liquidity risk management standards - Monthly liquidity data reporting - Enhanced risk management and risk committee requirements 	<ul style="list-style-type: none"> ● Liquidity and risk management <ul style="list-style-type: none"> - Full LCR and NSFR requirements - Monthly internal liquidity stress test - Full enhanced liquidity risk management standards - Monthly liquidity data reporting - Enhanced risk management and risk committee requirements
<ul style="list-style-type: none"> ● Resolution planning <ul style="list-style-type: none"> - No holding company resolution plan - IDI-level plan requirement under FDIC's IDI resolution planning rule on a three-year cadence 	<ul style="list-style-type: none"> ● Resolution planning <ul style="list-style-type: none"> - Holding company resolution plan: after initial filing, tailored plan (with plans generally due every two years) - IDI-level plan requirement under FDIC's IDI resolution planning rule

4. Signature Bank of New York

Il 12 marzo 2023, la *Signature Bank of New York* (SBNY) è stata chiusa dalle autorità locali, che hanno nominato come curatore fallimentare la FDIC. Quest’ultima ha istituito e gestito la “banca-ponte” *Signature Bridge Bank* fino al 19 marzo, quando ha stipulato un accordo di “acquisto e assunzione” (*purchase and assumption*) con la *Flagstar Bank* (una filiale della *New York Community Bankcorp*), che ha rilevato alcune attività e assunto i depositi della banca ponte.

La SBNY era una banca commerciale fondata nel 2001. Al 31 dicembre 2022, la SBNY raccoglieva depositi per 88,6 miliardi di dollari e aveva attività totali per 110,4 miliardi: era quindi una banca di medie dimensioni (la 29esima banca più grande degli USA). La FDIC ha stimato il costo del fallimento della SBNY per il fondo di assicurazione dei depositi in circa 2,5 miliardi di dollari. La stessa FDIC era il supervisore della SBNY, non essendo questa un membro del *Federal Reserve System*.⁴

⁴ Le *nonmember banks* sono generalmente banche statali (*state-chartered banks*) e non sono membri del *Federal Reserve System*. Queste banche possono

decidere di non aderire alla Fed perché la regolamentazione può essere meno onerosa in base alle leggi statali.



Le principali linee di attività della SBNY erano i mutui immobiliari commerciali e i prestiti alle imprese, finanziati principalmente attraverso depositi non assicurati raccolti da società commerciali di medie dimensioni. A partire dal 2018, la SBNY ha iniziato a espandere il proprio modello di business lanciando varie iniziative, tra cui: una *Fund Banking Division*, dedicata alla fornitura di finanziamenti e servizi bancari al settore del *private equity*; un *Digital Assets Banking Group* per la raccolta di depositi e la gestione di conti operativi per società operanti nel settore dei *digital assets*. Nel 2020 e nel 2021, la SBNY ha registrato un'enorme crescita dei depositi, soprattutto quelli di grandi dimensioni non assicurati, che ha portato a più che raddoppiare le dimensioni della banca. Nel 2022, quando i tassi di interesse hanno iniziato a salire e i depositi a contrarsi a causa della volatilità del mercato degli asset digitali, la banca ha registrato un significativo deflusso di depositi.

La causa immediata del fallimento della SBNY è stata la crisi di liquidità, scatenata dall'effetto-contagio derivante dalla liquidazione della *Silvertate Bank* (8 marzo 2023) e dal fallimento della SVB (10 marzo 2023). Tuttavia, all'origine del fallimento della SBNY vi è la cattiva gestione. Il management della SBNY ha perseguito una crescita rapida e impetuosa, senza sviluppare e mantenere pratiche di gestione del rischio e controlli adeguati alle dimensioni, alla complessità e al profilo di rischio dell'istituto. La SBNY ha finanziato la sua rapida crescita facendo eccessivo affidamento sui depositi non assicurati, senza attuare i necessari controlli per la gestione del rischio di liquidità. Inoltre, la direzione della SBNY

non ha considerato adeguatamente il rischio di finanziarsi tramite depositi derivanti dal settore delle cripto-valute, nel quale si sono verificate vistose turbolenze tra la fine del 2022 e l'inizio del 2023. Infine, la SBNY non è stata sollecitata nell'attuare le raccomandazioni della vigilanza.

L'autorità di supervisione della SBNY, la FDIC, ha emanato alla fine di aprile un rapporto, nel quale esamina in dettaglio le lacune manageriali che hanno portato al fallimento della banca, nonché i problemi rilevati nell'attività di supervisione e le implicazioni per il futuro⁵. E' interessante riassumere le principali conclusioni del rapporto.

La prima evidenza che emerge dal Rapporto FDIC è la rapida crescita dimensionale della banca negli anni recenti. La aggressiva strategia di crescita perseguita dal management della SBNY ha portato le attività totali della banca ad aumentare del 175% tra il 2017 e il 2021: da 43.1 miliardi di dollari a 118.4 miliardi. Nel 2022 si è registrato un modesto ridimensionamento: si veda la Tabella 2. La crescita dimensionale è avvenuta sulla base di un modello di business molto particolare. La SBNY, analogamente alla SVB, aveva sviluppato una raccolta sbilanciata verso pochi grandi depositanti. Circa 60 clienti detenevano saldi di conto superiori ai 250 milioni di dollari, pari al 40% dei depositi totali. La percentuale di depositi non assicurati sul totale era assai elevata: 90% (si veda ancora la TAB. 2). Dalla tabella emerge anche una significativa presenza, negli anni più recenti, di depositi provenienti dal settore delle attività digitali: questi rappresentavano da soli il 27% dei depositi totali alla fine del 2021.

⁵ Si veda FDIC (2023).



TAB. 2 – SBNY: dati sintetici di bilancio
(miliardi di dollari)

	12/31/17	12/31/18	12/31/19	12/31/20	12/31/21	12/31/22
Total Assets	\$43.1	\$47.4	\$50.6	\$73.9	\$118.4	\$110.4
Total Cash, Interest-Bearing Bank Balances	\$0.5	\$0.4	\$0.9	\$12.4	\$29.8	\$6.1
Total Loans	\$33.0	\$36.9	\$39.4	\$49.2	\$65.2	\$74.9
Total Deposits	\$33.4	\$36.4	\$40.4	\$63.3	\$106.2	\$88.6
Digital Asset Deposits	n/a	n/a	\$1.7	\$9.0	\$28.7	\$17.8
Uninsured Deposits	\$27.3	\$29.9	\$33.3	\$55.9	\$97.6	\$79.5
• Percentage of Total Assets	63%	63%	66%	76%	82%	72%
• Percentage of Total Deposits	82%	82%	82%	88%	92%	90%

Fonte: Rapporto FDIC (2023)

Per quanto riguarda l'attività di supervisione, il Rapporto FDIC ammette che l'autorità di vigilanza (la FDIC stessa) avrebbe dovuto essere più tempestiva nell'intensificare le azioni di vigilanza, a fronte dei segnali di crescita impetuosa e sbilanciata descritti più sopra. Inoltre, il dialogo con il consiglio di amministrazione e la direzione della SBNY avrebbe dovuto essere più efficace. Fino al 10 marzo 2023, la FDIC aveva assegnato alla SBNY un rating di vigilanza complessivo ("*Composite CAMELS rating*")⁶ tale da indicare che le condizioni generali della banca erano soddisfacenti. Anche sotto il profilo della liquidità, la gestione della banca era considerata migliorabile ma soddisfacente. I rating di vigilanza (quello complessivo e quelli relativi al management, alla liquidità e al capitale) furono abbassati solo l'11 marzo 2023: alla vigilia della chiusura della banca. Al contrario, sarebbe stato opportuno declassare la banca già nel secondo semestre 2021, date le ricorrenti debolezze nella gestione della liquidità, la crescita dimensionale della SBNY e l'inerzia della dirigenza nel risolvere i

problemi, nonostante alcune sollecitazioni ricevute dall'autorità. La comunicazione dei risultati delle analisi di vigilanza da parte dell'FDIC al consiglio e alla direzione della SBNY non è stata sempre tempestiva. In alcuni casi, l'invio delle "lettere di vigilanza" è stato significativamente ritardato.

5. *First Republic Bank*

Ad aprile 2023, la *First Republic Bank* di San Francisco aveva circa 229 miliardi di dollari di attività totali e 104 miliardi di depositi totali: si trattava quindi di una banca medio-grande, seppure non di rilevanza sistemica. L'ente supervisore della banca era la FDIC. A seguito dei dissesti di SVB e di *Signature Bank*, la *First Republic Bank* subì un notevole deflusso di depositi tra il 10 e il 16 Marzo 2023. La quotazione azionaria della banca declinò significativamente fino alla fine di Marzo e ancora di più dopo la pubblicazione dei suoi risultati trimestrali (il 24 Aprile).

Il 1 Maggio 2023, la *First Republic Bank* è stata chiusa e affidata alla FDIC in qualità di curatore

⁶ Negli USA, le autorità incaricate della supervisione bancaria esaminano e valutano le condizioni di un istituto di credito utilizzando il sistema di rating noto come CAMELS (*Capital, Asset quality, Management, Earnings, Liquidity, and Sensitivity to market risk*). I

rating CAMELS sono assegnati su una scala da "1" (ottimo) a "5" (pessimo). Gli esaminatori assegnano un punteggio per ogni componente di CAMELS e un punteggio complessivo (*Composite*).

fallimentare. La FDIC ha tempestivamente stipulato, al termine di un'asta, un accordo di "acquisto e assunzione" con *JP Morgan Chase Bank*, che ha assunto tutti i depositi e gran parte delle attività della *First Republic Bank*. In virtù dell'accordo, tutti i depositanti della *First Republic Bank* sono diventati depositanti della *JPMorgan Chase*.

La FDIC e la *JP Morgan Chase Bank* hanno contestualmente stipulato un accordo di condivisione delle perdite ("*loss-share transaction*") relativo ai mutui residenziali e ai prestiti commerciali acquistati dalla ex *First Republic Bank*. In base a questa transazione, la FDIC e *JP Morgan Chase* condivideranno le perdite e i potenziali recuperi sui prestiti oggetto dell'accordo stesso. Di fatto, *JP Morgan* ha ricevuto una garanzia che copre l'80% delle perdite potenziali su quel portafoglio-prestiti. Inoltre, essa ha ottenuto un finanziamento quinquennale dalla FDIC per 50 miliardi di dollari. La FDIC ha stimato che il costo dell'operazione per il Fondo di assicurazione dei depositi sarà di circa 13 miliardi di dollari.

6. Gli interventi delle autorità nella gestione delle crisi

Il 12 marzo, le autorità americane (*Federal Reserve*, *FDIC*, Dipartimento del Tesoro) hanno annunciato due provvedimenti. Primo, il Segretario al Tesoro ha approvato una "eccezione per rischio sistemico" (*systemic risk exception*), grazie alla quale la *FDIC* è stata autorizzata a garantire tutti i depositanti di *SVB* e *Signature Bank*, nella procedura di risoluzione delle due banche. A differenza dei depositanti, gli azionisti e alcuni detentori di debiti non garantiti non sono stati protetti. Inoltre, alcuni dirigenti di queste banche sono stati rimossi. Le perdite, derivanti da questi due interventi della *FDIC*, sono state stimate dalla *FDIC* stessa in 22,5 miliardi di dollari,

ai quali si aggiungono i 13 relativi al caso *First Republic Bank*, che portano il costo totale dei tre interventi a 35,5 miliardi di dollari. Questi costi non dovrebbero ricadere sui contribuenti, ma sul Fondo di assicurazione dei depositi, che sarà alimentato da speciali contributi delle banche (come previsto dalla legge). E' anche vero che la *FDIC* è in ultima analisi garantita dal governo americano. La finalità di questa garanzia totale, estesa a depositi che vanno molto oltre il limite della normale copertura assicurativa (250.000 dollari), è facilmente comprensibile: stabilizzare la raccolta delle due banche, già messa a dura prova da un forte drenaggio di depositi, e tranquillizzare i depositanti delle altre banche, evitando così un effetto-contagio. Tuttavia, questa misura si presta ad alcune critiche. Intervenire *ex-post* con una garanzia totale, senza averla prevista *ex-ante*, è inefficiente: si paga il costo dell'intervento senza ottenere il vantaggio di stabilizzare il comportamento dei depositanti. Inoltre, l'intervento a favore di *SVB* e *Signature Bank* introduce una ambiguità, in relazione ad eventuali altri casi di dissesto: negli altri casi, la garanzia sarà limitata oppure estesa a tutti i depositi?

Il secondo provvedimento è stato preso dalla *Federal Reserve*: il *Bank Term Funding Program* (*BTFFP*). Con questo nuovo strumento, la Fed offre prestiti, con scadenza fino a un anno, alle banche. Queste possono depositare, a garanzia dei prestiti, tutti i tipi di titoli utilizzati normalmente nelle operazioni di mercato aperto della banca centrale statunitense, quali: titoli del Tesoro e *mortgage-backed securities*. I titoli depositati sono usati come garanzia per un valore pari a quello facciale, senza quindi tenere conto della svalutazione subita sul mercato. In questo modo, le banche che si trovano in una situazione di stress come conseguenza del drenaggio di depositi, possono ottenere liquidità dalla Fed senza essere costrette a liquidare in perdita i titoli in portafoglio. Si tratta

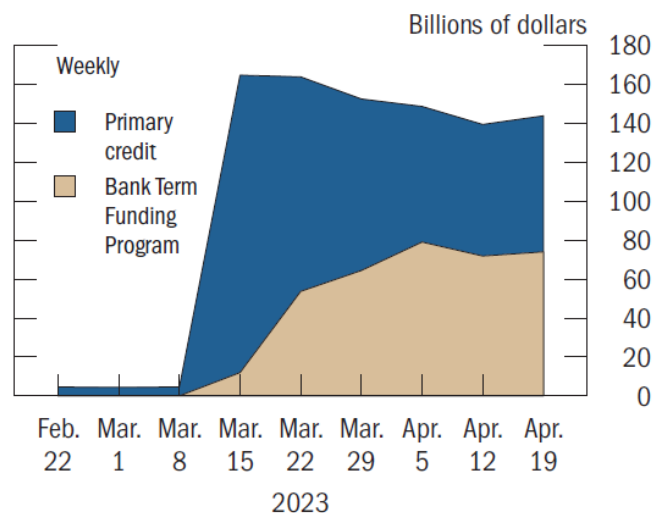


di un provvedimento molto apprezzabile, con il quale la Fed ha rafforzato il suo ruolo di prestatore di ultima istanza nei confronti del sistema bancario. Tuttavia, se fosse stato introdotto prima (rispetto al 12 marzo) esso avrebbe forse potuto evitare il precipitare della situazione di SVB e Signature Bank.

Il BTFP si è aggiunto al tradizionale strumento di rifinanziamento: il *discount window*. La situazione di *liquidity stress* che ha colpito le banche statunitensi è testimoniata dall'ampio ricorso

fatto ai due strumenti di rifinanziamento presso la banca centrale, il *discount window* e il BTFP, a partire dai primi giorni di marzo. Il ricorso al primo strumento (in particolare al *primary credit*) è passato da 5 ad oltre 150 miliardi nella prima settimana del mese, per poi scendere a 70 miliardi circa. Il ricorso al BTFP ha visto successivi incrementi e si è stabilizzato nel mese di aprile tra i 70 e gli 80 miliardi: si veda la FIG. 1.

FIG. 1 – Ricorso al rifinanziamento presso la Fed
(consistenze, miliardi di dollari)



Fonte: Fed (2023, a)

7. Conclusioni

I casi di dissesto, analizzati nelle sezioni precedenti, hanno alcuni tratti in comune, che vale la pena di riassumere in conclusione.

- 1) Le banche entrate in crisi hanno visto una notevole crescita dimensionale nel giro di pochi anni, raggiungendo rapidamente una dimensione medio-grande. Tale crescita è stata finanziata prevalentemente raccogliendo depositi non assicurati da pochi

soggetti, spesso connessi tra di loro. Questo aspetto, unitamente alle nuove tecnologie di comunicazione (in particolare i social media) e di pagamento (con la possibilità di movimentare in tempo reale grosse somme mediante strumenti digitali), ha reso particolarmente fragile la raccolta di queste banche, esponendole a fenomeni di *bank run* rapidi e massicci.

- 2) Il modello di business era molto concentrato verso alcuni settori: imprese high-tech, intermediari operanti nel settore dei *crypto-asset*, prestiti immobiliari (di natura commerciale e residenziale). Ciò ha esposto le banche a shock idiosincratici che hanno investito quei settori.
- 3) Il management di quelle banche ha sottovalutato, e comunque gestito male, il rischio di liquidità e di tasso di interesse a cui erano esposte. Nella fase di normalizzazione della politica monetaria statunitense, che ha visto un aggressivo rialzo dei tassi di *policy* a partire dal marzo 2022, il rischio di tasso si è materializzato con ampie perdite di valore dei titoli in portafoglio. Sotto la pressione del ritiro del denaro da parte di alcuni grandi depositanti, le banche sono state costrette a liquidare in perdita una parte del portafoglio-titoli, inducendo altri depositanti a ritirare i loro depositi e avviando così una spirale negativa.
- 4) Le autorità di vigilanza, Fed o FDIC a seconda dei casi, sono intervenute in ritardo (per loro stessa ammissione) nel segnalare al management le criticità e nel prendere provvedimenti tali da indurre la direzione delle banche ad adottare i necessari correttivi. In questo senso, un ruolo decisivo ha giocato la *deregulation* avvenuta nel 2018 (sotto l'amministrazione Trump), che ha innalzato da 50 a 250 miliardi di dollari la soglia dimensionale oltre la quale applicare gli "standard prudenziali rafforzati".
- 5) La gestione delle crisi è avvenuta in tempi rapidi. La FDIC ha prontamente individuato istituti acquirenti per le banche entrate in crisi, in alcuni casi previa costituzione della "banca-ponte". Il costo complessivo delle tre operazioni di risoluzione per il Fondo di assicurazione è stato elevato (35,5 miliardi di

dollari), anche a causa della completa garanzia fornita ai depositi, inclusi quelli eccedenti il limite di copertura (250.000 dollari).

Allargando lo sguardo all'intero settore delle banche statunitensi di media dimensione, vi sono altri casi di intermediari che presentano caratteristiche simili a quelle delle tre banche entrate in risoluzione tra marzo e maggio di quest'anno. Alcuni nomi, circolati nel mercato e nei media, sono: Pacific Western Bank, First Horizon, Western Alliance, Zions Bank, Keycorp. La volatilità delle quotazioni di borsa di queste banche testimonia la loro vulnerabilità e i timori che circolano tra i partecipanti al mercato finanziario. Per arginare le conseguenze di eventuali *runs* sui depositi di queste banche, la Fed ha rafforzato il prestito di ultima istanza, introducendo un nuovo strumento: il BTFP. Il ricorso al *discount window* e al BTFP è stato ampio a partire dall'inizio di marzo, a riprova della delicata situazione di liquidità di una parte del sistema bancario statunitense.

Riferimenti bibliografici

- Diamond D. – P. Dybvig (1983): Bank runs, deposit insurance, and liquidity, *Journal of Political Economy*, vol.91.
- FDIC (2023): FDIC's supervision of Signature Bank, Federal Deposit Insurance Corporation, 28 Aprile.
- Fed (2023 a): Financial Stability Report, Maggio, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, D.C.
- Fed (2023 b): Review of the Federal Reserve's Supervision and Regulation of Silicon Valley Bank, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, D.C.
- Freixas X. – J.-C. Rochet (2008): *Microeconomics of Banking*, MIT Press.



2. IL FUNDING DELLE BANCHE NEL CONTESTO DI RAPIDO RIALZO DEI TASSI

Elisa Coletti♦

- *L'Italia è il paese che ha il più alto volume di rifinanziamento BCE ancora in essere alla data del 30 aprile. Inoltre, quello italiano si conferma l'unico sistema bancario dell'area euro in cui il rifinanziamento a più lungo termine presso l'eurosistema è superiore alla liquidità in eccesso.*
- *Da inizio 2023 la dinamica dello stock di obbligazioni emesse dalle banche italiane è tornata decisamente in crescita, invertendo una lunga fase di variazioni negative. Il costo della raccolta obbligazionaria è tuttavia salito notevolmente, soprattutto per effetto della restrizione monetaria.*
- *Da giugno alcune banche italiane sono tornate a emettere covered bond sul mercato, potendo avvalersi delle etichette europee su questi titoli e riscuotendo ampio interesse da parte degli investitori.*
- *Dopo un decennio di crescita robusta, i depositi delle famiglie italiane registrano una moderata contrazione, per effetto del ritorno dei risparmiatori all'investimento in titoli di stato domestici. E' in atto una riallocazione da depositi a vista a depositi a tempo, che interessa sia le famiglie sia le imprese.*
- *Si osserva una vischiosità nella trasmissione dei tassi guida ai tassi sui depositi bancari. Tuttavia, va rilevato che i tassi offerti in Italia sulle varie forme di deposito sono allineati con quelli degli altri principali sistemi bancari dell'area euro, in termini di livello e di entità del rialzo da metà del 2022.*

1. Introduzione

La normalizzazione della politica monetaria e i recenti casi di crisi di banche regionali negli Stati Uniti e di Credit Suisse hanno riportato l'attenzione sui profili della liquidità e del funding delle banche. Il rapido e forte rialzo dei tassi guida della BCE insieme alla revisione dei termini e condizioni delle TLTRO III e al loro rimborso stanno determinando considerevoli impatti diretti e indiretti sul costo e sulla composizione del funding delle banche rispetto alla situazione prevalente negli anni più recenti fino al 2022. A segnalare la rilevanza del profilo del funding, va osservato che nelle priorità di supervisione fissate dalla BCE per il triennio 2023-25 e diffuse a dicembre 2022, i rischi di funding sono comparsi come nuova area chiave di attenzione rispetto all'anno precedente, elencata al pari livello del rischio di credito. La BCE nella sua nota osserva che sebbene gli indici di

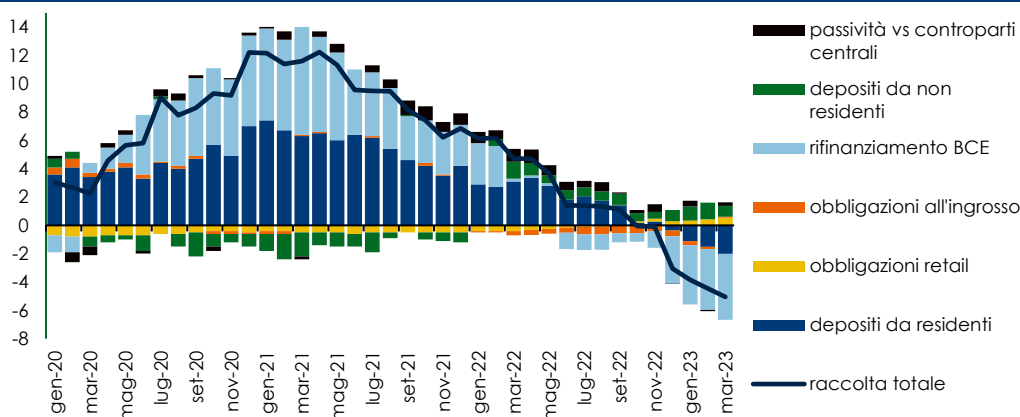
liquidità delle banche vigilate siano in media abbondanti, un'inadeguata diversificazione delle fonti di funding rende alcune banche più vulnerabili agli scossoni di mercato (ECB Banking Supervision, 2022). In particolare, alcune banche hanno fatto un notevole affidamento sui finanziamenti TLTRO III, riducendo la quota di funding dal mercato, e sono quindi più esposte agli aumenti dei costi di finanziamento. La BCE si concentrerà su queste banche con una targeted review delle loro strategie di uscita dalle TLTRO III, oltre che su un'analisi più ampia dei piani di liquidità e di finanziamento delle banche, al fine di individuare le pratiche deboli. Obiettivo di questo lavoro è delineare alcune prime valutazioni sugli effetti del mutato contesto delle condizioni monetarie sulla liquidità e sul funding delle banche italiane, anche nel confronto europeo. In particolare, il capitolo si sofferma sulla situazione

♦Intesa Sanpaolo e Università dell'Insubria

del funding lasciata in eredità da dieci anni di tassi molto bassi e sulle tendenze in atto, con un focus sui depositi di famiglie e imprese. Come efficacemente illustrato dalla FIG. 1 basata sui dati della Relazione annuale sul 2022 della Banca d'Italia, dall'avvio della svolta monetaria nel luglio 2022 si sono invertite le dinamiche che hanno caratterizzato la raccolta bancaria in una lunga fase durata circa un decennio. In particolare, è molto marcata la riduzione del rifinanziamento presso l'Eurosistema ed è progressivamente rallentata la crescita dei depositi da residenti fino ad arrivare a segnare un calo moderato nei primi mesi del 2023 per le banche italiane, mentre all'opposto si osserva una ripresa vigorosa delle obbligazioni bancarie e dei depositi da non residenti. Il capitolo esamina in dettaglio ciascuna

delle tre principali componenti citate. Un paragrafo specifico viene dedicato al rimborso delle TLTRO III e, in relazione al ridimensionamento del rifinanziamento da parte dell'Eurosistema, il paragrafo successivo si concentra sulla ripresa della raccolta obbligazionaria, con focus sul ruolo dei covered bond. Segue un'ampia analisi sulla situazione e le dinamiche in atto su volumi e costo dei depositi di famiglie e imprese, nel confronto con i principali paesi dell'area euro. L'ultimo paragrafo conclude, aggiungendo considerazioni di sintesi sulla situazione complessiva del funding delle banche e sui maggiori costi di raccolta conseguenti alla ricomposizione prevista verso forme più onerose.

FIG. 1 - Raccolta delle banche italiane: var. % a/a del totale e contributi delle diverse componenti



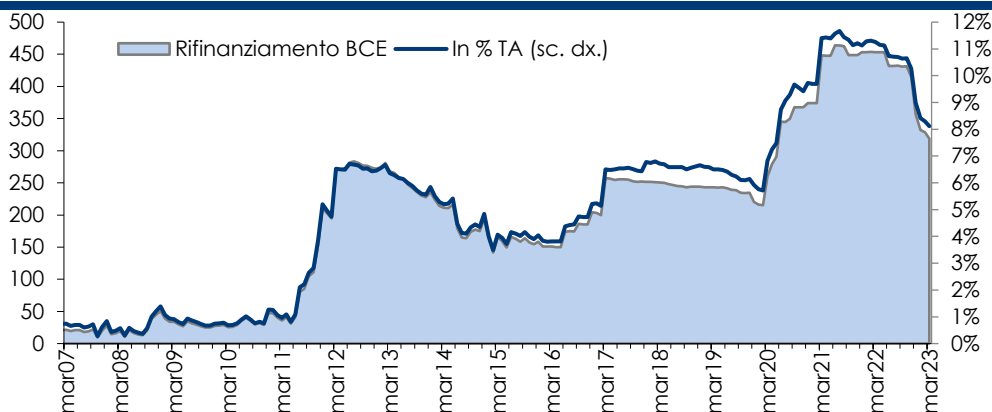
Fonte: Banca d'Italia

2. Il rimborso delle TLTRO III

Il rifinanziamento a più lungo termine presso l'eurosistema ha rappresentato una fonte importante per le banche italiane sin dalle prime operazioni cosiddette non-convenzionali effettuate dalla BCE nella fase più critica della crisi dei debiti sovrani. Con le due LTRO a 36 mesi di fine 2011 – inizio 2012 le banche italiane ottennero un quarto dell'importo complessivo di

tutte le banche dell'area euro, circa 250 miliardi su 1000. Con i tre successivi programmi di operazioni mirate di rifinanziamento, le TLTRO, il ricorso delle banche italiane al funding dell'Eurosistema è salito a massimi di circa 460 miliardi nel 2021 e a oltre l'11% del totale attivo (FIG. 2). A livello di area euro e di principali paesi l'incidenza è stata decisamente più bassa.

FIG. 2 - Rifinanziamento presso l'eurosistema delle banche italiane (EUR mld e % del totale attivo)



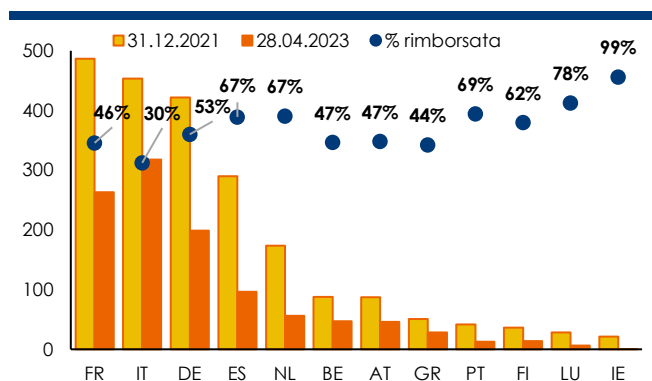
Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia

Il terzo programma attualmente in essere e in fase di rimborso si è articolato in dieci tranches le cui scadenze vanno dallo scorso settembre a dicembre 2024, con un culmine a fine giugno 2023. Parte dell'impatto del voluminoso importo originario in scadenza è stato mitigato dai rimborsi volontari avvenuti a partire da novembre 2022 a seguito della revisione peggiorativa delle condizioni di tasso delle TLTRO III nell'ambito della politica di restrizione messa in atto dalla BCE. Si ricorda che con decisione del Consiglio Direttivo BCE del 27 ottobre 2022 è stato eliminato il differenziale favorevole tra il tasso attivo sulla liquidità in eccesso depositata presso l'Eurosistema e il tasso passivo delle TLTRO III. Dal 23 novembre 2022 il tasso applicato sulle TLTRO III eguaglia quello della deposit facility. Inoltre, sono state introdotte tre date di rimborso anticipato e volontario (23 novembre 2022, 25 gennaio 2023 e 22 febbraio). Rispetto ai 452 miliardi di dicembre 2021, l'ammontare del rifinanziamento delle banche italiane è sceso a fine aprile 2023 a 318 miliardi e all'8,1% del totale attivo, un calo

determinato principalmente dai rimborsi volontari delle TLTRO III, pari a 117 miliardi. Le banche italiane hanno rimborsato relativamente meno delle banche dell'area euro, che in aggregato hanno restituito su base volontaria 1.013 miliardi, con lo stock in essere dimezzato ad aprile rispetto a fine 2021 (dai 2.202 miliardi di dicembre 2021 ai 1.102 miliardi di aprile 2023). Il sistema bancario italiano ha ridotto del 30% il rifinanziamento a più lungo termine in essere a fine 2021, a confronto con i due terzi di Spagna e Paesi bassi, mentre Francia e Germania hanno restituito circa metà dei fondi BCE (FIG. 3). Nei diversi sistemi bancari, il rimborso anticipato risulta essere avvenuto principalmente attraverso la riduzione della liquidità in accesso.

In tale situazione successiva ai rimborsi anticipati, a livello di area euro l'importo della quarta tranche di TLTRO III in scadenza a fine giugno ammonta a 477 miliardi, dagli originari 1.308. Con riferimento alle banche italiane, entro giugno si estingue il 45% dei 318 miliardi di TLTRO in essere a fine marzo (143 miliardi).

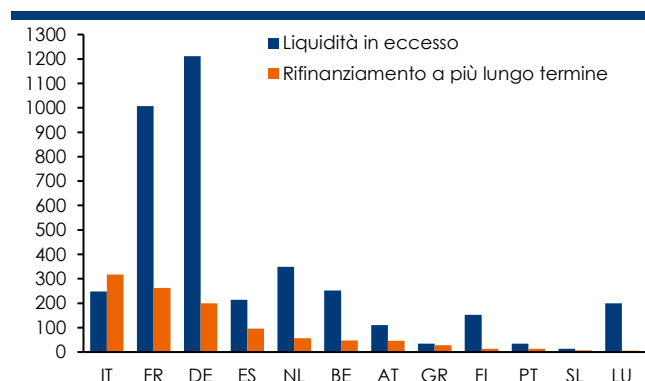
FIG. 3 - Ammontare del rifinanziamento a più lungo termine in essere per paese a dic21 e apr23 – principali paesi dell’area euro per rifinanziamento a fine 2021 (EUR mld)



Fonte: elaborazioni su dati BCE

L’Italia è dunque il paese che ha il più alto volume di rifinanziamento BCE ancora in essere alla data del 30 aprile (si vedano le figure 3 e 4). Inoltre, quello italiano si conferma l’unico sistema bancario dell’area euro in cui il rifinanziamento a più lungo termine presso l’eurosistema è superiore alla liquidità in eccesso. Ad aprile la differenza tra rifinanziamento a più lungo termine e liquidità presso la deposit facility è pari a circa 70 miliardi. La strategia di rimborso, che in primis prevede la riduzione della liquidità in eccesso, dovrà quindi passare anche attraverso misure di riduzione di altre componenti dell’attivo, o di sostituzione di fondi TLTRO con strumenti di raccolta a medio-lungo termine sul mercato, tra cui le obbligazioni bancarie in particolare la componente dei covered bond, o ancora il ricorso al mercato dei repo o alle operazioni convenzionali di rifinanziamento BCE (LTRO a tre mesi e MRO). In alternativa, anche se meno probabile, alcune banche potrebbe attuare una riduzione, ritenuta marginale, del portafoglio titoli. L’opinione prevalente degli osservatori e analisti è che il rientro dalle TLTRO III non

FIG. 4 - Rifinanziamento a più lungo termine in essere ad aprile 2023 e liquidità presso la deposit facility (EUR mld)



Fonte: elaborazioni su dati BCE

dovrebbe creare particolari tensioni per le banche italiane in aggregato (Prometeia, 2023), nonostante il ruolo chiave che queste operazioni hanno avuto sinora. E’ comunque chiaro che la sostituzione delle fonti comporterà un aumento del costo del funding delle banche, con i conseguenti impatti sull’economia, coerentemente con il funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria.

In merito al prevedibile effetto sul costo del funding, secondo una recente valutazione di Banca d’Italia “se le banche con una quota di riserve insufficiente a rimborsare in tutto o in parte le TLTRO III – pari a poco meno della metà degli intermediari del sistema – ricorressero alle ordinarie operazioni con la banca centrale per finanziare integralmente il deficit di liquidità, il maggiore onere ne farebbe scendere il ROE di circa 350 punti base. Per l’intero sistema la riduzione del ROE sarebbe di circa 130 punti base” (Banca d’Italia, 2023a).



3. Obbligazioni in ripresa e ritorno delle banche italiane ai covered bond

Un altro importante aspetto del contesto in divenire a seguito della normalizzazione della politica monetaria è rappresentato dalla ripresa delle obbligazioni bancarie, in atto in tutta l'area euro dalla seconda metà del 2022. In Francia e Spagna il tasso di crescita dello stock di obbligazioni è salito a due cifre da inizio 2023, mentre in Germania prosegue una dinamica robusta (FIG. 5). Secondo valutazioni della BCE, nell'area euro il recente deflusso dai depositi è stato compensato dall'aumento delle emissioni di obbligazioni bancarie, mantenendo la raccolta complessiva circa stabile (Schnabel, 2023). In Italia, mentre nel 2022 si è osservata una lieve contrazione delle obbligazioni collocate sui mercati internazionali, all'opposto da settembre, per la prima volta dal 2013, si è registrato un incremento delle obbligazioni al dettaglio proseguito nel 1° trimestre 2023 (FIG. 1). Dopo oltre dieci anni di riduzione delle obbligazioni bancarie detenute dalle famiglie, l'incidenza delle stesse sul totale della raccolta è salita leggermente, all'1,7%, dall'1,3% nel 2021 (Banca d'Italia, 2023b).

Nel 1° trimestre 2023 le emissioni nette delle banche italiane sui mercati internazionali sono risultate positive per 6 miliardi, dopo che nel complesso del 2022 i rimborsi avevano superato i collocamenti lordi. Di conseguenza, da inizio 2023 la dinamica dello stock di obbligazioni delle banche italiane è tornata decisamente in crescita,

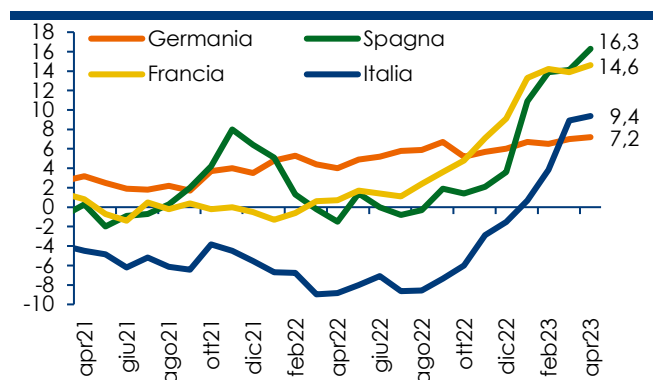
segnando un +9,4% a/a ad aprile e invertendo una lunga fase di variazioni negative. Il costo della raccolta obbligazionaria è tuttavia salito notevolmente, soprattutto per effetto della restrizione monetaria, risentendo altresì di una maggiore avversione al rischio degli investitori legata al conflitto in Ucraina e, più di recente, ai casi di crisi bancarie negli Stati Uniti e in Svizzera, con impatti degli shock citati sui premi al rischio in parte rientrati.

Le nuove emissioni bancarie italiane effettuate nel 1° trimestre 2023, così come nell'ultimo del 2022, si sono concentrate sui titoli senior unsecured e non-preferred. Uno sviluppo importante per il mercato dei titoli bancari italiani e per le opportunità delle banche emittenti, soprattutto alla luce delle previste esigenze di sostituzione delle TLTRO III in scadenza con funding di mercato a medio-lungo termine, riguarda il quadro legislativo delle obbligazioni bancarie garantite (i covered bond). Infatti, con la pubblicazione il 30 marzo 2023 dell'aggiornamento delle Disposizioni di Vigilanza per le banche, anche l'Italia si è dotata del framework per consentire alle banche di emettere covered bond secondo la Direttiva UE del 2019 (Patruno S., 2023)¹. Il nuovo quadro legislativo armonizza i regimi nazionali, senza comportare effetti dirompenti rispetto a quello italiano previgente, ed è volto a favorire una maggiore integrazione del mercato europeo di questi strumenti, accrescendo la qualità degli stessi e l'interesse degli investitori.

¹ Per una trattazione approfondita del nuovo framework legislativo sui covered bond (CB) si veda Patruno S. (2023). Si ricorda che i CB sono particolari obbligazioni a doppio ricorso: oltre al patrimonio dell'emittente, i titoli sono anche garantiti da un cover pool collaterale. I cover pool dei CB sono costituiti

prevalentemente da mutui ipotecari o da asset pubblici. I CB godono di particolare trattamento nell'ambito della normativa sulle crisi bancarie: sono infatti esclusi dal bail-in e non concorrono al requisito MREL.

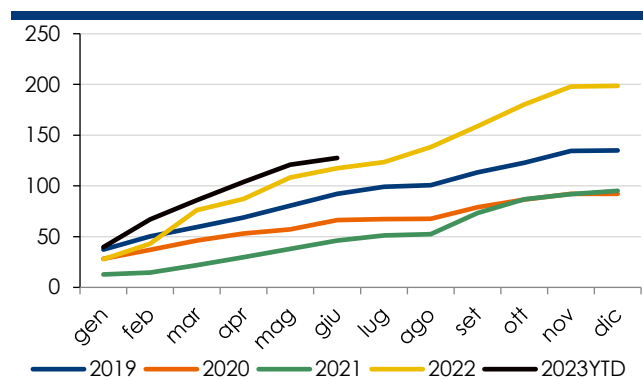
FIG. 5 - Andamento dello stock di obbligazioni bancarie nei principali paesi dell'area euro (var. % a/a)



Fonte: BCE e Banca d'Italia

Il 2022 ha visto un record di emissioni di covered bond sul mercato primario benchmark (per 200 miliardi), proseguite nella prima metà del 2023 (FIG. 6) mentre, in assenza di normativa secondaria, le banche italiane non hanno potuto né aggiornare i propri programmi di emissione in conformità con la Direttiva europea, sottoponendoli alla valutazione della Banca d'Italia, né tantomeno emettere nuovi titoli sul mercato. L'assenza di emittenti italiani dal mercato primario è durata circa un anno. Dopo l'emanazione della disciplina attuativa e l'adeguamento dei programmi, da giugno alcune banche italiane sono tornate a emettere covered bond sul mercato, potendo avvalersi delle etichette europee su questi titoli e riscuotendo ampio interesse da parte degli investitori, con una domanda superiore all'offerta e una riduzione degli spread rispetto alle guidance iniziali. In vista del rimborso delle TLTRO III, sono attese ulteriori emissioni di banche italiane. Infatti, si ritiene che i covered bond, oltre ai depositi retail, ai repo e alle operazioni convenzionali della BCE sul mercato aperto, siano tra le opzioni meno onerose di

FIG. 6 - Mercato primario. Emissioni benchmark di covered bond, confronto tra anni (EUR mld)



Nota: 2023YTD = dati cumulati fino al 7/6/2023.

Fonte: LBBW Research su dati Bloomberg

sostituzione delle TLTRO III con altro funding. I covered bond, infatti, consentono alle banche di finanziarsi a medio-lungo termine pagando, grazie al meccanismo di dual recourse, tassi inferiori rispetto a emissioni senior unsecured.

4. Depositi bancari in calo dopo dieci anni di crescita

La svolta restrittiva di politica monetaria ha effetti di ampia portata sul passivo delle banche anche con riguardo all'aggregato dei depositi. Il contesto attuale vede il dispiegarsi di un progressivo cambiamento nell'ambito dei depositi rispetto al decennio di tassi estremamente bassi, cambiamento che riguarda dinamica dei volumi, composizione per forme tecniche e costo delle stesse in base alla loro reattività alle variazioni dei tassi guida.

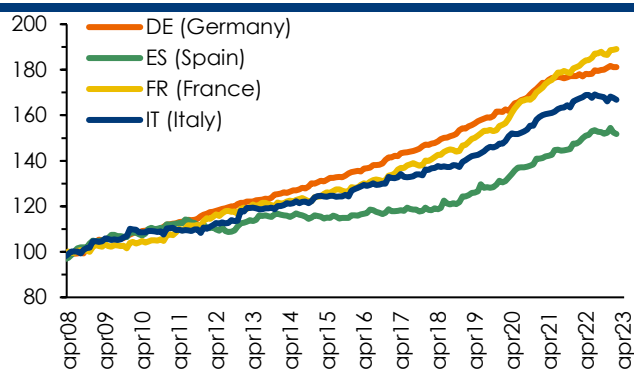
L'analisi delle dinamiche non può prescindere dall'osservazione della situazione determinatasi in dieci anni di tassi bassi e che rappresenta un solido punto di partenza per i cambiamenti in atto. I depositi delle famiglie residenti sono cresciuti in dieci anni di 370 miliardi a 1.260 miliardi nel 2022,



quelli delle imprese sono più che raddoppiati, risultando in media nel 2022 pari a oltre 410 miliardi (+235 miliardi su fine 2012). Di conseguenza lo stock di depositi di famiglie e

imprese si posiziona ai massimi storici e il loan-to-deposit ratio ai minimi, una situazione che caratterizza anche gli altri principali paesi dell'area euro (FIGG. 7 e 8).

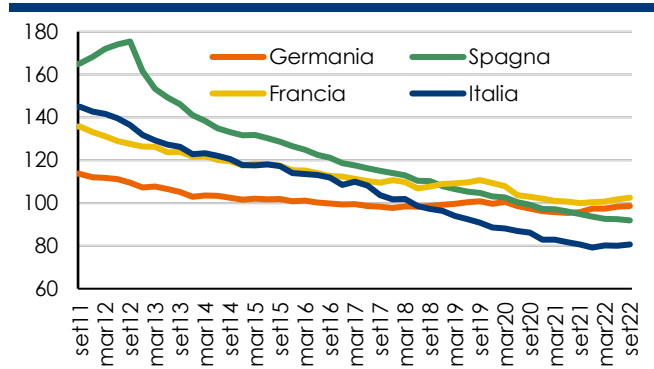
FIG. 7 - Depositi delle famiglie, numero indice base 2008 = 100



Fonte: BCE, elaborazioni Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Durante gli anni in cui il costo opportunità di detenere liquidità è stato molto basso si è determinata una ricomposizione dei depositi a favore della componente a vista, un fenomeno diffuso tra i principali paesi dell'area euro pur con le specificità di ciascuna giurisdizione. Sulla base dei volumi medi del 2022, i conti correnti rappresentano il 72% dei depositi delle famiglie italiane, rispetto al 54% del 2012 (FIG. 9). Ancor più forte è il peso dei conti correnti registrato in Spagna, pari al 93% del totale dei depositi delle famiglie, più che raddoppiato in dieci anni². L'incidenza della componente a vista è prossima a quella italiana in Germania (69%) e decisamente

FIG. 8 - Loan-to-deposit ratio (%)

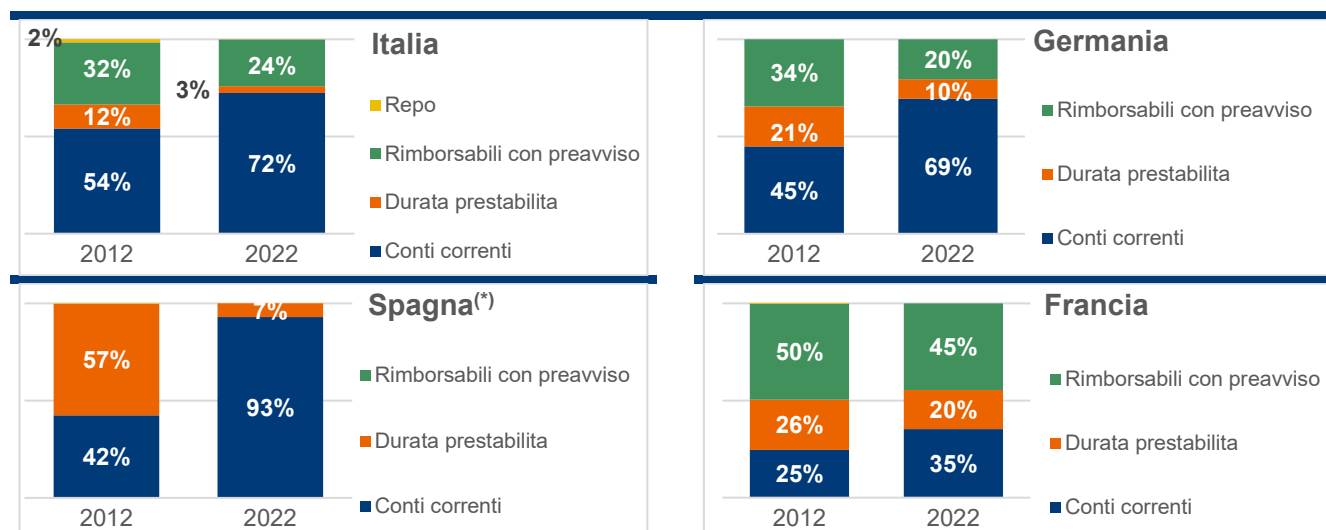


Fonte: BCE

più bassa in Francia (35%), dove i conti correnti generalmente non sono remunerati, mentre i depositi rimborsabili con preavviso includono i libretti di risparmio, come i Livret A e altri strumenti simili, che offrono un tasso stabilito dallo Stato. I conti correnti, comunque, nell'ultimo decennio hanno visto aumentare il proprio peso anche in Francia, pur restando secondari rispetto ai depositi rimborsabili con preavviso (pari al 45% dei depositi totali delle famiglie nel 2022). Un'evoluzione analoga si è osservata nell'ambito dei depositi delle società non-finanziarie dove in tutti i paesi è preponderante la componente a vista, il cui peso è cresciuto nel decennio.

² Si segnala che, nel caso della Spagna, da giugno 2005 i dati dei depositi rimborsabili con preavviso delle famiglie sono confluiti nella voce dei conti correnti.

FIG. 9 - Composizione per forma tecnica dei depositi delle famiglie nei principali paesi dell'area euro – 2022 vs. 2012 (%)



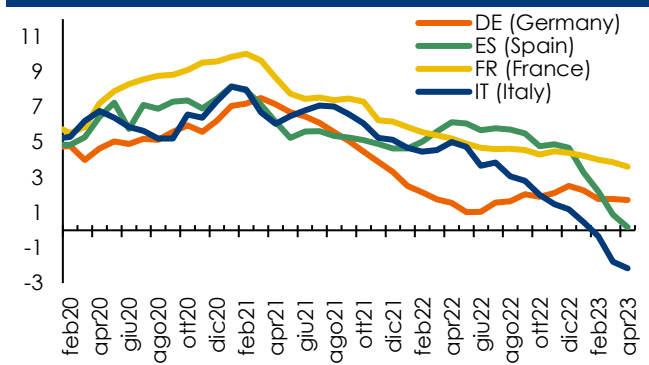
Nota: (*) In Spagna da giugno 2005 i dati dei depositi rimborsabili con preavviso delle famiglie sono confluiti nella voce dei conti correnti.

Fonte: BCE, elaborazioni Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

A partire dalla seconda metà del 2022, le tendenze osservate negli anni passati si sono invertite o indebolite. In particolare, dopo un decennio di crescita robusta, da febbraio di quest'anno, per la prima volta dal 2012, i depositi delle famiglie italiane registrano una moderata contrazione, del 2,2% a/a ad aprile (FIG. 10). Il forte rallentamento osservato in Spagna da inizio anno ha portato al primo segno negativo dei conti correnti delle famiglie (-0,3% a/a ad aprile) e all'arresto della crescita del totale dei depositi del segmento (+0,2% ad aprile da +4,7% di fine 2022). La contrazione dei conti correnti è generalizzata a famiglie e imprese dei quattro paesi esaminati. Il

complesso dei depositi delle famiglie mantiene un ritmo di crescita robusto in Francia (+3,6% a/a) e positivo anche in Germania, ma più moderato (+1,7%), sostenuto in entrambi i casi dal contributo della dinamica dei depositi a tempo e di quelli rimborsabili con preavviso in Francia. I depositi a tempo crescono in tutti i paesi considerati, avendo registrato ad aprile una variazione annua positiva anche in Spagna (+5,8% a/a), la prima da fine 2013. La riallocazione da depositi a vista a depositi a tempo interessa sia le famiglie sia le imprese, con varia intensità nelle diverse geografie.

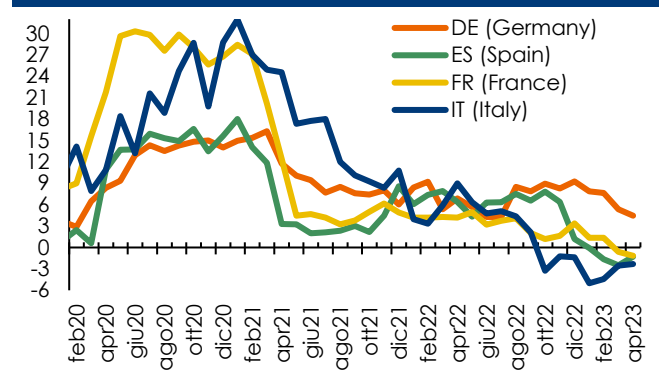
FIG. 10 - Andamento dei depositi delle famiglie (var. % a/a)



Fonte: BCE

Va detto che la situazione italiana si caratterizza rispetto agli altri principali paesi dell’area euro per una considerevole riallocazione di attività finanziarie delle famiglie sui titoli di debito (FIG. 13), in particolare sui titoli di Stato domestici per

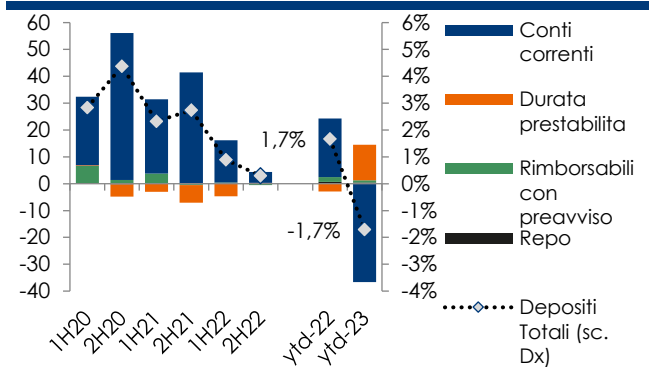
FIG. 11 - Andamento dei depositi delle società non finanziarie (var. % a/a)



Fonte: BCE

54 miliardi nel 2022, dopo dieci anni di disinvestimenti, e, in minor misura, sulle obbligazioni bancarie, per 7,8 miliardi, un flusso positivo per la prima volta dal 2013.

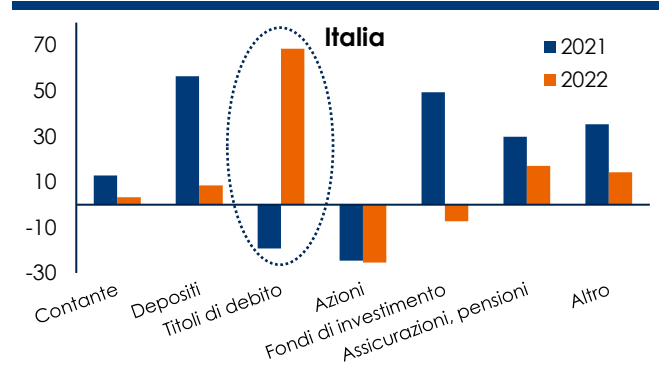
FIG. 12 - Depositi delle famiglie, Flussi netti semestrali e primi 4 mesi 2022-23. (EUR MLD e, per il totale depositi, var. % flusso di periodo rispetto allo stock a fine periodo precedente)



Fonte: elaborazioni su dati BCE

In un contesto di tassi in forte rialzo, le dinamiche dei depositi riflettono da un lato la fisiologica riduzione della liquidità accumulata negli anni precedenti, in particolare durante la pandemia, dall’altro la ricerca della clientela bancaria di maggiori rendimenti a fronte della ben nota tradizionale vischiosità nella trasmissione degli

FIG. 13 - Flussi di attività finanziarie delle famiglie nel 2022 a confronto con il 2021 (EUR mld)



Fonte: BCE

aumenti dei tassi guida ai tassi sui depositi bancari. Alcune analisi hanno trovato che la trasmissione dell’inasprimento delle condizioni monetarie “si è accompagnata a una minore risposta del costo della raccolta bancaria ai rialzi dei tassi di interesse ufficiali” rispetto al ciclo rialzista del 2005 (Banca d’Italia, 2023b). In questo particolare contesto la

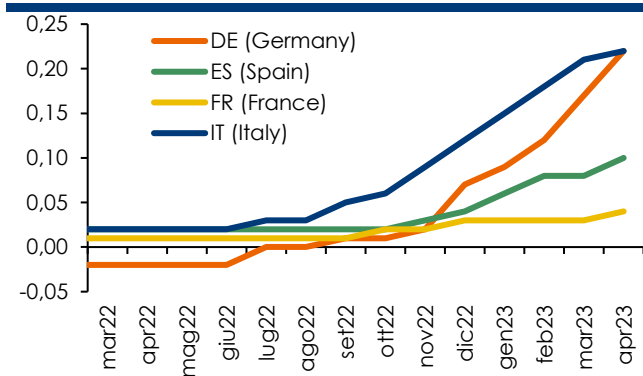
velocità di adeguamento può dipendere da una combinazione di fattori specifici, tra i quali la rapidità ed entità senza precedenti dei rialzi dei tassi BCE. Infatti, non si sono mai verificati cicli rialzisti comparabili nella storia dell'euro. Inoltre, va ricordato che, all'inizio degli aumenti, i tassi sui depositi si posizionavano sopra i tassi di riferimento, in particolare in Italia dove le banche generalmente non hanno applicato tassi negativi alla propria clientela. Altro possibile fattore determinante si riconduce al considerevole volume di liquidità accumulato sui conti da famiglie e imprese negli anni passati che può avere contribuito a contenere la concorrenza tra le banche sul mercato dei depositi. Nello stesso senso potrebbe aver agito anche l'ampia disponibilità di funding BCE a costo molto basso tramite le TLTRO III. Se questi fattori possono aver concorso a determinare una minore reattività dei tassi sui depositi in questa fase del ciclo di rialzi rispetto a precedenti cicli restrittivi, il prevedibile progressivo attenuarsi di tali fattori, o il loro venir meno, non potrà che avere effetti più marcati in termini di aumento del costo del funding delle banche.

Sul costo complessivo dei depositi e, in ultima analisi, sul margine da interessi delle banche incide anche la composizione dei depositi stessi e il diverso grado di sensitivity dei tassi sulle varie forme tecniche ai rialzi di quelli di riferimento (o beta dei depositi). Le sensitivity variano in relazione alle combinazioni tra strumenti di deposito e segmenti di clientela. Come calcolato in alcune analisi recenti (Prometeia, 2023 e BCE, 2023) tipicamente, sia in Italia sia nell'area euro, la vischiosità dei tassi sui depositi è più alta per le famiglie e meno per le imprese e, con riguardo alle forme tecniche, è più alta per i conti correnti rispetto ai depositi con durata prestabilita. Prometeia, analizzando i dati del sistema bancario italiano, stima un beta storico per i conti correnti

delle famiglie di 0,23 e doppio, pari a 0,46, per quelli delle imprese; analogamente doppi sono i beta stimati nel caso dei tassi sui depositi con durata prestabilita, di 0,30 per le famiglie e 0,61 per quelli delle imprese. Un'analisi econometrica realizzata da BCE sul periodo 2007-21 mostra che l'86% della variazione dei tassi di policy si trasmette ai tassi sui nuovi depositi a tempo delle società non finanziarie e il 68% a quelli delle famiglie, mentre il 32% si trasmette ai tassi sui conti correnti delle società non finanziarie e il 23% a quelli delle famiglie. I risultati dell'analisi econometrica della BCE mostrano inoltre che il pass-through dei tassi di policy è minore nel caso di banche più grandi e più liquide.

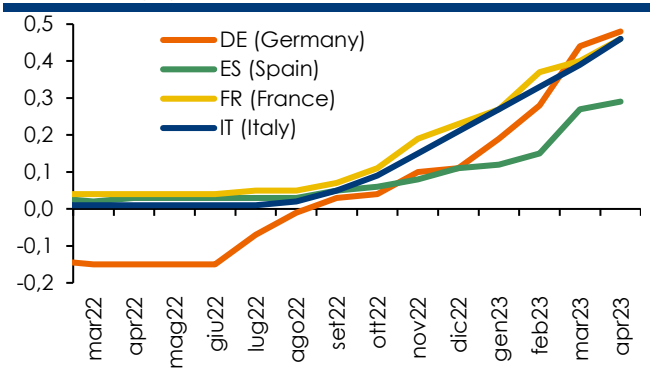
Tuttavia, va evidenziato che i tassi offerti in Italia sulle varie forme di deposito sono allineati con quelli degli altri principali sistemi bancari dell'area euro, in termini di livello e di entità del rialzo da metà del 2022. In dettaglio, ad aprile il tasso sui conti correnti delle famiglie risulta identico a quello tedesco, pari a 0,22%, più alto che in Spagna e Francia (FIG. 14). Il tasso sui conti correnti delle società non-finanziarie si posiziona sullo stesso livello del francese, 0,46%, lievemente sotto quello tedesco (0,48%, FIG. 15). Anche per i depositi con durata prestabilita i tassi italiani sono in linea con gli altri sistemi e tra i più alti. Sempre ad aprile, il tasso medio offerto alle famiglie sui nuovi depositi a tempo è salito a 3,08%, superando il tasso francese arrivato a 2,95% e distanziando gli altri due paesi, in particolare la Spagna (1,41%, FIG. 16)). Il tasso italiano sui nuovi depositi a tempo delle società non-finanziarie ha continuato a muoversi in accoppiata con il tedesco (FIG. 17), salendo a 2,81% e restando su valori intermedi tra il tasso francese, portatosi sopra il 3% (a 3,15%) e quello spagnolo (2,56%). Da notare che i tassi spagnoli sono i più bassi su tutta la linea, se non si considerano i conti correnti francesi, generalmente non remunerati.

FIG 14 - Tassi sui conti correnti delle famiglie (%)



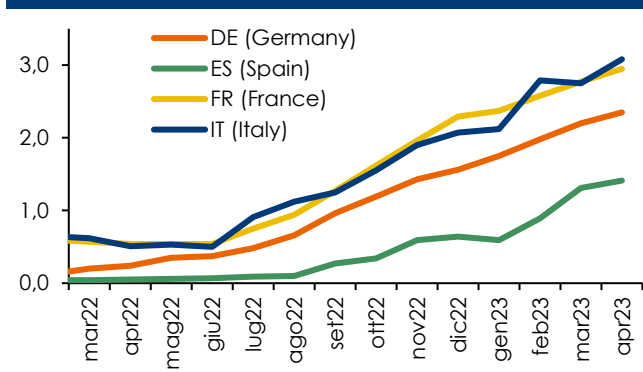
Fonte: BCE

FIG 15 - Tassi sui conti correnti delle società non-finanziarie (%)



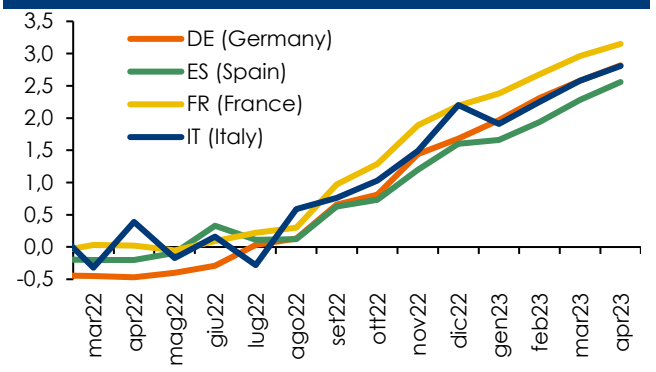
Fonte: BCE

FIG. 16 - Tassi sui depositi con durata prestabilita delle famiglie (%)



Fonte: BCE

FIG. 17 - Tassi sui depositi con durata prestabilita delle società non-finanziarie (%)



Fonte: BCE

5. Conclusioni

La normalizzazione della politica monetaria riporta l'attenzione sulla gestione del passivo delle banche e sui rischi di tasso. Accanto alle dinamiche indotte dall'aumento del costo del denaro e dei rendimenti di mercato sui comportamenti finanziari di famiglie e imprese, quali la riallocazione dei depositi da quelli a vista agli strumenti più remunerativi, un appuntamento chiave è rappresentato dal rimborso delle TLTRO III a giugno 2023, che avviene in un contesto di riduzione, anche se moderata, dei depositi bancari. In caso di liquidità in eccesso insufficiente a coprire i rimborsi, il ricorso a fonti di mercato o

ad altro rifinanziamento presso la BCE comporterà un aumento significativo del costo del funding. In questo senso, la recente emanazione della normativa secondaria sui covered bond consente alle banche italiane di tornare sul mercato con uno strumento particolarmente adatto ai fini della strategia di uscita dalle TLTRO III. In relazione alle opzioni alternative di riduzione dell'attivo, non si può escludere che alcune banche mettano in atto riduzioni marginali del portafoglio titoli, in particolare le istituzioni più piccole che hanno difficoltà di accesso al mercato degli investitori istituzionali all'ingrosso. Oltre al rimborso delle TLTRO III altri fenomeni concomitanti avranno

l'effetto di aumentare il costo della raccolta. Il riferimento è alla riduzione dei depositi delle famiglie e delle imprese, in particolare al calo della componente dei conti correnti e alla riallocazione dei risparmi verso i depositi a tempo, le obbligazioni bancarie e la raccolta amministrata. Sul livello dei tassi sui depositi, inoltre, continuerò ad esplicitarsi, progressivamente, il meccanismo della trasmissione dei rialzi dei tassi guida, anche in conseguenza di probabili maggiori pressioni competitive.

Riferimenti bibliografici

- Banca d'Italia (2023a), Rapporto sulla stabilità finanziaria, n.1 - 2023, aprile.
- Banca d'Italia (2023b), Relazione annuale sul 2022, 31 maggio.
- Citterio A., Coletti E., Locatelli R. (2022), La sfida della redditività per le banche europee, in Osservatorio Monetario n. 3 – 2022, novembre.
- Deutsche Bank Research (2023), Bank deposits in Germany: Highly sticky, April 21.
- ECB Banking Supervision (2022), SSM Supervisory Priorities for 2023-25, December.
- ECB (2023), Euro area bank deposit costs in a rising interest rate environment, in Financial Stability Review, May.
- LBBW Research (2023), Covered Bonds Weekly, Issue n. 23, 9 June.
- Lane, P.R. (2023), The euro area hiking cycle: an interim assessment, Dow Lecture at the National Institute of Economic and Social Research, 16 February.
- Patrino S. (2023), La normativa secondaria sui Covered Bond consente alle banche italiane di tornare su un mercato UE già molto attivo, in Banking Monitor, Intesa Sanpaolo, aprile.
- Prometeia (2023), Previsioni dei bilanci bancari, aprile.
- Schnabel I. (2023), Monetary and financial stability – can they be separated? Speech at the Conference on Financial Stability and Monetary Policy in the honour of Charles Goodhart, 19 May.
- Visco, I. (2023), Considerazioni finali del Governatore, 31 maggio.



3. I RAPPORTI TRA POLITICA MONETARIA E STABILITÀ DEL SISTEMA FINANZIARIO

Andrea Boitani[♦]

- *La politica monetaria ha impatti potenzialmente destabilizzanti sul sistema finanziario, mentre l'instabilità di quest'ultimo influisce sulla performance macroeconomica, sia in termini di output che di inflazione.*
- *La politica macroprudenziale è lo strumento indicato per minimizzare il rischio che le sempre possibili crisi di singoli istituti si trasformino in crisi sistemiche.*
- *La letteratura mostra come, nella maggior parte delle situazioni, è opportuna l'azione cooperativa o addirittura congiunta della Banca Centrale e dell'autorità macroprudenziale.*
- *I maggiori rischi per il sistema finanziario si presentano dopo lunghissimi periodi di politiche monetarie espansive che hanno permesso l'accumulazione di fragilità finanziaria, che emerge improvvisamente quando la politica monetaria cambia di segno.*
- *Ciò rende ancora più importante una politica macroprudenziale chiaramente anticiclica. Tutto il contrario della tendenza a mantenere costanti nel tempo i requisiti di capitale o i tetti alla leva delle banche.*

Introduzione

Lo scoppio della crisi finanziaria, nel 2007-08, ci ha ricordato che i fattori finanziari e il comportamento delle banche possono amplificare le fluttuazioni economiche e persino innescare recessioni profonde e durature. Janet Yellen nel 2014 osservò che “quando si considerano le connessioni tra stabilità finanziaria, stabilità dei prezzi e piena occupazione, la discussione si concentra spesso sul potenziale di conflitto tra questi obiettivi. Tali situazioni sono importanti, poiché è solo quando si verificano dei conflitti che i responsabili politici devono soppesare i compromessi tra più obiettivi. Ma è importante notare che, per molti versi, il perseguimento della stabilità finanziaria è complementare agli obiettivi della stabilità dei prezzi e della piena occupazione”. D'altra parte, i recenti episodi di crisi bancarie negli

Stati Uniti e (per ora marginalmente) in Europa hanno portato alla ribalta la preoccupazione che sia la stessa politica monetaria, tanto nelle fasi espansive quanto in quelle restrittive, a poter generare instabilità finanziaria.

In quanto segue si esplorano i canali attraverso cui l'instabilità finanziaria si trasmette alle variabili macroeconomiche e in quali modi l'interazione tra politiche macroprudenziali e politiche monetarie possa limitare la trasmissione degli squilibri finanziari, per poi esaminare in che modo e in che misura la politica monetaria possa influire direttamente sulla stabilità del settore finanziario (e bancario in particolare) e, quindi, come la politica macroprudenziale possa contribuire a limitare questi impatti potenzialmente destabilizzanti.

[♦] Università Cattolica del Sacro Cuore

1. Instabilità finanziaria e conseguenze macroeconomiche

Come suggerito da Ignazio Visco (2014), “la prevenzione delle crisi dovrebbe iniziare con largo anticipo, monitorando attentamente la leva finanziaria e gli aggregati di credito”. La prociclicità della leva finanziaria delle banche è stata infatti individuata precocemente come una delle principali fonti di instabilità economica e finanziaria su entrambe le sponde dell’Atlantico (Adrian & Shin, 2010; Baglioni et al., 2013; Beccalli et al., 2015, tra molti altri). Di conseguenza, vennero creati nuovi strumenti di politica macroprudenziale e vennero adattati già esistenti strumenti microprudenziali (Galati & Moessner, 2018) per mitigare i rischi sistemici che si diffondono dal settore finanziario e bancario all’economia “reale”.

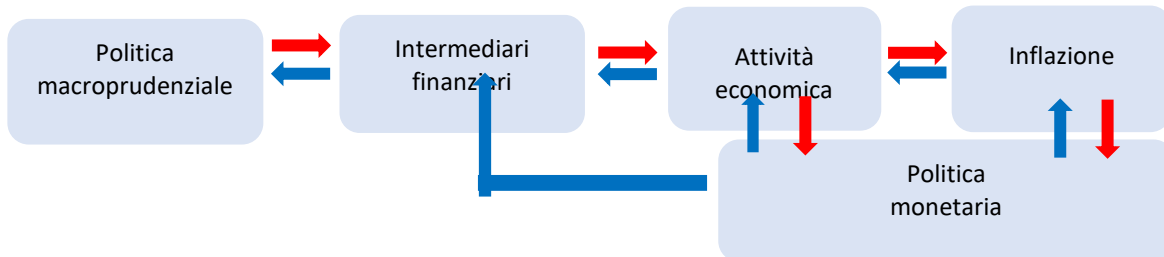
Quegli strumenti non trovavano e non potevano trovare posto nei modelli teorici di politica monetaria divenuti standard nell’ultimo decennio del ventesimo secolo e nei primi anni del ventunesimo. Quei modelli prevedevano che l’economia fosse capace di convergere spontaneamente verso l’equilibrio di lungo periodo, ma che la rigidità (o vischiosità) dei prezzi nel breve periodo rendesse necessario l’uso della politica monetaria per neutralizzare – utilizzando appropriate regole di variazione dei tassi di interesse - gli effetti reali temporanei di shock della domanda aggregata e per contenere (non potendoli annullare) gli impatti sul Pil ed sui prezzi di shock inflazionistici (cioè dal lato dell’offerta). Tra i postulati critici di quei modelli c’era l’efficienza dei mercati finanziari. E ciò perché in un mondo Modigliani-Miller, cioè in un mondo in cui sono assenti frizioni (e quindi inefficienze) nei mercati finanziari (e le fonti finanziarie sono perciò indifferenti), le possibili crisi di singoli intermediari finanziari non influiscono mai sulla stabilità delle

variabili macroeconomiche. Un corollario di questo postulato era che la stabilità dei prezzi avrebbe garantito anche la stabilità finanziaria, e di conseguenza non era necessario che le banche centrali avessero obiettivi espliciti di stabilità finanziaria (Bernanke e Gertler, 2001).

Una volta accantonata, per la drammatica evidenza dei fatti, l’ipotesi di perfezione dei mercati finanziari, è divenuto cruciale incorporare nei modelli l’obiettivo di stabilità finanziaria, lo strumento o gli strumenti per perseguirlo. Al contempo diviene necessario studiare gli assetti istituzionali più appropriati ed efficaci per avvicinare al meglio la stabilità finanziaria, quella dei prezzi e quella del Pil reale. Nelle parole di Isabel Schnabel (2021, p. 1), “la nascita della politica macroprudenziale è stata il riconoscimento che la stabilità dei prezzi e le politiche microprudenziali non erano sufficienti a garantire la stabilità finanziaria, e che la stabilità finanziaria era una precondizione necessaria per la stabilità dei prezzi”.

La FIG. 1 - adattata da Bonatti, Fracasso, Tamborini (2023, p. 20) - mostra, a livello molto generale, i canali della relazione “a due vie” tra politica monetaria e politica macroprudenziale. Le frecce rosse indicano gli effetti della politica macroprudenziale sulla politica monetaria, attraverso i suoi effetti sugli intermediari finanziari e quindi sull’attività economica e sull’inflazione. Le frecce blu mostrano come, a sua volta, la politica monetaria influisce sulla politica macroprudenziale, *indirettamente*, ossia attraverso i suoi effetti sull’attività economica e quindi sugli intermediari finanziari, e *direttamente*, attraverso gli effetti del tasso di policy e dell’offerta di liquidità sugli intermediari finanziari.

FIG. 1 - Canali di trasmissione delle politiche monetaria e macroprudenziale



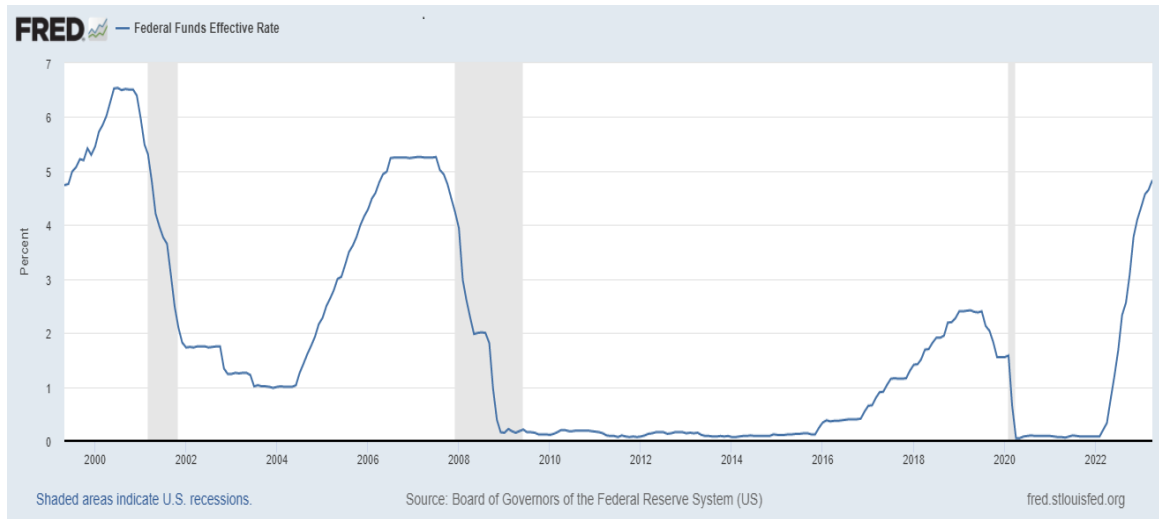
I modelli elaborati negli anni tra il 2010 e il 2021 hanno esaminato in dettaglio i canali rappresentati dalle frecce rosse e il canale indiretto (frecce blu) attraverso il quale la politica monetaria influenza gli intermediari finanziari, ma hanno lasciato sullo sfondo il canale diretto che, come si dirà tra breve, riguarda gli effetti di cambiamenti del tasso di interesse sul valore degli attivi degli intermediari finanziari. La ragione di simile atteggiamento è da ravvisare nel fatto che, in quegli anni, il canale diretto era in pratica inattivo, poiché i tassi di interesse di policy

erano stabilmente vicini a zero. La FIG. 2 mostra che il tasso di policy della BCE è stato inferiore all'1%, declinante o pari a zero per 10 anni. Da 2022 a oggi, in un solo anno, il tasso è stato aumentato del 3,75%, pur rimanendo negativo in termini reali. La FIG. 3 consente di vedere come il comportamento della FED sia stato analogo a quello della BCE, solo anticipato di circa tre anni e con la variante del temporaneo rialzo tra il 2016 e lo scoppio della pandemia nei primi mesi del 2020, non verificatosi in Europa.

FIG. 2 - Il tasso di policy della BCE



FIG. 3 - Il tasso effettivo sui *federal funds* della FED



Qui di seguito si cercherà di esaminare in maggiore dettaglio i vari canali, diretti e indiretti, attraverso i quali politica macroprudenziale e politica monetaria si influenzano a vicenda, per poi concentrarci sui possibili rischi associati all’atteggiamento di politica monetaria adottato dalle principali banche centrali per fronteggiare il rialzo post-pandemico dell’inflazione. Cominciamo dal canale indiretto, quello più

approfonditamente esaminato dalla letteratura¹.

2. Interazione tra politica monetaria e macroprudenziale

La questione può essere posta, nel modo più semplice, mediante l’uso dello schema logico di FIG. 4, che può intendersi come rappresentativo di una parte significativa della letteratura sul canale indiretto².

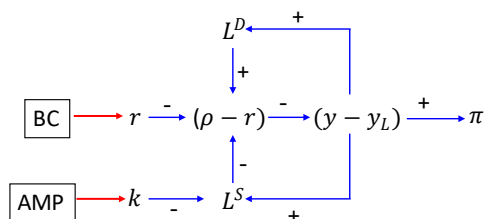
¹ Per rassegne recenti ed esaurienti si veda Laeven, Maddaloni, Mendicino (2022) e Biljanovska, Chen et al. (2023).

² Nello schema sono adottate varie ipotesi semplificatrici sulla struttura del sistema finanziario, tra le quali spicca l’assenza di un mercato azionario. Si suppone, inoltre, che la Banca Centrale sia in grado di fissare il tasso di interesse

reale. Sempre per semplicità, non vengono considerate né le restrizioni alla domanda di credito, guidate ad esempio dai requisiti di garanzia per le imprese e le famiglie, né l’impatto sull’offerta di credito della posizione di liquidità delle banche. Ci si concentra, quindi, esclusivamente sulle restrizioni al credito dal lato dell’offerta.

FIG. 4 - Interazione tra politica monetaria e macroprudenziale: il “canale indiretto”

ρ = tasso sui prestiti
 $(y - y_L)$ = output gap
 π = tasso di inflazione
 L^D = domanda di credito
 L^S = offerta di credito



BC = Banca Centrale r = tasso di interesse di policy
 AMP = Autorità macroprudenziale k = requisiti di capitale

Il centro dello schema è rappresentato dallo spread tra tasso di interesse (reale) sui prestiti (ρ) e tasso di interesse di policy (r), che si assume coincidente con il tasso di interesse sui titoli (*corporate bonds*) emessi dalle imprese per finanziare gli investimenti. Esso rappresenta l'*external finance premium*. Siamo chiaramente al di fuori di un mondo *à la* Modigliani-Miller, in cui i soggetti economici hanno informazione perfetta e simmetrica e in cui, come conseguenza, vige l'indifferenza tra le fonti finanziarie che presentano un costo uniforme ($\rho = r$). Se sono presenti asimmetrie informative tra prestatori (banche) e prenditori (imprese e famiglie), le differenti fonti finanziarie divengono sostituti imperfetti e si apre un cuneo (positivo, per i costi di raccolta delle informazioni e il rischio ad essa associato) tra tasso di interesse sui prestiti e tasso sui bond emessi. Tanto più alto è tale spread, tanto minore sarà l'output gap (che ovviamente può anche essere negativo), poiché il costo medio del finanziamento delle spese durevoli sarà più alto, per ogni dato

tasso di interesse di policy. L'ultima freccia sulla destra esprime la consueta relazione diretta tra output gap e inflazione (date le aspettative della stessa) rappresentata dalla curva di offerta aggregata. Il livello aggregato di attività economica (misurato dall'output gap) influenza positivamente la domanda di credito (L^D), per ragioni abbastanza ovvie. Ma anche l'offerta di credito è influenzata positivamente, perché i depositi bancari sono più alti quanto più alto è il livello di attività economica e, soprattutto, perché come sottolineato da Woodford (2010) la crescita dell'output fa lievitare il valore delle attività bancarie, poiché cresce la fiducia sulla capacità dei prenditori di ripagare i propri debiti. Il che fa aumentare la disponibilità a concedere prestiti a parità di spread tra i tassi ($\rho - r$). Tale spread sarà il risultato di equilibrio sul mercato del credito dove, naturalmente, l'aumento dell'offerta (L^S) spinge in basso lo spread e l'aumento della domanda (L^D) lo spinge verso l'alto. Sia la Banca centrale (BC) che l'autorità macroprudenziale (AMP)

influenzano lo spread utilizzando le loro rispettive leve di policy. La BC, come ovvio, ha il potere di fissare il tasso di interesse di policy. L'AMP, invece può utilizzare (almeno) uno strumento quale il requisito di capitale (k)³, ovvero il suo inverso, cioè il rapporto prestito/patrimonio netto (L/E), ossia una misura della leva finanziaria del settore bancario (Borio, 2012; Borio et al., 2012). Il suo obiettivo è, in breve, di stabilizzare il rapporto credito/Pil. La politica monetaria ha gli obiettivi standard di stabilizzare il Pil e mantenere la stabilità dei prezzi (cioè un tasso

di inflazione il più possibile vicino al suo target). Essa ha sia il ben noto effetto diretto sulla domanda aggregata e, quindi sull'output gap, sia un effetto indiretto, attraverso l'output gap, sul mercato del credito. La politica macroprudenziale, d'altro canto, influenza direttamente l'offerta di credito delle banche e, attraverso lo spread tra i tassi, la domanda aggregata. Emerge dunque un'evidente interazione tra queste due politiche⁴.

TAB 1 - Allocazione di competenze alla BC e alla AMP

Obiettivi:	Inflazione	Output	Credito/PIL
Scenario 1			
BC APM	X	X	(Rapporto L/E)
Scenario 2			
BC APM	X	X	X (Rapporto L/E)
Scenario 3			
BC APM	X	X (X)	X
Scenario 4			
BC+APM	X	X	X

L'interazione tra BC e AMP differisce a seconda dell'assetto istituzionale in cui essa avviene. Gli assetti, che definiscono allocazioni di competenze alle due autorità, possono essere rappresentati nella TAB. 1, tratta da Bonatti, Fracasso, Tamborini (2023, p. 21), che a loro

volta si ispirano a Smets (2014) e Bassi, Boitani (2023).

Lo *scenario 1* rappresenta un assetto assai simile a quello vigente prima della crisi finanziaria, con la BC che mantiene i consueti compiti di stabilizzazione, mentre una AMP "debole" stabilisce un vincolo fisso al rapporto

³ Per esempio, il rapporto di adeguatezza patrimoniale di Basilea III (dopo la ponderazione per il rischio de diversi *assets*).

⁴ Un'interazione sorprendentemente minimizzata da Svensson (2018), con argomenti non molto convincenti e sostanzialmente smentiti dalla letteratura scientifica sul tema.



L/E degli intermediari. In altri termini, la stabilità del rapporto credito/Pil non viene perseguita attivamente (Collard et al., 2013). Una rilevante obiezione sollevata da Isabel Schnabel (2021) a questo approccio è che l'inazione dell'AMP, indipendentemente dall'effettiva evoluzione dello scenario macro-finanziario, potrebbe rivelarsi costosa nel medio periodo. Inoltre, come notano Bonatti, Fracasso, Tamborini (2023, p. 22), questo problema è esacerbato nell'area dell'euro dalla ancora incompleta integrazione delle autorità di regolamentazione.

Lo *scenario 2* rappresenta un assetto che si può definire di *leaning against the wind*, con il quale l'AMP continua a fissare un rapporto *L/E* target, ma la BC dovrebbe perseguire attivamente la stabilità generale (cioè tutti e tre gli obiettivi). In questa configurazione, la regola di tasso della Banca Centrale include le deviazioni del rapporto credito/PIL dall'obiettivo coerente con la stabilità macroeconomica e finanziaria (Woodford, 2012; Visco, 2014; Gambacorta e Signoretti, 2014, Filardo et al., 2016)). La conseguenza è un cambiamento nella risposta del tasso di policy e, di conseguenza, nei percorsi di inflazione e di produzione, rispetto al regime 1⁵. È quindi importante che questo cambiamento di regime sia riconosciuto e comunicato esplicitamente (Wyplosz, 2022). Da alcuni documenti recenti (BCE, 2021;

Schnabel, 2021), sembra che la strategia della BCE si ispiri a questo tipo di approccio, anche se più attraverso un monitoraggio degli indicatori finanziari *state contingent* e guidato dai dati che attraverso una risposta sistematica⁶.

Gli *scenari 3* e *4* si distinguono dai precedenti in quanto introducono un ruolo attivo dell'APM per la stabilizzazione del rapporto credito/PIL⁷. Tecnicamente, il regime 3 è un regime non cooperativo: la BC persegue ancora una stabilizzazione ristretta all'inflazione e all'output, ma l'AMP agisce in modo indipendente per perseguire la stabilità finanziaria (ed eventualmente le sue ricadute sulla produzione). L'implicazione critica è che la politica di ciascuna autorità è influenzata dalle ricadute generate dall'altra in un equilibrio di Nash. Al contrario, il regime 4 è un regime cooperativo in cui la BC e l'MPR agiscono congiuntamente (o sono istituzionalmente integrate) per raggiungere la stabilizzazione generale, e le ricadute reciproche sono prese in considerazione simultaneamente e nelle diverse funzioni di risposta ottima. Quindi, la cooperazione consiste nell'internalizzare le *esternalità finanziarie* della politica monetaria e le *esternalità inflazionistiche* della politica macroprudenziale⁸.

In generale, l'introduzione di uno specifico strumento macroprudenziale per affrontare

⁵ Ad esempio, nel caso di uno shock negativo della domanda, la risposta politica è univocamente un taglio del tasso di policy, ma questo dovrebbe essere maggiore (e la spinta sull'inflazione e sulla produzione più forte) rispetto al regime 1, in considerazione della necessità di recuperare anche il rapporto credito/PIL.

⁶ Si veda Aikman et al. (2019) per una valutazione di quanto fossero attrezzati i regolatori finanziari degli Stati Uniti e del Regno Unito per "prevenire -

o attenuare in modo sostanziale - una ripetizione dell'ultima crisi finanziaria [2007-08]".

⁷ Questi due regimi sono esaminati, in particolare, da Bassi e Boitani (2023). Il quinto anche da Poutineau e Vermandel (2015); Agur (2019).

⁸ Tuttavia, Angelini et al. (2012), Bailliu et al. (2015), De Paoli & Paustian (2017) e Gelain & Ilbas (2017) considerano i mandati politici come dati e stimano i parametri ottimali delle regole politiche predefinite.

l'instabilità finanziaria offre risultati migliori rispetto a un mondo cui tutto è affidato alla politica monetaria. L'introduzione di una AMP attiva e dello strumento specifico associato per la stabilizzazione finanziaria può migliorare il raggiungimento della stabilità complessiva rispetto ai primi due regimi (Adrian et al., 2020; Angelini et al., 2012; Bailliu et al., 2015; De Paoli & Paustian, 2017; Martinez-Miera & Repullo, 2019; Poutineau & Vermandel, 2015, Van der Ghote, 2021). I requisiti di capitale (o il rapporto L/E) non dovrebbero essere fissati a un livello esogeno, costante. Essi dovrebbero essere più severi quando la politica monetaria diventa accomodante, e viceversa, in modo da evitare l'accumulo di squilibri. Mentre un regime cooperativo, al contrario di quanto ritenuto da Svensson (2018), si dimostra essere preferibile a uno non cooperativo, la performance effettiva dipende anche da circostanze specifiche, come il tipo di shock e le condizioni a contorno. Bassi e Boitani (2023) dimostrano che l'ancoraggio delle aspettative di inflazione è importante. Il regime cooperativo (BC+AMP) ha una performance migliore quando le aspettative di inflazione non sono ancorate (o

lo sono debolmente), perché il disancoraggio delle aspettative amplifica gli spillover macrofinanziari e quindi le interferenze reciproche delle due politiche nel regime non cooperativo. La cooperazione tra politica monetaria e politica macroprudenziale offre i migliori risultati di stabilizzazione globale di fronte a shock negativi della domanda e del capitale (bancario)⁹. In effetti, in un assetto istituzionale *cooperativo*, la volatilità del credito viene affrontata in modo efficace, senza conseguenze negative sulla stabilità della produzione e dell'inflazione¹⁰. La ragione di questa performance superiore è che, in caso di cooperazione, il moltiplicatore della domanda aumenta, potenziando l'efficacia della politica monetaria¹¹.

Il moltiplicatore più grande nel contesto cooperativo, tuttavia, si rivela destabilizzante quando gli shock diventano sempre più persistenti, invertendo la classifica di efficienza tra gli scenari cooperativi e non cooperativi. Ad esempio, quando gli shock sono persistenti, una politica macroprudenziale cooperativa amplifica gli shock negativi inattesi attraverso moltiplicatori più grandi, aumentando così la

⁹ Bassi e Boitani (2023) confermano i risultati di Angelini et al. (2012), Bailliu et al. (2015), De Paoli & Paustian (2017), Gelain & Ilbas (2017) e Van der Ghote (2021). Secondo Van der Ghote (2021), il coordinamento tra politica monetaria e macroprudenziale migliora il benessere sociale, anche se moderatamente. Il miglioramento è maggiore quando i prezzi sono più volatili intorno ai prezzi di equilibrio, in linea con la nostra scoperta che le aspettative di inflazione fortemente ancorate riducono la preferenza per la cooperazione rispetto alla non cooperazione. I risultati della letteratura, come accennato, tendono a smentire la conclusione di Svensson (2018), secondo cui la politica monetaria influenza debolmente la stabilità finanziaria e la politica macroprudenziale influenza debolmente

l'inflazione e il livello di attività economica. Se queste sono le condizioni, secondo Svensson, sarebbe preferibile condurre le due politiche separatamente, senza alcun coordinamento.

¹⁰ Contrariamente ad Angelini et al. (2012), Bassi e Boitani (2023) non trovano alcun effetto collaterale sulla volatilità dei tassi di interesse, rafforzando così i benefici relativi della cooperazione rispetto alla non cooperazione (tra regolatori).

¹¹ Questo risultato non emerge nei tradizionali modelli DSGE con *financial frictions*, che vengono log-linearizzati intorno allo steady state, con la conseguenza che l'effetto di complementarità strategica tra variabili di controllo macroprudenziale e politica monetaria (espresso proprio dal moltiplicatore) non si riesce più a cogliere.



volatilità globale. In una situazione del genere, una semplice politica monetaria *in controtendenza* potrebbe essere addirittura preferibile a una politica macroprudenziale attiva (cooperativa o non cooperativa) in termini di produzione, inflazione e stabilità del credito. Il costo in termini di volatilità dei tassi di interesse, rispetto agli altri scenari, risulta essere trascurabile, soprattutto quando uno shock azionario colpisce l'economia.

Prima di chiudere questa parte è bene accennare tre riflessioni finali. La prima è che tutte le analisi del nesso tra politiche monetarie e macroprudenziali concordano sul fatto che la ricerca del miglior assetto istituzionale è molto sensibile a un'ampia gamma di fattori contingenti, dalla struttura finanziaria delle economie alle "frizioni" più rilevanti al suo interno, dall'origine dell'instabilità all'evoluzione e al grado di ancoraggio delle aspettative di inflazione. La seconda riflessione, più specifica per l'area euro, è che la concentrazione lessicografica della BCE sull'obiettivo di inflazione configura, di per sé, un assetto subottimale e che mal si presta alla cooperazione con l'autorità macroprudenziale. Tale cooperazione che richiede la presenza della stabilizzazione del livello di output tra gli obiettivi sia della BC che della AMP. Infine, come notano Bonatti, Fracasso e Tamborini (2023, p. 23), l'incompletezza dell'insieme di istituzioni finanziarie sovranazionali nell'area dell'euro limita ulteriormente l'implementazione della soluzione ottimale. Esiste una chiara incongruenza tra la ricerca di un target di inflazione ristretto da parte della BCE e la resistenza alla piena devoluzione sovranazionale della regolamentazione micro e macroprudenziale.

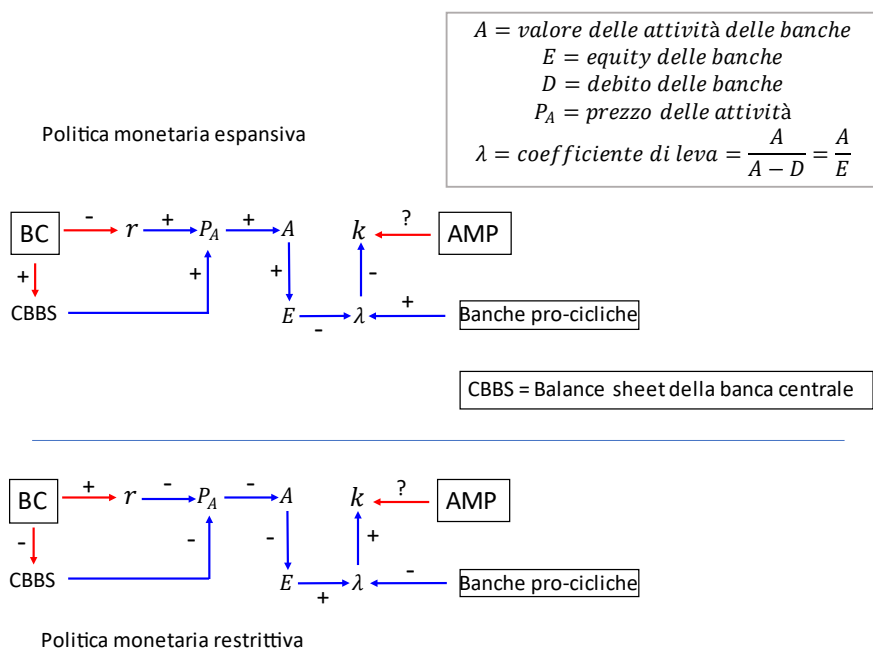
3. Politica monetaria e bilanci bancari

Si tratta ora di esaminare il canale diretto attraverso il quale la politica monetaria può contribuire alla fragilità del sistema finanziario e, in particolare, di quello bancario sia nelle prolungate fasi espansive che in quelle significativamente restrittive. A tale scopo si vedranno sia gli effetti, per così dire, meccanici sui bilanci delle banche, sia quelli ascrivibili a cambiamenti nei comportamenti degli intermediari indotti dalla politica monetaria e che, ovviamente, possono generare ulteriori impatti sui bilanci.

Conviene partire da uno schema semplificato, come quello di FIG. 5, in cui si guarda agli impatti delle politiche sui bilanci delle banche. Nella parte superiore è rappresentata una politica monetaria espansiva, basata sulla riduzione dei tassi e/o sull'espansione del bilancio della Banca Centrale; in quella inferiore una politica monetaria restrittiva, che comporta rialzi dei tassi e/o contrazione del bilancio della Banca Centrale. Esamineremo successivamente le problematiche connesse alla transizione da una lunga fase di tassi bassi a una di rapido rialzo, che meglio riflette quanto accaduto in Europa e anche negli Stati Uniti negli ultimi due anni.

La Banca Centrale può attuare una politica monetaria espansiva sia abbassando il tasso di policy (politica cosiddetta convenzionale) sia espandendo il suo bilancio (quantitative easing, QE) e mantenendo il tasso a un livello molto basso (tipicamente vicino a zero). Quando agisce sul tasso la politica monetaria fa salire il prezzo delle attività (P_A) (tipicamente i bond) presenti nel bilancio delle banche e quindi fa crescere il valore degli attivi bancari (A) e della stessa equity (E) delle banche. Il coefficiente di leva (λ) si riduce.

FIG. 5 - Effetti diretti della politica monetaria sul sistema bancario



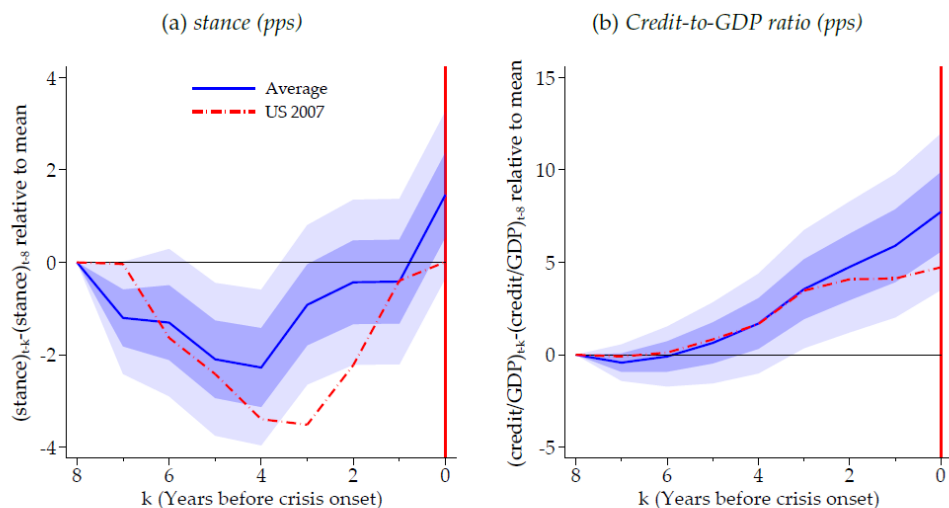
Se le banche hanno un target di leva costante o, ancor di più, se la loro leva desiderata è prociclica¹², aumenteranno i propri debiti cosicché i loro coefficienti di capitale (k) tenderanno a ridursi e i crediti tenderanno ad aumentare (Jiménez, Kuvshinov, Peydró, Richter, 2022). Del resto, quando i tassi di policy scendono e rimangono molto bassi, gli operatori finanziari si muovono alla ricerca di rendimenti (*search for yield*), contribuendo per parte loro al rigonfiamento del rischio finanziario (Rajan, 2005). Inoltre “le banche hanno minori incentivi a monitorare i prenditori quando i tassi di interesse sono bassi, con il risultato che l’assunzione di rischio

aumenta” (Grimm, Jordà, Schularick e Taylor, 2023, p. 4) Naturalmente, la prociclicità della leva irrobustisce l’acceleratore finanziario e quindi avrà effetti espansivi sull’attività reale. In questo modo, tuttavia, si accumula fragilità finanziaria (Bianchi, Lettau e Ludvigson, 2022). Fondamentale sarebbe che l’autorità macroprudenziale arginasse gli effetti della politica monetaria espansiva, fissando requisiti di capitale più stringenti. Ma con ciò emerge evidente il trade off tra gli obiettivi espansivi della Banca Centrale e quelli di stabilizzazione finanziaria.

¹² Per esempio, perché desiderano mantenere costante il *value at risk*, che si è ridotto a causa dell’aumentato valore dell’attivo. Drechsler, Savov

e Schnabl (2018) hanno anche mostrato come il costo opportunità di aumentare la leva si riduce durante i periodi di bassi tassi di policy.

FIG. 6 - La *stance* di politica monetaria e la crescita del credito prima delle crisi finanziarie



Notes: In this figure, the data, including crisis event definitions, are taken from the JST Macrohistory Database, as described later. The solid blue line shows estimates of β_k of $(y_{i,t-k} - y_{i,t-8}) = \alpha_k + \beta_k \mathbb{1}\{crisis_{i,t} = 1\} + e_{t-k}$. $crisis_{i,t}$ is a dummy that is equal to 1 if a financial crisis starts in country i in year t and 0 otherwise. y refers to $stance = r - r^*$ (left panel), as defined in the text; or credit-to-GDP ratio (right panel), based on the JST total loans series. The estimation of r^* is described below in section 2. Shaded areas indicate 95% (light) and 68% (dark) confidence intervals. The dashed red line shows demeaned changes in the two variables before the U.S. Great Recession.

Fonte: Grimm, Jordà, Schularick, Taylor (2023, p.7)

Quando la banca centrale attua una politica di QE e lo fa per un periodo prolungato, acquista a prezzi crescenti attività dalle banche in cambio di riserve. Questo tipicamente spinge le banche a utilizzare le riserve per finanziare nuovi crediti e accrescere i depositi. Se poi la Banca Centrale acquista titoli da soggetti non bancari, questi depositeranno il ricavato della loro vendita di attività presso le banche, che quindi vedranno crescere il loro debito (depositi). Successivamente, i depositi potranno essere convertiti in altre forme di passività, ma potranno anche finanziare l'acquisto di altre attività da parte delle banche (Acharya, Chauhan, Rajan e Steffen, 2023). Il bilancio delle banche tende così ad espandersi con leva costante o crescente. Quanto più prolungata è la politica espansiva (tassi a zero e QE) tanto più probabile è l'accumulazione di fragilità finanziaria. In altri

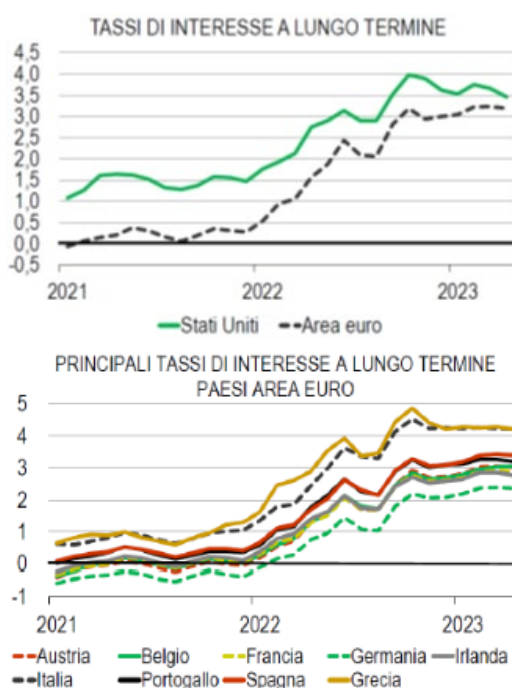
termini, una politica molto espansiva e prolungata è probabile che conduca a una successiva crisi finanziaria, come ipotizzato da Kashyap e Stein (2023), Boissy, Collard, Galí, Manea (2023) ed empiricamente comprovato da Grimm, Jordà, Schularick e Taylor (2023). La FIG. 6, tratta da Grimm, Jordà, Schularick e Taylor (2023) mostra (nel quadro di sinistra (a)) il sentiero della *stance* di politica monetaria (misurata dalla deviazione del tasso di policy da quello naturale, appropriatamente stimato) prima delle crisi finanziarie, nella media dei paesi considerati (linea blu) e negli Stati Uniti (linea tratteggiata rossa). Nel quadro di destra (b) si presenta la dinamica del credito (rispetto alla media) negli anni che precedono una crisi finanziaria: è evidente che boom del credito, associati a tassi molto bassi, sono buoni predittori delle crisi finanziarie. Attraverso l'analisi econometrica, facendo uso di

opportune variabili di controllo e testando diversi modelli, lo studio di Grimm, Jordà, Schularick e Taylor (2023), mostra che una politica monetaria espansiva prolungata *causa* destabilizzazione del sistema finanziario nel medio periodo.

La parte inferiore della FIG. 5 illustra gli effetti di un aumento dei tassi sullo stato patrimoniale delle banche. Il prezzo delle attività a tasso fisso (P_A) scende e ciò fa ridurre il valore degli attivi bancari¹³. Stante il debito delle banche (D), ciò implica una riduzione dell'equity (E) e un aumento della leva (λ) e

quindi una tendenziale riduzione del coefficiente di capitale (k). Per ridurre la leva e ripristinare i coefficienti di capitale regolamentari, le banche cercheranno di contrarre il proprio stato patrimoniale e di cambiarne la composizione. Se poi il rialzo dei tassi si accompagna anche a una contrazione della liquidità da parte della Banca Centrale - che passi da un allentamento quantitativo a una progressiva stretta (*quantitative tightening*) - i processi evidenziati sono tutti rafforzati.

FIG. 7 - Evoluzione dei tassi a lungo termine dal 2021



Fonte: Cer, La congiuntura internazionale, n. 5 – maggio 2023

¹³ La riduzione è effettiva per i titoli la cui valutazione avviene con il metodo *mark to market*; è solo potenziale per quelli che sono valutati al costo di acquisto. Per questi ultimi la perdita si realizza solo nel caso debbano essere per qualsiasi ragione liquidati. È quindi possibile calcolare una

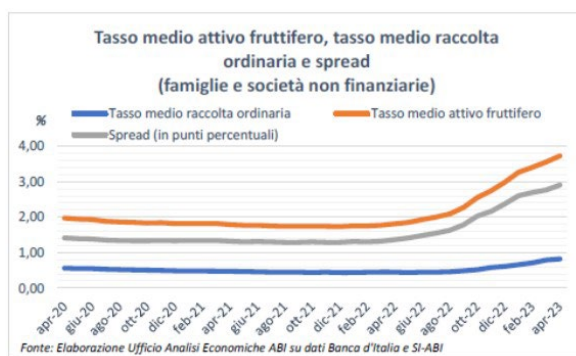
perdita attesa in base alla probabilità stimata della necessità di liquidare una parte o tutto l'attivo obbligazionario. "Meno del 2 per cento di queste potenziali perdite fa oggi capo a banche con un coefficiente di copertura della liquidità relativamente basso" (Visco, 2023b, p.14)

Naturalmente il problema è più acuto per le banche dei paesi con più alta incidenza del debito pubblico sul Pil (come l'Italia), dal momento che, tipicamente, la composizione degli attivi bancari è più sbilanciata a favore dei titoli pubblici e che essi sono soggetti ad aumenti dei tassi su quei titoli più che proporzionali rispetto al tasso di policy (aumento dello *spread* di tasso rispetto ai *Bund* tedeschi)¹⁴. La FIG. 7 illustra l'andamento dei tassi negli Stati Uniti e nell'Area euro e l'ampliamento del divario di tasso nei diversi paesi di quest'ultima, proprio in concomitanza col rialzo del tasso di policy verificatosi nell'ultimo anno.

Il quadro non può essere completo senza esaminare un altro ramo del canale attraverso cui gli aumenti del tasso di policy impattano

sulle banche, questa volta sui bilanci di esercizio. Di preciso, bisogna parlare del margine di interesse, derivante dalla differenza tra tassi attivi e passivi per le banche. Differenza che, generalmente, si accresce quando salgono i tassi ai quali le banche si finanziano (cioè, in pratica, i tassi di policy). In Italia, nel 2022, il margine di interesse delle banche si è ampliato di quasi un quinto (BdI, 2023, p. 176). E ciò nella misura in cui le banche riescono a esercitare il loro potere di mercato e, quindi, riescono a far salire i tassi sui prestiti più di quanto lascino salire quelli sui depositi (Baglioni, 2023). Il grafico di FIG. 8 (che riprende la FIG. 10 del Monthly Outlook dell'Abi, maggio 2023), riferito al sistema bancario italiano, è abbastanza eloquente.

FIG. 8 - Tassi attivi, passivi e spread nel sistema bancario italiano



Fonte: Abi, Monthly Outlook, maggio 2023.

Gli impatti sullo stato patrimoniale descritti sopra - ha osservato Hamai (2023) - dovranno spingere le banche a destinare i profitti, ottenuti grazie all'accresciuto margine di interesse, al rafforzamento delle riserve e

non alla distribuzione di dividendi e di bonus per il management. La sintesi di De Guindos ed Enria, a fine dicembre 2022, era rassicurante ma prudente: "il settore bancario è sufficientemente solido per gestire gli effetti

¹⁴ In Italia, le banche detengono ancora oggi il 20% dei titoli pubblici. La Banca d'Italia, per

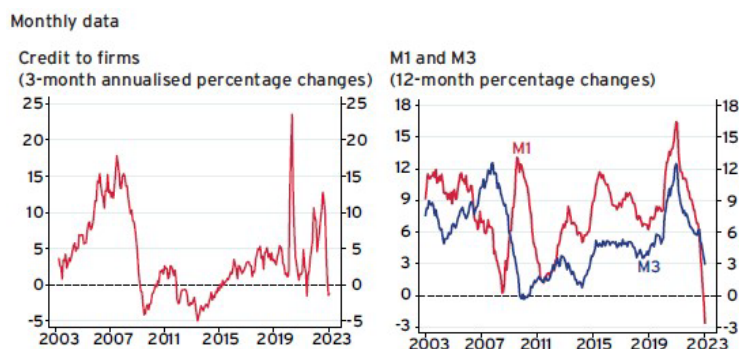
conto del SEBC, ne detiene oltre il 30%, sebbene in riduzione rispetto agli anni precedenti. Si veda BdI (2023, p. 192).

dell'aumento dei tassi sui propri bilanci. Tuttavia, le banche devono prepararsi ai potenziali effetti a lungo termine legati alla normalizzazione della politica monetaria". C'è da augurarsi che lo stiano facendo, considerato che la politica di stretta monetaria da dicembre è andata avanti, per contenere un'inflazione più persistente di quanto ci si attendesse.

La BCE, già a fine 2022, aveva deciso di ridurre il suo bilancio di 15 miliardi al mese in media fino a giugno 2023. Ha poi comunicato¹⁵ che la contrazione salirà a 25 miliardi al mese a partire da luglio e a 30 al mese a partire dal 2024. Alla fine del 2024, cesserà anche l'impegno della BCE al roll-over dei titoli in scadenza che erano stati acquistati nell'ambito del Programma di acquisto di emergenza pandemica. La contrazione del bilancio della

BCE in corso nei prossimi mesi sarà, con ogni probabilità, accompagnata da due ulteriori aumenti dei tassi di policy di 25 punti ciascuno, in modo da raggiungere il 4,25% entro la fine di luglio 2023. Con il che, sempre che l'inflazione dia consistenti segni di riduzione (al di là di quelli già acquisiti per il mese di maggio) è possibile venga raggiunto un temporaneo *plateau*. Come ha osservato il Governatore della Banca d'Italia Ignazio Visco (2023a), questa sequenza di rialzi dei tassi di policy è stata trasmessa in modo completo e fluido ai tassi di interesse di mercato. Inoltre, la maggior parte delle operazioni mirate di rifinanziamento a lungo termine (*Targeted Long Term Refinancing Operations*, TLTRO) scadrà il prossimo giugno, ponendo così fine a un periodo lunghissimo in cui la liquidità era molto abbondante e a costi molto bassi.

FIG. 9 - Crescita del credito e della moneta nell'area euro



Fonte: Visco (2023a), p. 14.

Contraendo la liquidità, la BCE sta creando le condizioni per una contrazione del credito. In realtà, la stretta monetaria dello scorso ottobre ha già fatto aumentare il costo della

liquidità per le banche. L'ultimo Bollettino della BCE ha mostrato che il 27% delle banche europee ha già contratto i prestiti. Come sottolineato da Visco (2023a), "da un lato, la

15

<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2023/html/ecb.pr230202~1a4ecbe398.en.html>.

crescita a tre mesi (annualizzata) dei prestiti alle imprese nell'area euro è diventata negativa nel gennaio 2023 (-1,1% a febbraio), da un picco di quasi il 13% nell'agosto 2022, mentre anche i prestiti alle famiglie hanno continuato a decelerare. D'altra parte, M3 sta rallentando in modo marcato (2,9% nel febbraio 2023 su base annua, dal 6,3% nel settembre 2022) e il tasso di variazione di M1 è diventato negativo nel gennaio 2023 (-2,7% a febbraio, un minimo storico). Se valutate in termini reali, le dinamiche di entrambi gli aggregati sono in territorio profondamente negativo e ai minimi storici". La FIG. 9, tratta da Visco (2023a), illustra bene quanto appenda detto circa la recente riduzione del credito e della liquidità (riduzione di M1 e forte decelerazione di M3) nell'area dell'euro. I crediti deteriorati non sono finora aumentati, neanche in Italia, paese notoriamente esposto

a rischi elevati sotto questo profilo. Anzi, nell'ultimo anno è proseguita la tendenza alla riduzione delle sofferenze sia in assoluto che in percentuale degli impieghi e della somma di capitale e riserve (TAB. 2). Tuttavia, non è possibile escludere che, in un contesto caratterizzato da una contrazione della liquidità, da un aumento dei tassi di interesse e da crescita in rallentamento, i non *performing loans* tornino a crescere e non solo in Italia, costringendo le banche a destinare più risorse alle riserve e a contrarre ulteriormente i crediti. Qualora la *stance* di politica monetaria, da lungamente espansiva che è stata, dovesse trasformarsi in continuativamente restrittiva, i rischi per lo stato patrimoniale delle banche si farebbero più consistenti e la probabilità che si inneschi una crisi finanziaria più elevata.

TAB. 2 - L'andamento delle sofferenze

Sofferenze del settore bancario italiano ¹			
	Sofferenze nette	Sofferenze nette su impieghi ²	Sofferenze nette su capitale e riserve
	<i>mln €</i>	<i>valori %</i>	<i>valori %</i>
mar-18	52.791	3,04	11,90
mar-19	31.698	1,84	8,45
mar-20	26.479	1,53	7,43
mar-21	19.931	1,15	5,64
mar-22	17.881	1,02	5,18
apr-22	16.560	0,94	4,90
mag-22	16.254	0,92	4,78
giu-22	15.973	0,91	4,67
lug-22	15.898	0,90	4,69
ago-22	16.294	0,92	4,81
set-22	16.173	0,91	4,70
ott-22	16.607	0,95	4,82
nov-22	16.172	0,92	4,70
dic-22	14.232	0,81	4,16
gen-23	15.355	0,88	4,46
feb-23	15.504	0,89	4,47
mar-23	15.187	0,88	4,36

¹ Da gennaio 2022, i prestiti acquisiti da cessioni pro-soluto sono valorizzati nel bilancio delle banche al valore nominale e non al prezzo di acquisto come in precedenza e ciò ha determinato un incremento dell'importo delle sofferenze pari a 2,7 miliardi di euro.

² Il valore degli impieghi comprende gli impieghi vivi e le sofferenze nette.

Fonte: Elaborazioni ABI su dati Banca d'Italia

4. Conclusioni

Che esista uno stretto collegamento tra politica monetaria e bilanci delle banche non è certo una novità. Si tratta di un collegamento che passa per diversi canali, ampiamente studiati dalla letteratura. Come ha osservato Ignazio Visco (2023b, PP. 13-14) nelle sue ultime Considerazioni finali da Governatore della Banca d'Italia, “gli episodi di crisi occorsi negli Stati Uniti e in Svizzera ci ricordano che le banche svolgono un'attività intrinsecamente rischiosa e che non è possibile azzerare la probabilità che si verifichino casi di dissesto. Il compito delle istituzioni e delle autorità di vigilanza è di ridurre al minimo tale probabilità, definendo regole e intervenendo con presidi preventivi. Nella gestione delle crisi è cruciale disporre di strumenti idonei per contenere gli effetti e i costi per la società ed evitare che eventi isolati assumano una dimensione sistemica, con conseguenze sulle prospettive di sviluppo economico e sociale”. Tra gli strumenti idonei vi è sia la politica microprudenziale (che ha per oggetto la stabilità dei singoli istituti) che quella macroprudenziale (che ha a cuore la stabilità dell'intero sistema bancario e finanziario). Da quanto si è cercato di argomentare in queste pagine, riportando i risultati della letteratura scientifica recente, sembra emergere che una politica macroprudenziale efficace e stabilizzante debba essere cooperativa con la politica monetaria e debba adottare coefficienti di capitale significativamente anticiclici, quindi non costanti nel tempo (come invece hanno finora teso a fare l'autorità di vigilanza europea).

L'esperienza ha mostrato che i rischi di instabilità finanziaria crescono all'allungarsi del periodo durante il quale si sono mantenuti i tassi di interesse vicino a zero, come accaduto

in Europa tra 2014 e 2022. E ciò perché la ricerca di rendimento e l'abbondanza di liquidità spingono gli operatori finanziari ad assumere rischi e a far crescere la leva. La fragilità finanziaria si accumula per molti anni e, quindi, l'intero sistema finanziario (e quello bancario in particolare) finiscono per soffrire di più quando la politica da espansiva deve trasformarsi in restrittiva per contrastare la risorgente inflazione. Ciò non significa che la politica monetaria non debba essere chiaramente espansiva nelle fasi di recessione e inflazione troppo bassa (o addirittura deflazione) e altrettanto chiaramente restrittiva quando l'inflazione sale ben oltre l'obiettivo. Significa però riconoscere che la politica monetaria non può farcela da sola, né a far risalire un'inflazione troppo bassa (e un Pil stagnante), né a frenare l'inflazione rampante, soprattutto quando essa sia spinta soprattutto dai costi, dai margini di profitto e dalle strozzature dal lato dell'offerta (Konczal, Lusiani, 2022; Stiglitz, Regmi, 2023). Per quanto necessario, non basta neanche il sostegno (cooperativo) della politica macroprudenziale.

Nelle fasi recessive e deflazioniste è indispensabile disporre di adeguate politiche fiscali espansive, coordinate a livello europeo. Mentre, quando l'inflazione accelera, serve una accorta *politica dei redditi* ma non solo per tenere a freno l'inflazione salariale (oggi, in Europa, ancora inferiore a quella generale). Si richiede, piuttosto (Boitani, Tamborini, 2023), un accordo multilaterale, in cui le imprese si impegnino a tenere fermi o meglio ridurre i margini e i governi, da un lato, accrescano l'efficacia delle politiche pro-concorrenziali (in particolare rafforzando i poteri delle autorità antitrust), riformando la regolazione di alcuni settori, specie se quella in vigore permette



troppo generosi *passthrough* dei costi e dall'altro prevedano aliquote Iva inversamente correlate ai costi di produzione nei settori dell'energia, dei carburanti e dei prodotti alimentari che sono quelli dove l'inflazione è più alta. Si tratta di ripensare (in maniera innovativa) all'intuizione di Ezio Tarantelli, secondo cui una politica dei redditi generalizzata contribuisce ad abbassare le aspettative di inflazione e coadiuva la politica monetaria.

Riferimenti bibliografici

- Acharya V., Rajan R., Chauhan R.S., Steffen S. (2023), "Liquidity dependence and the waxing and waning of Central Bank Balance Sheets",
- Adrian T., Duarte F., Liang N., Zabczyk P. (2020), "Monetary and macroprudential policy with endogenous risk", IMF working papers, No 236, 1 – 52.
- Adrian, T., Shin, H.S. (2010), "Liquidity and Leverage". *Journal of Financial Intermediation*, 19 (3), 418-437
- Agur I. (2019), "Monetary and macroprudential policy coordination among multiple equilibria", *Journal of International Money and Finance*, 96, 192 – 209.
- Aikman D., Bridges J., Kashyap A., Siegart C. (2019), "Would macroprudential regulation have prevented the last crisis?", *Journal of Economic Perspectives*, 33 (1), 107–130.
- Angelini P., Neri S., Panetta F. (2012), "Monetary and macroprudential policies", ECB Working Paper, No 1449, European Central Bank (ECB), Frankfurt a. M.
- Angelini P., Nicoletti-Altimari S., Visco I. (2012), "Macroprudential, microprudential and monetary policies: Conflicts, complementarities and trade-offs", Bank of Italy, Occasional papers, n. 140.
- Baglioni A. (2023), "Davvero l'aumento dei tassi di interesse fa male alle banche", www.lavoce.info, 19 maggio.
- Baglioni A., Beccalli E., Boitani A., Monticini A. (2013), "Is the leverage of European banks procyclical?", *Empirical Economics*, 45 (3), 1251-1266.
- Bailliu J., Meh C., Zhang Y. (2015), "Macroprudential rules and monetary policy when financial frictions matter", *Economic Modelling*, 50 (C), pp. 148-161
- Bassi F., Boitani A. (2023), "Monetary and macroprudential policy: The multiplier effects of cooperation", mimeo, Università Cattolica (versione precedente WP/DEF No. 110, 2021).
- BCE (2021), "The role of financial stability considerations in monetary policy and the interaction with macroprudential policy in the euro area", Occasional Paper Series, No. 272.
- BdI (2023), Relazione annuale sul 2022, Roma, Banca d'Italia, 31 maggio.
- Beccalli E., Boitani A., Di Giuliantonio S. (2015), "Leverage pro-cyclicality and securitization in US banking", *Journal of Financial Intermediation*, 24 (2), 200-230.
- Bernanke B. S., Gertler M. (2001), "Should Central Banks Respond to Movements in Asset Prices?", *American Economic Review, Papers and Proceedings of the American Economic Association*, 91, 253-257.
- Bianchi F., Luttik M., Ludvigson S.C. (2022), "Monetary policy and asset valuation", *The Journal of Finance*, 77(2), 967-1017.
- Billjanovska N., Chen S. et al. (2023), "Macroprudential policy effects", IMF, DP/2023/02.
- Boissy, F., Collard F., Galí J., Manea C. (2023), "Monetary policy and endogenous financial crises", BIS WP, No 991.

- Boitani A., Tamborini R. (2023), “Inflazione da profitti o profitti da inflazione?”, *Menabò di etica ed economia*, No. 191, 1 maggio.
- Bonatti L., Fracasso A., Tamborini R. (2023), “Amid price stability and financial stability”, *Monetary Dialogue Papers*, European Parliament, June.
- Borio C. (2012), “The Financial Cycle and Macroeconomics: What Have We Learnt?”, *BIS Working Paper*, n. 395.
- Borio C., Drehmann M., Tsatsaronis K. (2012), “Characterising the Financial Cycle: Don’t Lose Sight of the Medium Term!”, *BIS Working Papers*, n. 380.
- Collard F., Dellas H., Diba B., Loisel O. (2013), “Optimal Monetary and Prudential Policies.” *Mimeo*, University of Bern
- De Paoli B., Paustian M. (2017), “Coordinating monetary and macroprudential policies”, *Journal of Money, Credit and Banking*, 59 (2-3), 319 – 349.
- Drechsler I., Savov A., Schnabl P. (2018), “A model of monetary policy and risk premia”, *The Journal of Finance*, 73(1), 317-373.
- Filardo A., Rungcharoenkitkul P. (2016), “A quantitative case for leaning against the wind”, *BIS working paper*, Bank for International Settlements, No 594, 1 – 41.
- Galati G., Moessner R. (2018), “What do we know about the effects of macroprudential policy”?, *Economica*, 85 (340), 735-770.
- Gambacorta L., Signoretti F.M. (2014), “Should monetary policy lean against the wind? An analysis based on a DSGE model with banking”, *Journal of Economic Dynamics and Control*, 43, 146 – 174.
- Gelain P., Ilbas P. (2017), “Monetary and macroprudential policies in an estimated model with financial intermediation”, *Journal of Economic Dynamics and Control*, 78, 164 – 189.
- Grimm M., Jordà O., Schularik M., Taylor A. (2023), “Loose monetary policy and financial instability”, *NBER WP/30958*, February.
- Hamaui R. (2023), “Non è tutto profitto bancario quello che luccica”, www.lavoce.info, 22 maggio.
- Jiménez G., Ongena S., Peydró JL, Richter B. (2022) “Monetary policy, inflation and crises: New evidence from history and administrative data”, *CEPR DP/17761*.
- Kashyap A.K., Stein J. C. (2023), “Monetary policy when the Central Bank shapes financial market sentiment”, *Journal of Economic Perspectives*, 37(1), 53-76.
- Konczal M., Lusiani N. (2022), “Prices, profits and power: An analysis of 2021 firm level markups”, *Roosevelt Institute*
- Laeven L., Maddaloni A., Mendicino C. (2022), “Monetary policy, macroprudential policy and financial stability”, *ECB Discussion Papers*, No. 2647/ February.
- Martinez-Miera D. Repullo R. (2019), “Monetary policy, macroprudential policy and financial stability”, *Annual Review of Economics*, 11, 809 – 832.
- Poutineau J.C., Vermandel G. (2015), “A primer on macroprudential policy”, *The Journal of Economic Education*, 46 (1), 68 – 82.
- Rajan R. (2005), “Has financial development made the world riskier”, *Proceedings of the Jackson Hole Economic Symposium*, Federal Reserve Bank of Kansas City, 313-369.
- Schnabel I. (2021), “Monetary policy and financial stability”, *Speech at the fifth annual conference of the European Systemic Risk Board*, Frankfurt a. M., 8 December.
- Smets, F. (2014), “Financial Stability and Monetary Policy: How Closely Interlinked?”, *International Journal of Central Banking*, 10, 263-300.



- Stiglitz J.E., Regmi I. (2023), “The causes of and responses to today’s inflation”, *Industrial and Corporate Change*, 32, 336-385.
- Svensson L.E.O. (2018), “Monetary policy and macroprudential policy: Different and separate?”, *Canadian Journal of Economics*, 51(3), 802-827.
- Van der Ghote A. (2021) “Interactions and coordination between monetary and macroprudential policies”, *American Economic Journal: Macroeconomics*, 13(1), 1-34.
- Visco I. (2014) “The challenges for central banks”, *Central Banking*, 11 August.
- Williams J.C. (2006), “Inflation persistence in an era of well-anchored inflation expectations”, *FRBSF Economic Letter*, Federal Reserve Bank of San Francisco, No. 2006-27, 1 – 13.
- Visco I. (2023a), “Monetary policy and the return of inflation: Questions, charts and tentative answers”, *CEPR Policy Insight No. 122/April*.
- Visco I. (2023b), “Considerazioni finali del Governatore”, Roma, Banca d’Italia, 31 maggio.
- Woodford M. (2010), “Financial intermediation and macroeconomic analysis”, *Journal of Economic Perspectives*, 24(4), 21–44.
- Woodford M. (2012), “Inflation Targeting and Financial Stability.” *Economic Review (Sveriges Riksbank)* vol. 1, 7–32.
- Wyplosz C. (2022), “The ECB's New Definition of Price Stability: Better but Short of Specifics”, *Journal of Economic Policy-Politica Economica*, early access.
- Yellen J. (2014), “Monetary and financial stability”, *Speech at the 2014 Michel Camdessus Central Banking Lecture*, International Monetary Fund, Washington, D.C.

4. RIALZO DEI TASSI DI INTERESSE E STABILITA' DEL SISTEMA ASSICURATIVO

Alberto Floreani ♦

- *L'aumento dei tassi di interesse non ha determinato significativi impatti avversi sulla stabilità complessiva del sistema assicurativo europeo e, più specificamente, italiano; La principale motivazione di questa conclusione è da ricondurre, in generale, all'ottima strutturazione del sistema di regolamentazione prudenziale (Solvency II) e, in particolare:*
 - *al sistema di valorizzazione delle risorse patrimoniali delle compagnie di assicurazione basate su logiche correnti a fair value; esse determinano una elevata volatilità dei fondi propri che impone alle compagnie di operare continuativamente con livelli di Solvency Ratio molto elevati, ben superiori ai minimi regolamentari, e tali da permettere di fronteggiare adeguatamente shocks anche estremi;*
 - *all'incorporazione nel requisito patrimoniale di solvibilità di tutti i rischi quantificabili e alla loro misurazione con un approccio value-at-risk, in grado di anticipare sui requisiti patrimoniali le effettive esposizioni ai rischi e dunque di disporre di adeguate risorse patrimoniali atti a fronteggiarne le eventuali perdite;*
 - *all'incentivo ad adottare adeguate strategie di asset-liability-management value-driven che limitano l'esposizione al rischio di tasso di interesse grazie ad un allineamento delle duration degli attivi alla duration delle passività assicurative.*
- *Un livello dei tassi di interesse di mercato positivo, non più distorto dalle politiche monetarie espansive del passato, rappresenta un "ritorno alla normalità" di cui il mercato assicurativo non può che beneficiarne; Infatti:*
 - *in un contesto a tassi negativi alcuni prodotti assicurativi, tra l'altro con una spiccata valenza sociale, erano estremamente penalizzati (prodotti previdenziali, assicurazioni di rendita, long-term-care, prodotti di investimento assicurativo a basso profilo di rischio rendimento);*
 - *uno dei principali driver di redditività del settore assicurativo è storicamente rappresentato dai proventi finanziari degli investimenti obbligazionari high-grade derivanti dall'inversione del ciclo monetario (incasso anticipato dei premi e pagamento solo successivo dei sinistri); in un contesto di tassi negativi era venuta meno questo driver "naturale" di redditività, spingendo alcune compagnie a strategie di investimento più rischiose e volte alla ricerca del "rendimento".*

Il ritorno a condizioni di tassi di interesse positivi rimuove i due elementi di distorsione sopra evidenziati riportando il mercato assicurativo ad operare in condizioni di normalità.

- *L'entità e la rapidità dell'incremento dei tassi risk free a cui si è assistito nel 2022 (associato a negativi andamenti dei mercati azionari e, più limitatamente, degli spread creditizi sui titoli corporate e governativi) hanno determinato problemi su alcuni segmenti di mercato, isolate tensioni per alcune compagnie e potrebbero determinare nel prossimo futuro ulteriori elementi di criticità: eccessivi investimenti in attivi illiquidi e complessi; duration mismatch tra attivi e passivi; il rischio di spread creditizio sui titoli corporate e governativi periferici; il rischio mass-lapse sui prodotti with-profit; la persistenza di sistemi contabili, quali il bilancio di esercizio italiano, non allineati con i criteri di valutazione propri della regolamentazione prudenziale e dei principi contabili internazionali.*



1. Solvency II e la resilienza del sistema assicurativo all'aumento dei tassi di interesse

L'evento "finanziario" del 2022 è sicuramente rappresentato dall'imponente crescita della curva dei tassi di interesse risk-free, con un incremento annuo mediamente superiore a 300 punti base (+376, +345, +289 punti base rispettivamente ad 1,3 e 10 anni) come illustrato dalla seguente figura (fonte: EIOPA).

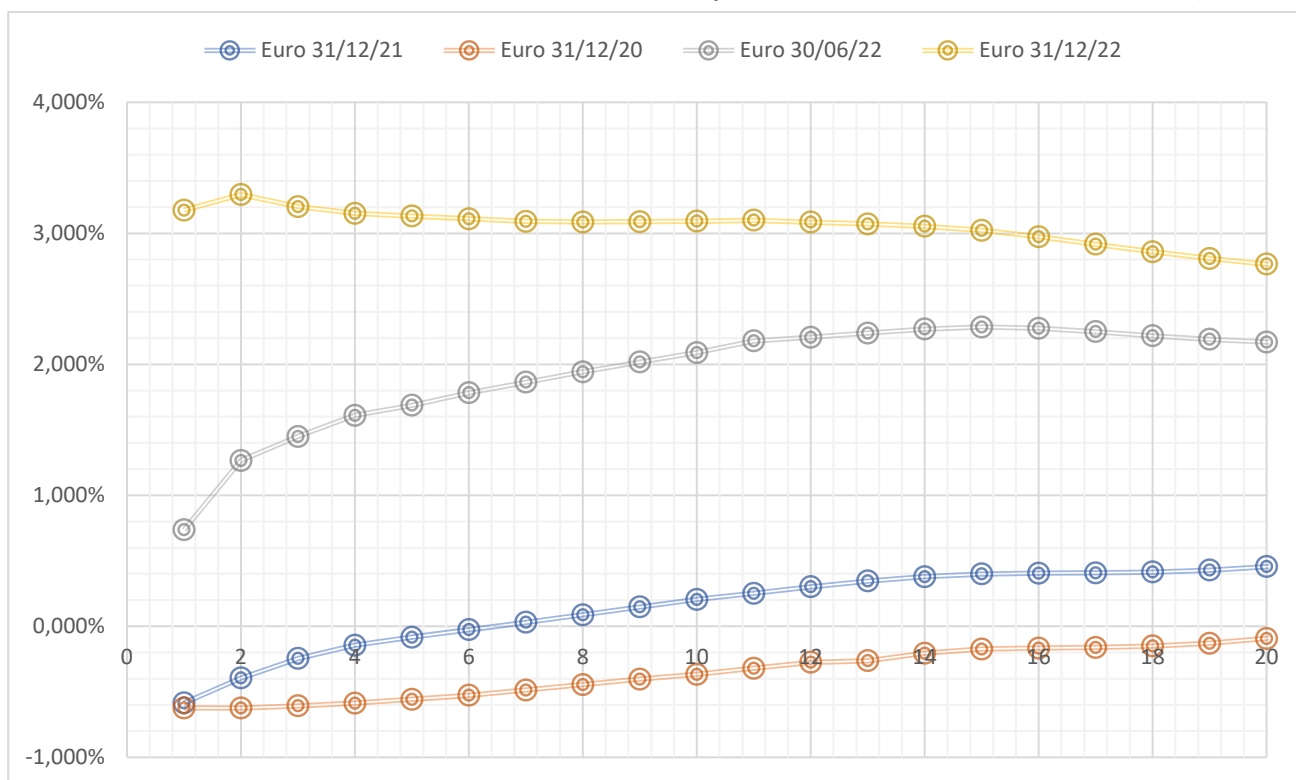
Questo aumento si è riflesso negativamente soprattutto, ma non solo, sul mercato obbligazionario. Ad esempio, uno zero-coupon bond privo di rischio di insolvenza della durata residua di 3 (10) anni a fine 2021 valeva 100,7 (98) euro mentre a fine 2022 il suo prezzo era di 93,7 (73,7) euro con una perdita del 7% (24,7%). L'effetto sui titoli obbligazionari rischiosi è stato superiore, atteso che gli spread sui titoli governativi periferici e corporate si sono ampliati, seppur senza raggiungere, al momento, livelli critici (cfr. § 2.2 e figura 10). L'impatto dell'incremento dei tassi si è inoltre riflesso negativamente anche sul mercato azionario che ha registrato generalizzate performance negative nell'anno, seppur parzialmente mitigate dall'andamento positivo nel primo semestre 2023. Il settore assicurativo che investe le proprie risorse prevalentemente in strumenti finanziari e, fra

questi, soprattutto in titoli obbligazionari *high-grade* (governativi e corporate) è stato conseguentemente impattato da questo shock.

Il primo e più rilevante profilo rispetto a cui indagare gli effetti dell'aumento dei tassi di interesse nel settore assicurativo è quello della solvibilità del mercato assicurativo europeo e italiano.

La normativa prudenziale europea (Solvency II) richiede di valutare le risorse patrimoniali (fondi propri) attraverso un approccio a *fair value* (prezzi di mercato) quale differenza tra i valori degli attivi (prevalentemente costitutivi da titoli obbligazionari) e dei passivi (prevalentemente costituiti dagli impegni nei confronti degli assicurati sui contratti in essere, le c.d. riserve tecniche). La stessa normativa richiede poi di misurare tutti i rischi quantificabili (prevalentemente di mercato, tra cui lo stesso rischio di tasso di interesse, di sottoscrizione, di credito e operativi) con un approccio di tipo *Value-at-Risk* e con un livello di confidenza del 99,5% su un orizzonte temporale di un anno. Il risultato di tale quantificazione produce il Requisito Patrimoniale di Solvibilità (SCR). Infine, viene calcolato il rapporto tra i fondi propri e l'SCR, il c.d. *Solvency Ratio*, che deve essere superiore all'unità (100%) per rispettare i requisiti prudenziali.

FIG. 1 – L’evoluzione della struttura dei tassi di interesse privi di rischio (31/12/2020-31/12/2022)



Fonte: ns. elaborazione su dati EIOPA

La TAB. 1 riporta i Solvency Ratio 2021 e 2022 dei 18 dei gruppi assicurativi con sede nell’Unione Europea classificati come IAIG (*International Active Insurance Group*) e alcune statistiche di sintesi.

Il livello medio dei Solvency Ratio dei principali gruppi europei è molto elevato (220% nel 2021) e si mantiene pressoché costante nel 2022, nonostante il forte aumento dei tassi di interesse di mercato (e le perdite di valore registrate dal lato degli attivi). Anche i gruppi assicurativi che

evidenziano una forte diminuzione del Solvency Ratio (ad esempio Credit Agricole con una riduzione di 40 punti percentuali) mantengono un livello di solidità finanziaria elevato.

Alle medesime conclusioni si giunge analizzando il mercato italiano. Nella TAB. 2 sono riportati i Solvency Ratio delle prime 10 compagnie di assicurazione italiane (singole entità giuridiche) operanti nel ramo vita e nel ramo danni sulla base della raccolta premi 2022¹.

¹ Si osserva che Generali Italia e UnipolSai Assicurazioni sono tra le prime 10 compagnie sia nel business danni che in quello vita.



TAB. 1 - Solvency Ratio dei principali gruppi assicurativi europei (2021 vs. 2022)

	2021	2022	Delta
Aegon (NL)	211%	208%	-3%
Ageas (BE)	197%	218%	21%
Allianz (D)	209%	201%	-8%
AXA (F)	217%	215%	-2%
BNP Paribas Cardif (F)	185%	163%	-22%
CNP ASSURANCE (F)	217%	230%	13%
Covea (F)	351%	226%	-125%
Credit Agricole Assurance (F)	244%	204%	-40%
Generali (I)	227%	221%	-6%
Groupama* (F)	174%	207%	33%
Gruppo Mapfre* (Es)	195%	191%	-4%
HDI Group* (D)	208%	209%	1%
Munchener Ruck (D)	227%	260%	33%
NN Group (NL)	213%	197%	-16%
Sampo Group (F)	185%	210%	25%
Scor (F)	226%	213%	-13%
Sogecap (F)	228%	228%	0%
Vienna Insurance Group (A)	250%	280%	30%
* Valore escludendo le misure transitorie			
	2021%	2022%	
Media	220%	216%	
Percentili			
90	246%	239%	
75	227%	225%	
Mediana	215%	212%	
25	200%	205%	
10	185%	195%	

Fonte: ns. elaborazione basata sulle press release e su SFCR dei singoli gruppi.

TAB. 2 - Solvency Ratio delle principali compagnie di assicurazione italiane (2021 vs. 2022)

	SR 2021	SR 2022	DELTA
PRIME 10 VITA			
POSTE VITA	288%	258%	-30%
INTESA SANPAOLO VITA	287%	220%	-67%
GENERALI ITALIA	246%	268%	22%
ALLEANZA ASSICURAZIONI	265%	291%	26%
UNICREDIT ALLIANZ VITA	207%	204%	-3%
MEDIOLANUM VITA	144%	202%	58%
CREDIT AGRICOLE VITA	163%	138%	-25%
BNP PARIBAS CARDIF VITA	167%	184%	17%
UNIPOLSAI ASSICURAZIONI	326%	288%	-38%
FIDEURAM VITA	276%	224%	-52%
Media	237%	228%	-9%
Mediana	255%	222%	-14%
PRIME 10 DANNI			
UNIPOLSAI ASSICURAZIONI	326%	288%	-38%
GENERALI ITALIA	246%	268%	22%
ALLIANZ	225%	256%	31%
AXA ASSICURAZIONI	174%	210%	36%
SOCIETA' REALE MUTUA DI ASS.NI	390%	370%	-20%
SOCIETA' CATTOLICA DI ASS.NE	203%	189%	-14%
VITTORIA ASSICURAZIONI	193%	190%	-3%
GROUPAMA	139%	196%	57%
INTESA SANPAOLO ASSICURA	372%	249%	-123%
ITALIANA ASSICURAZIONI	250%	201%	-49%
Media	252%	242%	-10%
Mediana	236%	230%	-8%

Fonte: ns. elaborazione su SFCR delle singole compagnie

La seguente tabella riporta le statistiche di sintesi di un più ampio campione di 37 compagnie di assicurazione italiane che rappresentano complessivamente il 95,5% della raccolta premi del mercato vita e l'82,7% della raccolta premi del mercato danni.

TAB. 3 - Solvency Ratio delle compagnie di assicurazione italiane (2021 vs. 2022)

Campione completo (37)			
	2021	2022	Delta
Mediana	225%	210%	-3%
Media	223%	221%	-2%
Campione assicurazioni grandi (16)			
	2021	2022	Delta
Mediana	229%	222%	-3%
Media	237%	237%	0%
Assicurazioni vita (19)			
	2021	2022	Delta
Mediana	207%	202%	16%
Media	210%	206%	-4%
Assicurazioni composite (10)			
	2021	2022	Delta
Mediana	235%	233%	9%
Media	239%	244%	4%
Assicurazioni danni (8)			
	2021	2022	Delta
Mediana	227%	222%	-5%
Media	233%	227%	-6%

Fonte: ns. elaborazione su SFCR delle singole compagnie. I dati della tabella considerano, oltre alle 18 compagnie della TAB. 2, anche le seguenti: Allianz Direct, Arca Vita, AXA MPS Vita, Bipiemme Vita, CNP Unicredit Vita, CNP Vita Assicura, CNP vita Assicurazione, Credem Vita, Genertel, Genertellife, HDI assicurazioni, Helvetia Vita, ISP RBM salute, Itas Mutua, Linear, Sara Assicurazioni, Unisalute, Vera Vita, Zurich investment life. Sono considerate imprese di assicurazioni grandi quelle con una raccolta premi vita 2022 superiore a 3 miliardi di euro e/o una raccolta premi danni 2022 superiore a 1 miliardo di euro. La mediana nella colonna Delta rappresenta la mediana delle variazioni del Solvency Ratio e non la differenza tra le mediane.

Anche sul mercato italiano si osserva un elevato livello di Solvibilità che sia nel 2021 che nel 2022, in media è ben superiore al 200%. Nel 2022 si osserva mediamente una riduzione dell'indicatore di Solvibilità che però appare contenuto. Sulle singole compagnie alcune variazioni del solvency ratio sono elevate in termini assoluti. Peraltro, in un numero consistente dei casi si osservano variazioni positive in presenza di solvency ratio inferiori alla mediana e variazioni negative in presenza di solvency ratio elevati. Questa tendenza all'entropia (con la rilevante eccezione osservata su Credit Agricole Vita) è confermata dalla diminuzione della deviazione standard dei solvency ratio del campione complessivo (37 compagnie) che passa dal 66% nel 2021 al 59% nel 2022.

L'evidente conclusione è che il mercato assicurativo non è risultato, nel suo complesso, significativamente impattato dall'incremento dei tassi (e dai negativi andamenti dei mercati finanziari) e non emerge alcun elemento di attenzione sotto il profilo della stabilità complessiva del settore. Questo grazie a un livello molto elevato di Solvibilità iniziale e, mediamente, a una scarsa sensibilità al rischio di tasso di interesse.

Può dunque essere opportuno fornire alcune chiavi di lettura a questi risultati, per certi versi inattesi, vista la premessa. Più precisamente si cercherà di rispondere sinteticamente alle due seguenti questioni:

- 1) Perché l'aumento dei tassi di interesse non ha mediamente inciso sulla Solvibilità del settore assicurativo?
- 2) Perché il livello di patrimonializzazione del mercato assicurativo è così elevato rispetto ai minimi regolamentare?



1.1. Perché l'aumento dei tassi di interesse non ha avuto effetti sistemici sulla solvibilità delle compagnie di assicurazione

La sostanziale stabilità dei coefficienti di Solvibilità del mercato assicurativo europeo (e italiano) pur in presenza di un repentino e ingente incremento dei tassi di interesse è determinata da due principali motivazioni.

In primo luogo, le compagnie di assicurazione adottano, anche grazie all'introduzione di Solvency II, una gestione integrata degli attivi e dei passivi (*Asset-Liability Management*) tale da ridurre l'esposizione al rischio di tasso di interesse attraverso una attenta strategia di allineamento delle duration degli attivi alla duration delle passività assicurative. A differenza di quanto avviene nel settore bancario, caratterizzato da un strutturale e endogeno disallineamento delle duration dei passivi (a vista o con bassa duration) e degli attivi (con duration più elevata), le compagnie possono modulare la propria strategia di investimento in funzione delle caratteristiche del portafoglio assicurativo. Inoltre, essendo le attività e le passività valutate a fair value ai fini del calcolo dei fondi propri, hanno un reale incentivo ad adottare strategie di immunizzazione *value driven* mirate ad una immunizzazione finanziaria che limita la volatilità dei fondi propri e che contiene gli assorbimenti patrimoniali. Si può anche aggiungere che non è inusuale

un'esposizione al ribasso dei tassi di interesse. Le assicurazioni vita con rilevanti portafogli in prodotti previdenziali hanno infatti duration dei passivi estremamente elevate e risulta difficile o non opportuno adottare strategie di investimento in asset a lunga o lunghissima scadenza (ad esempio a causa dell'elevato rischio di spread che ne deriverebbe). In questi casi la duration dei passivi eccede la duration degli attivi e il rialzo dei tassi di interesse risk-free ha un effetto positivo sui fondi propri, in quanto la riduzione dei valori degli attivi è più che compensata dalla riduzione di valore dei passivi. Un'esposizione al ribasso dei tassi di interesse emerge anche in presenza di prodotti vita dotati di garanzie finanziarie. Anche in questo caso, tenuto conto che Solvency II richiede che il valore delle garanzie finanziarie sia correttamente prezzato nelle passività finanziarie (con un approccio *option-like*), una diminuzione dei tassi di interesse determina un incremento di valore delle garanzie finanziarie e una conseguente riduzione dei fondi propri. Viceversa, in caso di rialzo dei tassi di interesse, la compagnia può beneficiare della riduzione di valore delle garanzie finanziarie.

La seguente tabella mostra, a titolo esemplificativo, la sensibilità del Solvency Ratio dei tre principali gruppi assicurativi europei a variazioni (parallele) nella struttura dei tassi risk-free a fine 2021.

TAB. 4 – Sensibilità sul Solvency Ratio al rischio di tasso di interesse dei 3 principali gruppi assicurativi europei (fonte: Group SFCR, 2021)

	Up (+ 50 basis points)	Down (- 50 basis points)
Generali	+ 9 BPs	-10 BPs
Allianz	Not reported	- 5 BPs
AXA	+9 BPs	-14 BPs

Si osserva che in tutti e tre i gruppi vi è una esposizione al ribasso dei tassi di interesse mentre

in caso di rialzo vi è (almeno per Generali e Axa) un miglioramento nella solvibilità, ad indicazione che

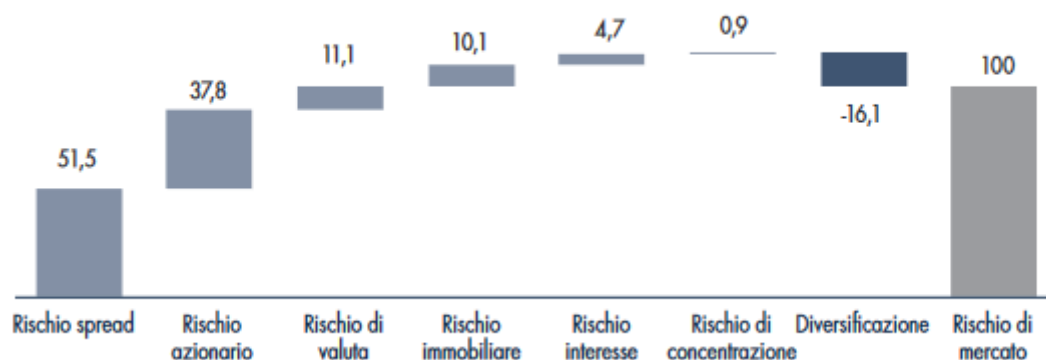
la duration degli attivi è tendenzialmente inferiore rispetto alla duration delle passività.

Il secondo motivo della stabilità del Solvency Ratio è determinato dal fatto che il rischio di tasso di interesse è solo uno dei tanti rischi che concorrono a determinare i requisiti patrimoniale e l'effettiva incidenza di questo rischio, anche grazie agli effetti

di diversificazione con gli altri rischi, è solitamente limitata.

La FIG. 2 mostra, a titolo esemplificativo, l'incidenza percentuale dei diversi rischi di mercato nel 2021 di una "tipica" impresa di assicurazione (fonte: ANIA. L'assicurazione italiana).

FIG. 2 - I rischi di mercato di una "tipica" compagnia di assicurazione italiana.



Fonte. ANIA, L'assicurazione italiana 2022. La figura si riferisce alle imprese di assicurazione italiane che utilizzano la formula standard per la misurazione dei rischi.

Il rischio di tasso di interesse determina un assorbimento di capitale molto inferiore rispetto ai rischi di mercato più rilevanti (spread e rischio di prezzo azionario, in particolare). Se si considera che i rischi di mercato sono solo parte dei rischi complessivi di un'impresa di assicurazione e che bisogna tenere in considerazione degli effetti di diversificazione, l'effettiva incidenza del rischio di tasso di interesse è mediamente poco rilevante, se non quasi trascurabile.

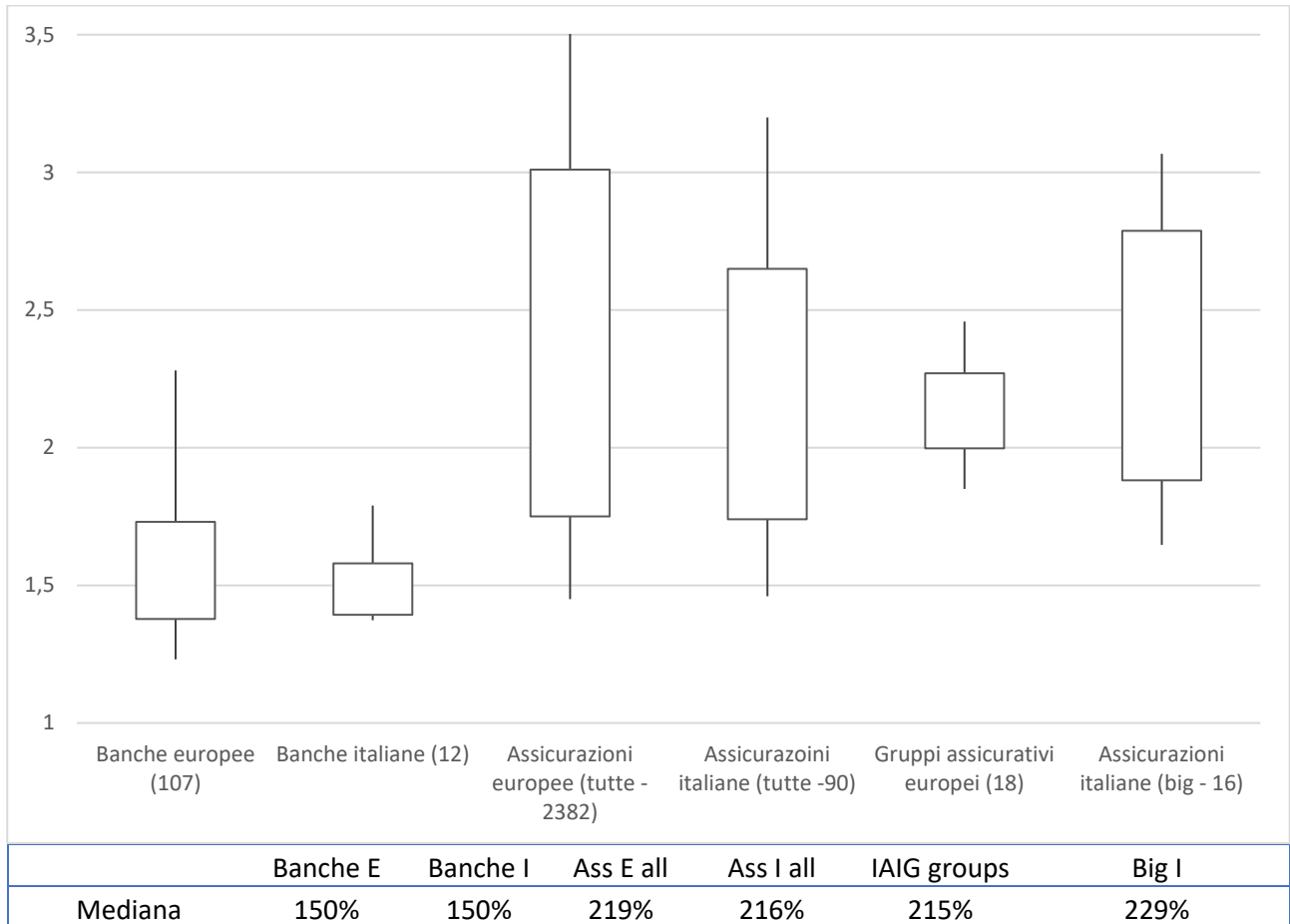
1.2. Le ragioni dell'elevato livello di Solvibilità del mercato assicurativo

L'industria assicurativa opera con un elevato livello di Solvibilità e tale da renderlo resiliente a ingenti

shock. Può essere interessante a tal fine un confronto con il mondo bancario. La FIG. 3 riporta la distribuzione dei Solvency Ratios delle compagnie assicurative europee e delle banche europee soggette alla vigilanza della Banca Centrale Europea. Al fine di rendere comparabili gli indicatori di Solvibilità tra banche e assicurazioni si è costruito un "Solvency Ratio bancario" attraverso il rapporto tra il Total Capital Ratio e l'Overall Capital Requirement, così come pubblicato periodicamente dalla BCE sulle aziende bancarie vigilate. Questo indicatore, al pari del Solvency Ratio assicurativo, misura la distanza delle singole banche dal requisito minimo regolamentare.



FIG. 3 – Solvency Ratios bancari e assicurativi a confronto in Europa e in Italia (dati 2021)



Fonte: Solvency Ratios banche europee e banche italiane: ns. elaborazione su dati BCE; Solvency Ratios assicurazioni europee e italiane (tutte): ns. elaborazione su dati EIOPA; Solvency ratios gruppi assicurativi europei e assicurazione italiane big: ns. elaborazione su dati SFCR (come da precedenti TABB. 1 e 3).

Nota: Il box rappresenta il range interquartile (25° e 75° percentile). La linea superiore (parzialmente troncata per esigenze grafiche nel campione complessivo delle assicurazioni europee) e inferiore hanno come estremo, rispettivamente, il 90° e il 10° percentile del campione. La tabella sottostante indica le mediane dei rispettivi campioni. Tra parentesi le numerosità dei rispettivi campioni.

La figura mostra chiaramente che i livelli di Solvency Ratio del settore assicurativo sono estremamente più elevati di quelli del comparto bancario. In altri termini le banche sembrano operare con un livello di risorse patrimoniali molto più vicino a quello dei requisiti patrimoniali

previsti dalla normativa rispetto a quanto non avvenga nel settore assicurativo.

Il principale motivo per cui il settore assicurativo opera con così elevati livelli di Solvency Ratio è determinato dai diversi criteri di valorizzazione dei fondi propri. I fondi propri assicurativi sono tutti

valutati a fair value, ovvero a valori che incorporano le correnti condizioni di mercato finanziario. Questo determina che qualsiasi movimento nelle principali variabili di mercato (tassi di interesse risk-free, spread creditizi, mercati azionari) si riflette immediatamente sui valori dei fondi propri che dunque evidenziano una elevata volatilità. L'elevata volatilità dei fondi propri si riflette a sua volta nella volatilità del Solvency Ratio (volatilità immediatamente evidente osservando la TAB. 2). Nessuna compagnia di assicurazione può sentirsi particolarmente tranquilla con un Solvency Ratio inferiore al 150% perché è consapevole che è sufficiente un movimento avverso di mercato per far precipitare il Solvency Ratio sotto la fatidica soglia del 100%, con tutte le conseguenze del caso. Questo determina che i target minimi di solvibilità di cui le compagnie si dotano nel loro *Risk Appetite Framework* (solitamente denominato *soft limit*) siano molto superiori alla soglia regolamentare e solitamente pari o superiori al 150%, in modo tale che se tale soglia viene violata si attivano immediatamente delle azioni manageriali o societarie volte a ripristinare il livello target attraverso attività di de-risking o di rafforzamento patrimoniale.

La valutazione dei fondi propri delle banche è invece prevalentemente fondata sull'applicazione dei principi contabili internazionali che porta ad una valutazione degli attivi (ad esempio i crediti alla clientela) e dei passivi (ad esempio depositi) largamente basata sul costo ammortizzato e dunque meno volatile al mutare delle condizioni di mercato finanziario. La minore volatilità dei fondi propri conseguente alle valutazioni al costo ammortizzato determina una minore necessità di un buffer patrimoniale "gestionale" ma ovviamente espone le banche a maggiori rischi connessi all'improvviso deterioramento della posizione patrimoniale (ad esempio derivante da

impairment o dal realizzo di ingenti perdite di negoziazione). Non è un caso che la metà delle grandi banche italiane e europee operi con un "Solvency Ratio" inferiore al 150% mentre una quota marginale di imprese di assicurazioni operi sotto tale soglia.

Si ritiene dunque che l'approccio valutativo di Solvency II, fondato sul fair value, sia una delle principali ragioni della forte patrimonializzazione del settore assicurativo e della conseguente resilienza a shock avversi. Questo contrasta con una visione critica delle valutazioni ai fair value che associa questo approccio ad una visione orientata al breve termine. Al contrario, richiedendo una costante attenzione alla volatilità dei fondi propri, si incentivano adeguate pratiche di risk management e si aumenta l'attenzione alla stabilità finanziaria delle compagnie da parte del top management.

Un altro elemento che contribuisce all'elevato livello del Solvency Ratio dell'industria assicurativa, soprattutto con riferimento ai grandi gruppi assicurativi europei, è legato ad una efficace *market-discipline*. La semplice comparabilità dei Solvency Ratio di Solvency II favorisce una "competizione" tra i principali gruppi non soltanto a livello di redditività, ma anche sotto il profilo della solidità patrimoniale. Se i soft limit difficilmente sono inferiori al 150%, i Solvency Ratio ottimali al quale mirano i principali gruppi assicurativi europei difficilmente sono inferiori al 200%. Market-discipline presente sicuramente anche nel settore bancario ma fortemente limitata dalla notevole opacità dei valori patrimoniali che rende l'interpretazione e la comparazione dell'informativa di terzo pilastro piuttosto complessa. Infine nella normativa bancaria abbiamo solitamente la disclosure di molteplici indicatori (ad esempio CET 1, Tier 1 capital ratio, Total capital ratio, leverage ratio) e non è sempre



facile identificare il corrispondente capital requirement (che è variabile da banca a banca).

1.3. Il ritorno alla “normalità”

L'attuale livello dei tassi di interesse non rappresenta un elemento di “anomalia” ma un ritorno alla normalità susseguente ad un periodo “anomalo” caratterizzato da tassi di interesse risk-free negativi anche su scadenza mediamente lunghe.

Può valere la pena elencare, senza pretesa di esaustività, alcuni degli effetti negativi che il basso livello dei tassi risk-free hanno determinato su mercato assicurativo europeo.

In primo luogo, sui prodotti assicurativo-previdenziali che caratterizzano una componente importante dell'attività del settore assicurativo in alcuni contesti istituzionali europei. I prodotti previdenziali si caratterizzano per una durata estremamente lunga e come, già sottolineato, per uno strutturale mismatch di duration che espone le compagnie ad un ribasso dei tassi di interesse. Il progressivo ribasso dei tassi di interesse risk-free che è arrivato a raggiungere livelli negativi anche su scadenze medio-lunghe ha aumentato i valori delle passività previdenziali ben oltre all'incremento di valore dei corrispondenti attivi (necessariamente a più breve scadenza) determinando tensioni su quegli assicuratori con rilevante incidenza di prodotti previdenziali. Sempre con riferimento ai prodotti previdenziali vi è poi, in presenza di tassi negativi, la scarsa attrattività dei prodotti di rendita, tenuto conto che i coefficienti di conversione sono strettamente e positivamente legati al livello dei tassi di interesse.

Un secondo effetto negativo si è avuto sui prodotti assicurativi d'investimento tradizionali (*with-profit*) che rappresentavano nel 2021 ancora circa il 35% del totale della raccolta premi del mercato vita europeo (fonte: EIOPA, European Insurance

Overview, 2022). Questi prodotti erano, in passato, caratterizzati da profili di rischio molto moderato e da rilevanti garanzie finanziarie (rendimenti minimi garantiti). La discesa dei tassi di interesse ha però determinato:

- Perdite economiche per le compagnie per effetto delle garanzie finanziarie offerte in passato;
- La progressiva eliminazione delle garanzie finanziarie sui prodotti di nuova emissione;
- Lo spostamento dell'offerta delle compagnie di assicurazione verso prodotti d'investimento più rischiosi per l'assicurato (polizze unit-linked e multiramo) e meno rischiosi e maggiormente redditizi per le compagnie.

Un terzo effetto negativo riguarda l'asset allocation delle compagnie di assicurazione. Gli investimenti in strumenti finanziari rappresentano per le compagnie uno dei principali driver di redditività. Le compagnie erano storicamente orientate ad investimenti obbligazionari high-grade. In un contesto di tassi negativi, il venir meno di questo driver “naturale” di redditività, ha spinto molte compagnie a strategie di investimento più rischiose e volte alla ricerca del “rendimento”, talvolta abbandonando l'applicazione del principio della persona prudente richiesto dalla normativa. Il ritorno dei tassi di interesse risk-free su livelli positivi rimuove tutti gli elementi di criticità sopra evidenziati. In particolare, ci si può attendere per il prossimo futuro:

- Una ripresa del mercato previdenziale e delle rendite vitalizie;
- Una ripresa dell'offerta di prodotti assicurativi tradizionali d'investimento with-profit alimentati anche da una crescente domanda da parte degli investitori; su questi prodotti sarà in futuro possibile anche rafforzare le garanzie finanziarie;
- Un progressivo riallineamento dell'asset allocation delle compagnie verso strumenti

finanziari dotati di un moderato profilo di rischio-rendimento (prevalentemente obbligazioni governative e corporate high-grade) che saranno comunque in grado di fornire una discreta redditività degli investimenti.

Ovviamente le evoluzioni prospettate potranno consolidarsi solo se il ritorno alla “normalità” dei tassi di interesse sarà duraturo, cioè se la banca centrale europea si orienterà, per il futuro, ad una politica di “neutralità” finanziaria, cioè non più volta a favorire i debitori rispetto agli investitori.

2. Gli elementi di attenzione

Nel precedente paragrafo si è sottolineato che gli eventi del 2022 non hanno determinato e non determineranno impatti particolarmente significativi sul sistema assicurativo europeo nel suo complesso. Al contrario, condizioni più normali caratterizzate da tassi risk-free positivi potrebbero favorire la crescita, la stabilità e la redditività del settore assicurativo.

E' però del tutto naturale che eventi così estremi, quali il rapido incremento dei tassi di interesse, abbia creato in alcuni segmenti di mercato e per alcune compagnie di assicurazione degli elementi di attenzione e di criticità. In questo paragrafo si analizzano alcuni di questi.

2.1. *Gli investimenti in strumenti illiquidi e complessi*

Il primo elemento di attenzione non è da attribuire all'incremento dei tassi di interesse ma alla situazione precedente caratterizzata da tassi di

interesse negativi. Si è già sottolineato che le compagnie di assicurazione ricavano tradizionalmente una parte importante della redditività dagli investimenti originati dalla raccolta premi. L'ottenimento di questa redditività non richiede, se i tassi risk-free sono positivi, un *effort* particolare o l'assunzione di rischi, essendo sufficiente investire i fondi raccolti in titoli obbligazionari *high-grade* con una duration allineata alle corrispondenti passività assicurative. L'effetto moltiplicativo della leva finanziaria-assicurativa (il rapporto tra le riserve tecniche e i mezzi propri) garantisce in questo contesto una elevata redditività dei mezzi propri (per approfondimenti sul punto si veda, ad esempio, *ANIA Trends, focus Return on Equity, 2021*)

In presenza di tassi risk-free negativi, il venir meno della redditività da investimento ha determinato la naturale tendenza ad investire parte delle proprie risorse in attivi più rischiosi, illiquidi o complessi al fine di ottenere una redditività attesa positiva. Tra queste tipologie di investimento vi sono in particolare gli investimenti in fondi alternativi d'investimento (FIA) quali fondi immobiliari, di private debt e di private equity.

Le FIGG. 4 e 5 illustrano l'incidenza percentuale degli investimenti in FIA da parte delle compagnie di assicurazione europee e italiane, rispettivamente (CIC da 4.5 a 4.8. Fonte EIOPA, dati trimestrali da fine 2017 a Q3 2022). In Italia si osserva un incremento da fine 2017 a fine 2021 su tutte le classi di investimento che in aggregato portano l'incidenza dal 2% circa al 3,5%. Analoga dinamica si osserva a livello europeo con un'incidenza che passa dal 3,3% al 4,6%.



FIG. 4 - Incidenza degli investimenti in strumenti illiquidi e complessi (CIC da 4.5 a 4.8). Mercato italiano

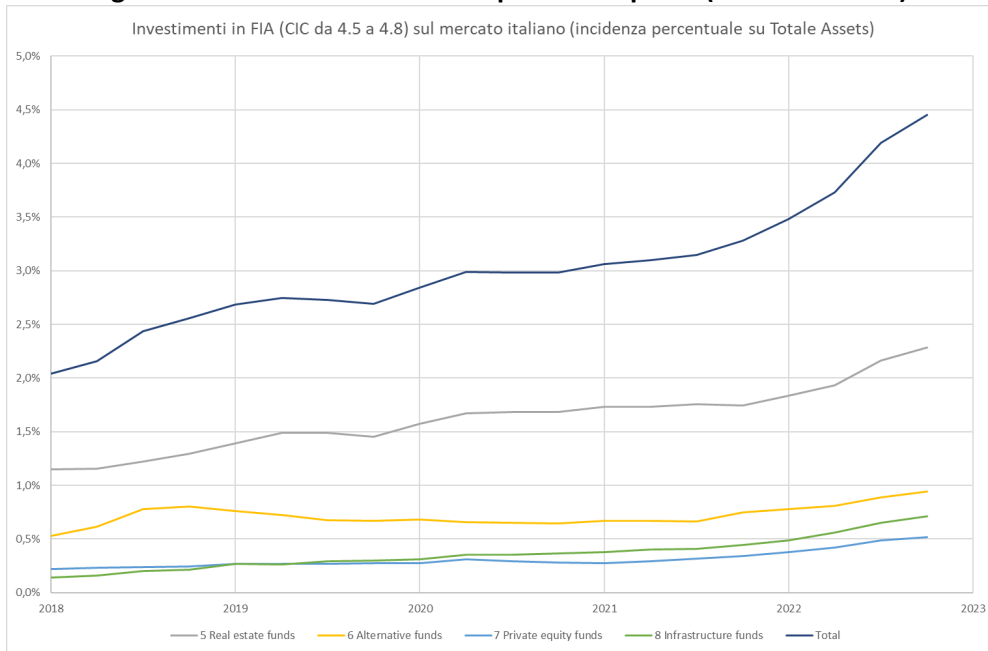
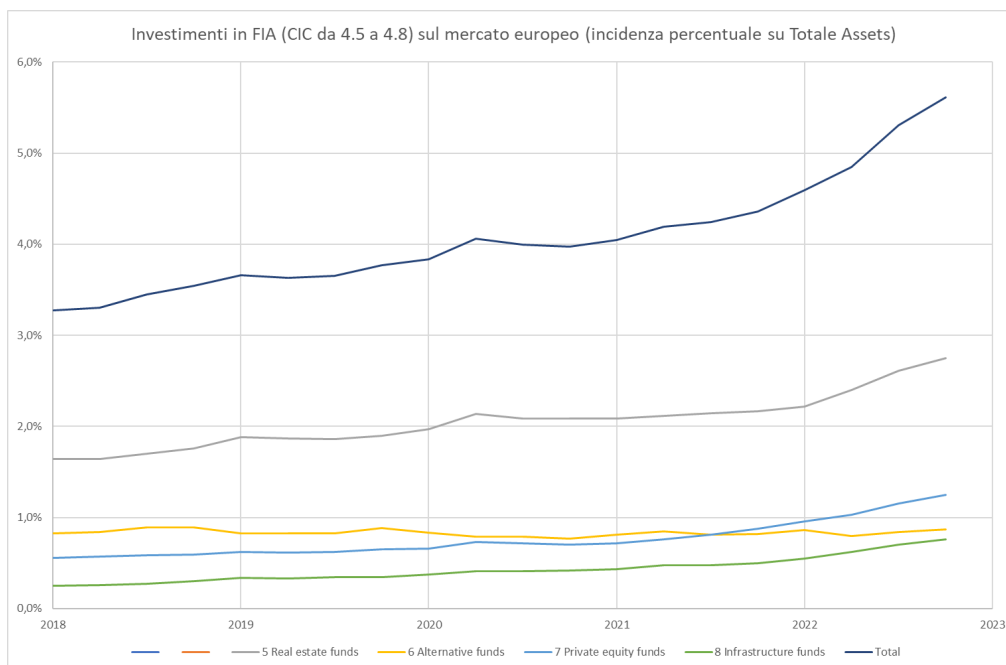


FIG. 5 - Incidenza degli investimenti in strumenti illiquidi e complessi (CIC da 4.5 a 4.8). Mercato europeo



Fonte: ns. elaborazione su dati EIOPA.

Tenuto conto che la valorizzazione dei NAV dei fondi alternativi di investimento segue criteri talvolta opachi, il rischio, in presenza di un repentino aumento dei tassi di interesse, è che la loro valorizzazione ai fini del bilancio di solvibilità (che richiede delle valutazioni al fair value) non si adegui tempestivamente alle mutate condizioni di mercato, non facendo emergere immediatamente le perdite di valore. Una evidenza indiretta di questo fenomeno emerge dall'analisi dell'andamento di alcune asset classes di investimento rispetto agli investimenti in FIA. In particolare, dalla fine del 2021 alla fine del terzo trimestre 2022, il valore degli investimenti in titoli governativi e corporate (CIC 1 e CIC 2) è diminuito del 18,1% in Italia e del 18,7% in Europa, riflettendo la discesa dei prezzi di mercato degli investimenti obbligazionari a seguito dell'aumento dei tassi. Al contrario il valore degli investimenti in FIA (CIC da 4.5 a 4.8) è cresciuto nello stesso periodo del 10% in Italia e del 7,2% in Europa.

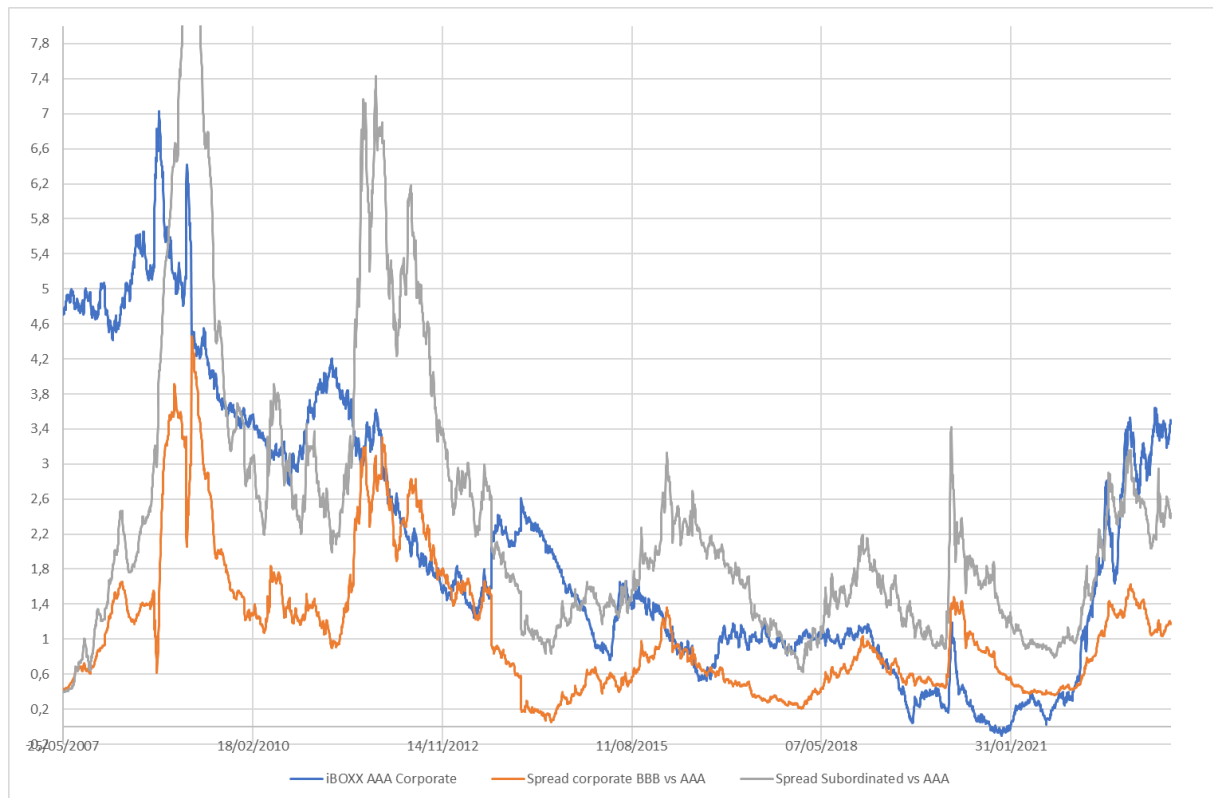
L'incidenza percentuale media degli investimenti in FIA è relativamente ridotta sia in Italia che nel resto d'Europa e dunque questo elemento di attenzione non è tale da incidere in modo sostanziale sulla posizione di solvibilità del sistema assicurativo nel suo complesso. La memoria del Pollo di Trilussa suggerisce però che, a fronte di un sistema poco esposto, possono essere presenti sul mercato compagnie con una esposizione maggiore e dunque tale da esporre queste compagnie a rischi significativi. In Italia, l'IVASS ha emesso nel 2021 una lettera al mercato sugli attivi illiquidi e complessi, richiamando le compagnie ad una più attenta valorizzazione di questi investimenti e alla corretta valutazione dei rischi sottostanti in ossequio al principio della persona prudente.

2.2. Il rischio di spread

Il reale rischio "sistemico" del mercato assicurativo è rappresentato dal rischio di spread, ovvero dalle possibili perdite che possono derivare sul portafoglio obbligazionario a seguito di un incremento rilevante degli spread creditizi. Esso è il principale rischio delle compagnie di assicurazione. Avendo come riferimento le compagnie italiane che utilizzano la formula standard (cfr. FIG. 2), il rischio di spread assorbe (al lordo degli effetti di diversificazione), oltre il 50% dei rischi di mercato. Anche considerando gli altri rischi e gli effetti di diversificazione, il rischio di spread difficilmente ha degli assorbimenti di capitale inferiori al 25% dell'SCR complessivo. A questo si aggiunge che la misurazione del rischio di spread nell'ambito della formula standard non tiene conto del rischio presente negli investimenti in titoli governativi europei che, per ragioni di opportunità politica, è posto dalla regolamentazione pari a zero (per le compagnie che utilizzano la formula standard). Questo determina che la reale esposizione al rischio di spread di una compagnia di assicurazione è superiore a quella derivante dal semplice requisito di capitale.

Nel corso del 2022, a fronte di un eccezionale incremento dei tassi privi di rischio non si è peraltro assistito a tensioni particolarmente accentuate sugli spread creditizi dei titoli governativi periferici e sui titoli corporate. Con riferimento agli spread sui titoli corporate, la seguente figura mostra l'andamento degli spread creditizi sulle obbligazioni corporate BBB e subordinate in euro rispetto alle obbligazioni corporate AAA. Si osserva che, nonostante gli spread si siano allargati in proporzione all'incremento dei tassi, il suo livello è ancora molto lontano da quelli osservati durante la grande crisi finanziaria.

FIG. 6 - Andamento degli spread creditizi sulle obbligazioni corporate in euro



Fonte: ns. elaborazione su dati Refinitiv.

L'industria assicurativa italiana è particolarmente esposta al rischio di spread sui titoli governativi, tenuto conto che circa il 40% degli asset è investita in questa asset class. Anche in questo caso, nonostante alcuni periodi di tensione, nel corso del 2022 non si sono osservati incrementi tali da generare impatti sostanziali (come è invece ad esempio accaduto durante il 2018).

L'assenza di tensioni particolarmente accentuate sugli spread creditizi spiega la sostanziale stabilità dei Solvency Ratio osservati sul mercato europeo e italiano.

In ottica prospettiva appare però evidente che un prolungamento della politica monetaria restrittiva oltre a quanto attualmente già scontato dai mercati finanziari, potrebbe determinare tensioni rilevanti sia sul mercato obbligazionario corporate che su quello dei titoli governativi periferici.

Il rischio di spread rappresenta dunque la vera spada di Damocle che incombe sul mercato assicurativo. Esso è potenzialmente in grado di determinare impatti molto significativi sulla solvibilità del sistema assicurativo europeo (in caso di una crisi generalizzata riguardante gli spread creditizi) o di parte di esso (ad esempio in caso di crisi riguardanti specifici emittenti cui parte del mercato è esposto, come in Italia per i titoli governativi italiani).

La natura sistemica di questo rischio ha però suggerito l'introduzione nella normativa prudenziale di elementi di mitigazione in chiave anticiclica (il c.d. *Volatility Adjustment*) che, soprattutto in seguito alla revisione normativa, attualmente ancora in corso, limiterà effetti sistemici anche nel caso in cui si verificassero sul mercato improvvisi incrementi negli spread dei

titoli governativi o corporate. Anche in questo caso, però, l'assenza di impatti sistemici non esclude che quelle compagnie che hanno adottato delle strategie di *asset allocation* particolarmente aggressive possano trovarsi in estrema difficoltà nel caso di un ulteriore innalzamento degli spread creditizi.

Simili considerazioni possono essere fatte con riferimento al rischio di prezzo azionario. Come indicato nella figura 6 anche il rischio di prezzo azionario è molto rilevante per le imprese di assicurazione. In questo caso bisogna però osservare che l'SCR è molto elevato non tanto per una elevata incidenza degli investimenti azionari, quanto piuttosto ad un elevato assorbimento di capitale determinato dall'elevata volatilità di prezzo degli investimenti azionari. Il rischio di prezzo azionario è inoltre anch'esso soggetto ad elementi di mitigazione in chiave anticiclica (il c.d. meccanismo di aggiustamento simmetrico) che, in presenza di performance globali negativi sui mercati azionari, limitano efficacemente l'impatto sul Solvency Ratio.

2.3. Duration mismatch e misurazione del rischio di interesse

Si è già osservato che l'incremento repentino dei tassi di interesse non determina necessariamente degli effetti negativi sulla solvibilità delle imprese di assicurazione. L'aumento dei tassi riduce il valore degli investimenti obbligazionari ma, al contempo, riduce il valore delle passività assicurative che sono valorizzate, coerentemente con una logica di fair value, scontando le prestazioni future a tassi più elevati. Gli andamenti dei Solvency Ratios illustrati nel paragrafo 1 confermano questo aspetto.

Per le compagnie di assicurazione con portafogli previdenziali rilevanti è anzi probabile che l'aumento dei tassi determini effetti positivi sulla solvibilità, tenuto conto che la duration delle

passività è tipicamente superiore alla duration degli attivi di investimento.

L'elemento di attenzione, in questo caso, può riguardare alcune compagnie che spinte dalla ricerca di rendimenti in un contesto di tassi negativi hanno adottato delle strategie di investimento su titoli obbligazionari con una duration notevolmente superiore alla duration delle rispettive passività.

In questo caso, il repentino aumento dei tassi di interesse determina una diminuzione di valore degli attivi superiore alla diminuzione di valore dei passivi, determinando un effetto immediato sui fondi propri e dunque sul Solvency Ratio.

Pertanto, a differenza di quanto può avvenire con investimenti in titoli illiquidi, in cui vi è il rischio che la valorizzazione dei NAV non sia allineata al reale fair value dei sottostanti, il sistema di Solvency II basato sui valori di mercato rileva immediatamente questo mismatch di duration e di conseguenza le compagnie esposte a questo rischio evidenziano già nel Solvency Ratio 2022 le perdite sofferte.

In aggiunta a ciò, la strategia di allungamento della duration sugli attivi, ancor prima dell'impatto sul fair value dei sottostanti susseguenti al rialzo dei tassi di interesse, determina un assorbimento di capitale regolamentare per effetto dell'aumento dell'esposizione al rischio di tasso di interesse, anticipando dunque sul Solvency Ratio l'incremento del rischio prima che esso si manifesti.

Rimangono tuttavia due elementi di attenzione con riferimento a questo punto:

- Da un lato i requisiti patrimoniali riguardanti il rischio di tasso di interesse erano calibrati su uno stress di 100 basis points (+1%) mentre l'effettivo incremento dei tassi è stato di circa tre volte superiore;
- Dall'altro lato la duration dei passivi è basata su ipotesi circa la futura evoluzione del



portafoglio di contratti assicurativi in essere; su taluni prodotti assicurativi (ad esempio i prodotti assicurativi d'investimento o IBIPs) la durata attesa dipende strettamente dal comportamento degli assicurati (*policyholder behaviour*) e questo comportamento può dipendere dall'andamento delle principali variabili finanziarie, tra cui lo stesso livello dei tassi di interesse; la regolamentazione richiede in questo caso di modellare la futura evoluzione del portafoglio di contratti assicurativi in modo dinamico rispetto all'andamento di talune variabili finanziarie (*dynamic policyholder behaviour*). Tuttavia, la duration dei passivi può, per quanto detto, modificarsi repentinamente, ad esempio riducendosi e determinando improvvisi mismatch non preventivamente valorizzati nei requisiti patrimoniali ed esponendo la compagnia a importanti effetti sul solvency ratio.

2.4. I prodotti d'investimento with-profit e il rischio mass-lapse

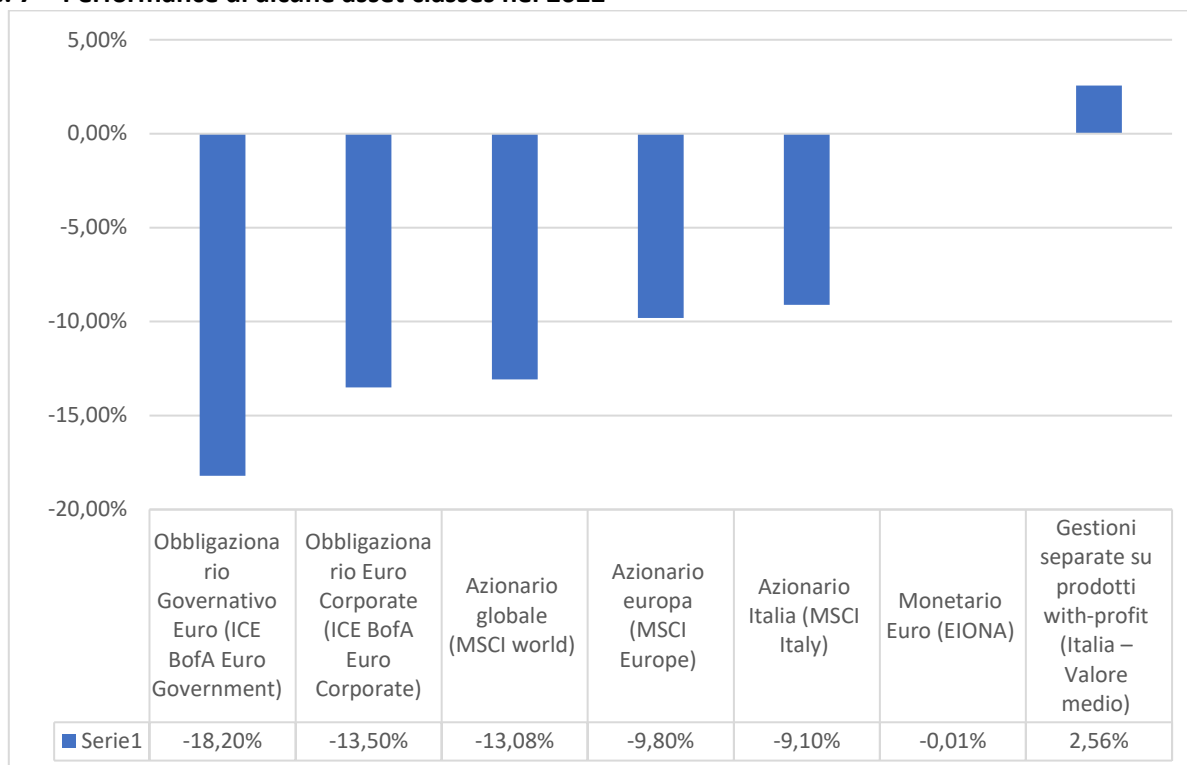
Si è già osservato che i prodotti with-profit rappresentano oltre un terzo del mercato vita europeo. Si tratta di prodotti d'investimento con caratteristiche tecniche piuttosto variegata sui diversi mercati nazionali ma caratterizzati da un profilo di rischio-rendimento piuttosto contenuto per l'assicurato-investitore (il sottostante è rappresentato principalmente da titoli

obbligazionari high-grade) e che offrono una partecipazione agli utili da investimento. Solitamente questi prodotti offrono garanzie finanziarie (ad esempio la garanzia di restituzione del capitale investito o un rendimento minimo garantito) e gli utili da investimento su cui viene calcolata la partecipazione sono essenzialmente basati sui rendimenti cedolari in quanto non tengono conto della fluttuazione dei valori di mercato del sottostante.

Tali prodotti si rivolgono, solitamente, a investitori di lungo periodo con una alta avversione al rischio e conoscenze finanziarie non necessariamente elevate. Si tratta inoltre di prodotti anti-ciclici la cui domanda aumenta in periodi sfavorevoli dei mercati finanziari (ad esempio andamenti negativi dei mercati azionari). Si caratterizzano infine per una sostanziale stabilità (e positività) dei rendimenti offerti.

La seguente figura confronta i rendimenti del 2022 su diverse asset classes con i rendimenti lordi medi dei prodotti with-profit italiani. Si tratta dell'unica asset class (finanziaria) che ha permesso di preservare il capitale investito in termini nominali. Sebbene il sottostante sia prevalentemente investito in titoli governativi dell'area euro, si può agevolmente osservare la divergenza tra le performance di investimento 2022 dell'investimento diretto in titoli governativi (asset class con una peggiore performance) e di un investimento in un prodotto with-profit (unica asset class con una performance positiva).

FIG. 7 - Performance di alcune asset classes nel 2022



Fonte: nostra elaborazione su dati Refinitiv. Per le gestioni separate fonte ANIA.

Per la loro caratteristica di stabilità dei rendimenti, i prodotti with-profit si possono prestare a comportamenti opportunistici da parte degli investitori. Più precisamente, in assenza di penalizzazioni al riscatto, l'investitore-opportunista può decidere di riscattare la polizza quando, in presenza di tassi crescenti, sia possibile reinvestire il capitale maturato a tassi di rendimento più elevati rispetto a quelli offerti dal prodotto with-profit. Ad esempio, a fine 2022 era possibile investire in un BTP a 10 anni ad un rendimento effettivo pari a circa il 4,7% a fronte di un rendimento medio lordo delle gestioni separate di circa il 2,5%.

Dal punto di vista della compagnia esiste un rischio di riscatto massivo laddove una quota rilevante del portafoglio sia riscattata da investitori-opportunistici. In questo caso la compagnia, per

fronteggiare le richieste di riscatto può essere costretta a smobilizzare parte del portafoglio, realizzando le minusvalenze formati sugli investimenti obbligazionari sottostanti e impattando negativamente sugli utili da investimenti e sulla partecipazione all'utile dell'assicurato. Questo effetto rischia di determinare un circolo vizioso alimentando una corsa ai riscatti che obbliga ad ulteriori smobilizzi. Questo rischio potenziale, denominato rischio di riscatto di massa, era ben noto al regolatore che dunque ha previsto nella regolamentazione di Solvency II uno specifico requisito di capitale (*mass-lapse risk*).

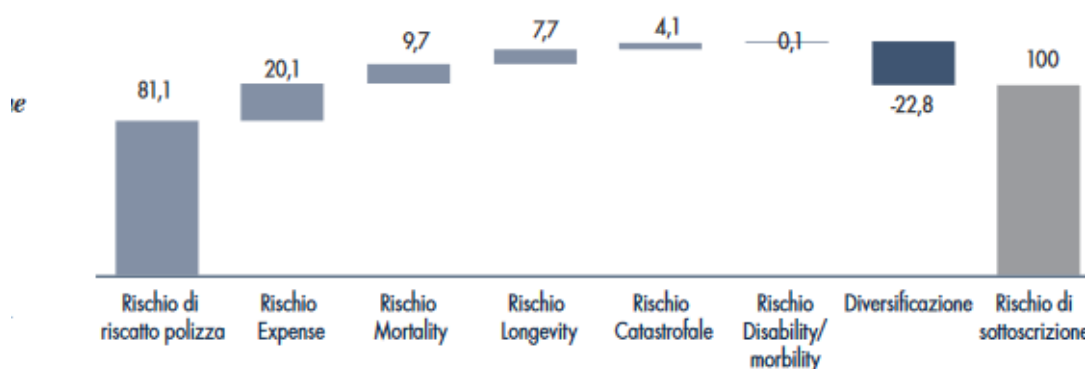
Come illustrato nella seguente figura, riferita al 2021 e al mercato italiano (fonte: ANIA, l'assicurazione italiana), il rischio lapse è il principale rischio di sottoscrizione di una tipica



compagnia di assicurazione vita, arrivando ad avere un peso (al lordo degli effetti di diversificazione) di oltre l'80% sul rischio complessivo di sottoscrizione. Al netto degli effetti

di diversificazione il rischio di riscatto rappresenta (in media) il terzo rischio in ordine di importanza (dopo il rischio spread e equity) di una tipica compagnia di assicurazione vita.

FIG. 8 - I rischi di sottoscrizione vita di una "tipica" compagnia di assicurazione italiana.



Fonte. ANIA, L'assicurazione italiana 2022. La figura si riferisce alle imprese di assicurazione italiane che utilizzano la formula standard per la misurazione dei rischi.

Il punto chiave, in questo caso, è che la normativa prudenziale richiede di valorizzare nel Solvency Capital Requirement le perdite che deriverebbero alla compagnia da uno scenario di riscatto massivo degli assicurati (esso richiede di calcolare le perdite in ipotesi di riscatto istantaneo e massivo del 40% del portafoglio retail e del 70% del portafoglio non retail). Tali perdite sono ovviamente direttamente proporzionali alle eventuali minusvalenze presenti nei portafogli di investimenti sottostanti e, di conseguenza, sono direttamente proporzionali al livello dei tassi di interesse risk-free.

L'incremento dei tassi risk-free a cui si è assistito nel 2022 ha di conseguenza determinato per la maggior parte delle compagnie vita un forte incremento del rischio di mass lapse che si è riflesso nei requisiti patrimoniali, anticipando sul

Solvency Ratio i possibili effetti negativi derivanti da una effettiva manifestazione del rischio. Già a fine 2021 gli assicuratori, osservando un principio di incremento nella struttura dei tassi di interesse si erano posti il problema del rischio lapse e della sua mitigazione attraverso opportune management action (ad esempio politiche commerciali e di prodotto ma anche riassicurazione del rischio).

Nei primi mesi del 2023 il rischio di riscatto di massa ha trovato una prima importante manifestazione col l'esplosione del caso Eurovita. La problematica situazione di Solvibilità della compagnia, rilevata dal supervisore già nei primi mesi del 2022, associata alla mancata realizzazione di un tempestivo piano di rafforzamento patrimoniale, ha determinato, nei primi mesi dell'anno successivo, il 2023, l'intervento del

supervisore che ha avviato la procedura di amministrazione straordinaria e bloccato, per gli assicurati, la possibilità di riscattare le polizze. Il caso Eurovita, visto sulla base delle poche informazioni pubbliche di cui si dispone, rappresenta la sintesi degli elementi di attenzione sopra illustrati. In particolare:

- un Solvency Ratio a fine 2021 non particolarmente elevato e dunque potenzialmente esposto alla volatilità dei mercati;
- Una duration degli attivi piuttosto elevata (oltre 10 anni);
- Un business model prevalentemente orientato ai prodotti d'investimento with-profit;
- Una componente di investimenti in attivi illiquidi e complessi superiore alla media del mercato;
- Una vasta presenza di investitori-opportunistici che a seguito del rialzo dei tassi di interesse hanno generato notevole pressione sui riscatti.

A questi elementi di criticità si aggiunge la struttura proprietaria della società (fondo di private equity) che, invece che ricapitalizzare prontamente la società quando il Solvency Ratio era sceso a livelli preoccupanti, ha cercato, senza riuscirci, di vendere la società e ne ha fatto deflagrare la crisi.

L'assenza di un immediato (e risolutivo) intervento ha a sua volta determinato un effetto negativo su tutto il mercato vita italiano. Oltre al naturale incremento dei tassi di riscatto generato dal comportamento razionale degli investitori-opportunisti di cui si è detto in precedenza, si è generato un ulteriore effetto negativo determinato dal caso specifico.

I dati più aggiornati riferiti al mercato italiano evidenziano una raccolta netta pesantemente negativa sui prodotti *with-profit*. Infatti, a fronte di 18,1 miliardi di euro di premi, nel primo trimestre

2023, si sono avuti 14,5 miliardi di euro di riscatti, che associati alle normali scadenze e sinistri, ha determinato una raccolta netta negativa per 4,2 miliardi di euro (fonte: ANIA Trends, flussi e riserve vita, figura 4, dati riferiti al ramo I, maggio 2023).

Si è già sottolineato che la situazione di Solvibilità del mercato assicurativo (italiano e vita, nello specifico) è tale da non destare elementi di preoccupazione. Certo è che il caso Eurovita (non ancora risolto, al momento) e il conseguente effetto di "contagio" che ha determinato, richiedono una riflessione sulle motivazioni che hanno portato a questa crisi.

Si ritiene che il sistema regolamentare di Solvency II non sia in alcun modo criticabile. Esso, infatti, ha permesso di rilevare con tempestività la situazione di criticità della società con largo anticipo (già a inizio 2022). Inoltre, esso garantisce che gli impatti sistemici siano scongiurati grazie all'elevato livello di Solvibilità dell'industria vita nel suo complesso. Appare invece del tutto rivedibile e migliorabile il sistema dei meccanismi di risoluzione della crisi che non hanno permesso una rapida soluzione e hanno determinato effetti negativi sul mercato nel suo complesso.

Un altro elemento di attenzione è legato alle caratteristiche tecniche dei prodotti with-profit. Essi nascono in un periodo storico ormai molto lontano, per soddisfare l'esigenza di investimento di lungo periodo e previdenziali di investitori poco confidenti con la finanza. Lo sfruttamento delle opportunità di arbitraggio presenti in questi prodotti da parte di investitori finanziariamente razionali (gli investitori-opportunisti) può determinare un danno agli altri investitori e alle compagnie stesse. Appare dunque necessaria una revisione delle caratteristiche tecniche di questi prodotti per evitare che simili opportunità di arbitraggio non si ripresentino in futuro.



2.5. Il mercato italiano, il bilancio "locale" e l'effetto del rialzo dei tassi determinato da criteri contabili "bizantini".

Se la normativa di Solvency II ha contribuito al mantenimento della stabilità del settore assicurativo pur in presenza di una elevata volatilità dei mercati, lo stesso giudizio non può essere espresso verso le bizantine regole contabili che ancora disciplinano il bilancio di esercizio italiano che, a differenza del bilancio di esercizio bancario, non si è ancora adeguato ai principi contabili internazionali.

In estrema sintesi, nel bilancio di esercizio delle imprese di assicurazioni la maggior parte degli investimenti sono classificati come attivi circolanti e sono valutati al minore tra il costo storico di acquisto e il prezzo di mercato. D'altro canto, le passività assicurative non sono valutate come in Solvency II o nel principio contabile IFRS 17, cioè a valori correnti, ma utilizzando un approccio simile al criterio del costo storico.

In presenza di tassi decrescenti o stabili questo criterio di valutazione non genera particolari problemi. Il portafoglio obbligazionario delle compagnie evidenzia delle plusvalenze da valutazione e gli attivi sono di conseguenza prevalentemente valutati al costo, in linea con il criterio di valutazione delle passività.

In presenza di tassi crescenti si verifica invece un corto circuito del sistema contabile, determinato da un evidente *accounting mismatch* (cioè un'incoerenza dei criteri di valutazione degli attivi rispetto ai passivi). Più precisamente, a seguito dell'elevato livello dei tassi risk free si sono generati nel portafoglio di investimenti obbligazionari rilevanti minusvalenze da valutazione (intorno al 10-20% a seconda della duration del portafoglio stesso, la misura media del 18,1% precedentemente ricavata dai dati EIOPA può essere presa come una stima ragionevole). Nella regolamentazione prudenziale (e nei principi contabili internazionali) tali minusvalenze sono (correttamente) compensate da una corrispondente riduzione del valore delle

passività assicurative (più o meno a seconda del mismatch di duration eventualmente presente). Nel bilancio d'esercizio invece questa naturale compensazione non è presente perché le passività assicurative non risentono dell'incremento dei tassi di interesse.

La conseguenza è che l'applicazione dei criteri "bizantini" del bilancio italiano avrebbe determinato l'emergere di rilevanti perdite economiche (le minusvalenze da valutazione) con conseguente corrispondente riduzione del patrimonio netto di bilancio. Tenuto conto che questa situazione è determinata esclusivamente da un accounting mismatch e non da effettive perdite sofferte dalla compagnia, è stato necessario uno specifico intervento regolamentare (regolamento IVASS 52/2022) volto a ammettere la disapplicazione del criterio contabile, cioè ammettendo la possibilità di sterilizzare le minusvalenze non realizzate sul portafoglio obbligazionario, evitando di generare effetti "catastrofici" sul risultato d'esercizio e sul patrimonio netto contabile delle compagnie italiane.

La pubblicazione del bilancio di esercizio delle compagnie di assicurazione con i criteri locali, seppur mitigati dall'applicazione del regolamento 52/2022 potrebbe generare effetti negativi sul mercato assicurativo italiano, soprattutto laddove i risultati delle singole compagnie siano valutati superficialmente, cioè senza considerare che essi sono il frutto dell'applicazione di criteri di valutazione degli attivi e dei passivi del tutto incoerenti tra loro.

E questo evidenzia l'urgenza verso un adeguamento del bilancio d'esercizio italiano ai principi contabili internazionali che, soprattutto in seguito all'applicazione dell'IFRS 17 e dell'IFRS 9, non evidenziano problemi nella corretta rappresentazione dei risultati economici e del patrimonio netto contabile.