

L'angolo della
cultura economica



In un sistema finanziario fortemente globalizzato

Prevenzione, gestione e risoluzione delle crisi sistemiche

Introduzione

La crisi finanziaria del 2007-2009 ha messo in evidenza tutte le difficoltà connesse alla decodificazione delle dinamiche di un sistema finanziario fortemente globalizzato, in cui le dimensioni di rischio con baricentro sul settore bancario-finanziario hanno fatto perno su segmenti macroeconomici e prodotto riflessi destabilizzanti su scala globale. Il crollo della Lehman Brothers avvenuto il 15 Settembre 2008 è il primo punto di rottura di un sistema divenuto instabile e prossimo ad un collasso generalizzato, cui segue una seconda "frattura" concentrata sul debito sovrano in Europa, con il caso greco scoppiato nel 2010 ed esteso poi ai paesi periferici dell'eurozona. I segnali di un cambiamento strutturale di portata sistemica si manifestano dall'aprile 2010, quando gli spread sui titoli governativi dei GIPSI (Grecia, Irlanda, Portogallo, Spagna, Italia) subiscono un incremento giudicato da molti eccessivo rispetto ai fondamentali, le dinamiche dei prezzi

di Roberto Savona



Roberto Savona

di mercato di bond e azioni esibiscono una correlazione estremamente elevata e l'incertezza politica esercita un ruolo determinante sui mercati finanziari, in particolare per le economie più vulnerabili. È da queste premes-

se che accademici, operatori di mercato e *policy maker* si sono spinti ad una riformulazione del concetto di rischio sistemico adottando nuovi schemi di analisi del sistema finanziario, concepito secondo nuovi paradigmi, analizzato con strumenti anche non ortodossi mutuati, ad esempio, dalle scienze mediche (ad esempio le reti neurali). In un contesto economico-finanziario altamente interconnesso, i cui meccanismi di propagazione



del rischio sono complessi e di difficile identificazione, il sistema finanziario viene stilizzato

come un insieme nel quale stati sovrani, banche e altri intermediari finanziari, imprese non finanziarie interagiscono dinamicamente seguendo percorsi nuovi che vanno analizzati con attenzione, segnalando laddove presenti aree di instabilità che possono propagarsi su larga scala, rendendo quindi necessarie le corrette politiche di mitigazione del rischio.

Il perseguimento di una stabilità finanziaria di lungo periodo e coordinata con un percorso di crescita economica stabile richiede azioni mirate su tre principali aree di intervento: 1) identificazione e misurazione dei rischi sistemici; 2) valutazione d'impatto; 3) politiche di prevenzione, mitigazione e risoluzione delle crisi sistemiche.

Identificazione e misurazione dei rischi sistemici

Benché le crisi siano da considerarsi imprevedibili, quasi per definizione, diversi risultati di analisi eseguite su dati recenti dimostrano che alcuni "segnali di rischio" sono oggi disponibili e tutti concentrati sul concetto di "squilibrio finanziario". Valori elevati e tendenzialmente crescenti del leverage del sistema bancario di un paese, la crescita generalizzata dei prezzi trainata da un debito pubblico sempre più alto, si sono dimostrati indicatori ad elevato potere previsionale



Il progetto SYRTO ("SYstemic Risk TOMography"), finanziato dall'Unione Europea nell'ambito del 7° Programma Quadro, si pone l'obiettivo di offrire una serie di strumenti operativi per identificare le potenziali aree di instabilità finanziaria in logica di allarme preventivo, suggerendo inoltre un possibile quadro normativo di riferimento per prevenire, gestire e risolvere situazioni di crisi sistemiche nell'area Euro (www.syrtoproject.eu).

Il progetto è coordinato da Roberto Savona, professore dell'Università di Brescia e coinvolge le Università di Brescia (capofila), Cà Foscari di Venezia, Amsterdam, Atene e Parigi, prevedendo inoltre una stretta collaborazione con istituzioni e studiosi di rilievo internazionale. Il progetto si avvale inoltre di un Advisory Board, composto di una Divisione Scientifica, in cui tra gli altri il Premio Nobel per l'economia Robert Engle della New York University, e di una Divisione di Policy, alla quale partecipano economisti della Banca Centrale Europea, del Fondo Monetario Internazionale, della Commissione Europea e di altre istituzioni internazionali (BIS, EBA, OECD).

Gli obiettivi che si pone SYRTO sono due:

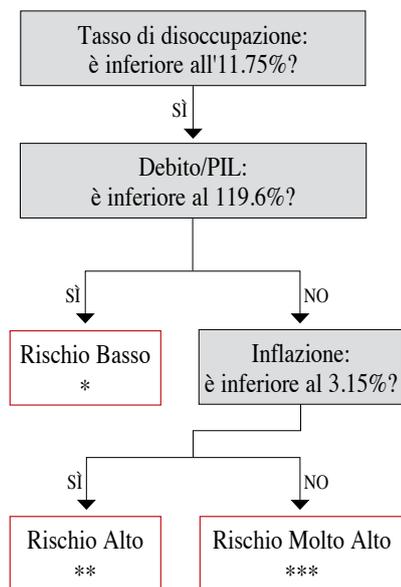
- *Identificare i fattori di rischio comuni e specifici di settore, costruendo un sistema di Early Warning che consenta di verificare in tempo reale il profilo di rischio di emittenti sovrani, intermediari finanziari e aziende, realizzando parallelamente un "Data Center", assemblando e sistematizzando differenti basi di dati ritenute utili per la quantificazione e la valutazione dei profili di rischio più rilevanti dei sistemi finanziari.*
- *Realizzare un "Codice SYRTO", unificando in un quadro normativo organico una serie di raccomandazioni e prescrizioni dedicate alla prevenzione, mitigazione, e risoluzione dei rischi sistemici, offrendo inoltre soluzioni policy-oriented sulla struttura di governance e sui meccanismi di vigilanza macro-prudenziale per l'UE.*

I primi risultati del progetto sono stati di recente pubblicati sul portale della Commissione europea per la diffusione di informazioni riguardanti i progetti di ricerca finanziati dall'UE (http://cordis.europa.eu/result/rcn/169920_it.html).

di crisi bancarie sistemiche. Ed ancora, valori relativamente elevati del rapporto Debito/PIL insieme a tassi di disoccupazione crescenti hanno spiegato il passaggio a zone di rischio significativo per i Paesi dell'eurozona. Uno studio recente condotto da alcuni ricercatori del progetto SYRTO (SYstemic Risk TOMography), finanziato dalla Commissione Europea ed avente come obiettivo la realizzazione di una piattaforma di *Early Warning System* per i rischi sistemici in

Europa (vedi Riquadro), ha verificato come fino a marzo 2009 la Grecia presentava caratteristiche tali da essere inserita in una "zona sicura" che comprendeva anche Italia, Portogallo e Irlanda, Francia e Germania. Successivamente, Grecia, Portogallo e Irlanda sono transitate in "zone di rischio altamente elevato" con valori di Debito/PIL superiore a 119.6% e tassi di disoccupazione maggiori di una "soglia di rischio" identificata in 11.75%. L'algoritmo implementato

Figura 1: La Mappatura del Rischio Sovrano in Europa



Nota: adattamento da Arakelian, Dellaportas, Savona, Vezzoli (2015)¹.
 * indica una zona di rischio sovrano contenuta tipica di Francia e Germania dal 2008 al 2013, ma anche dei GIPSI fino al default di Lehman Brothers.
 ** indica la zona di rischio nella quale si sono trovate la Grecia, tra Marzo 2009 e Marzo 2010, e l'Italia, da Settembre 2010 a Settembre 2011.
 *** indica la zona di rischio in cui si sono trovate nuovamente la Grecia, da Aprile a Maggio 2010, e l'Italia, da Settembre 2011 a Ottobre 2012.

per l'identificazione delle aree di rischio e dei correlativi "leading indicator" appartiene a tecniche di apprendimento automatico (alberi di regressione) che sebbene altamente complesse sul lato della metodologia di base sottostante il processo di stima, si configurano come uno strumento di facile interpretazione ed immediato utilizzo da parte di policy maker e analisti di mercato (vedi Figura 1).

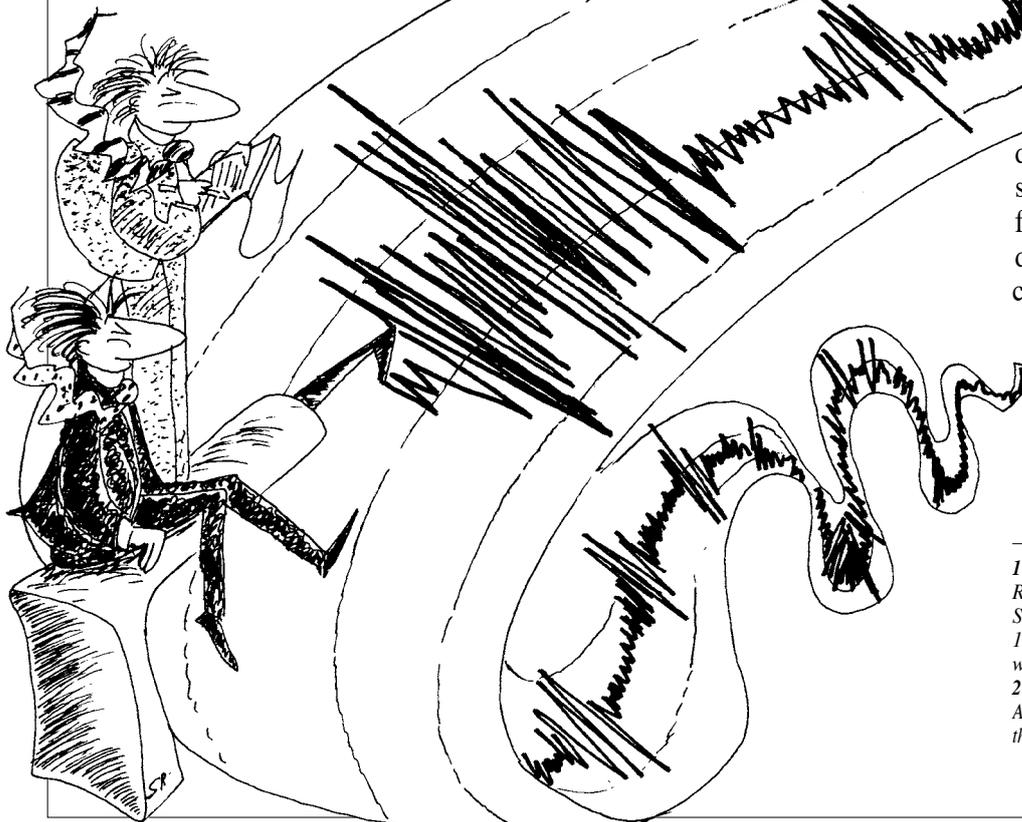
Valutazione dei rischi

Questo secondo ambito di analisi si concentra sulla valutazione del grado di stabilità finanziaria in termini di quantificazione dell'impatto prodotto sul sistema finanziario nel caso in cui un rischio identifica-

to viene a materializzarsi. Questo aspetto assume particolare rilievo nell'approfondimento dei meccanismi di amplificazione e trasmissione dei rischi (ad esempio banche-stati sovrani e viceversa) e dei correlativi effetti di retroazione di secondo ordine, unitamente alle interazioni che si verificano tra condizioni del sistema finanziario e condizioni macroeconomiche. L'ipotesi più condivisa è che i rischi estremi siano quasi sempre di natura endogena, la cui natura ad impatto elevato si determina a causa di una risposta comportamentale non razionale del mercato, il quale reagisce a shock inattesi e di dimensioni inizialmente contenute. Le aree di ricerca di maggiore interesse si stanno indirizzando verso lo studio dei processi

di trasmissione di shock economici e finanziari, approfondendo le condizioni di contesto che in talune circostanze possono provocare "rotture" nel sistema finanziario del tutto analoghe a quanto osservato in fenomeni fisici naturali (si veda Savona, Soumare, Vitting Andersen, 2015²).

1. Arakelian Veni, Dellaportas Petros, Savona Roberto, Vezzoli Marika (2015). "European Sovereign Systemic Risk Zones", SYRTO WP n. 13 disponibile all'indirizzo http://syrtoproject.eu/wp-content/uploads/2015/05/13_UNIBS10.pdf.
 2. Roberto Savona, Maxence Soumare, Jorgen Vitting Andersen (2015). "Financial Symmetry and Moods in the Market", PLoS ONE 10(4): e0118224, 1-21.



Politiche di intervento

Il perseguimento della stabilità finanziaria va infine concepito come un processo a step successivi e sufficientemente flessibile da poter confezionare risposte di politica monetaria ed economica efficaci ed in grado di calibrare le esigenze immediate (controllo e mitigazione del rischio) con obiettivi di più ampio respiro (crescita economica stabile) che sono strategicamente calibrati sul lungo/lunghissimo termine. Una delle sfide più difficili è quella di prendere decisioni critiche sulla base di “*soft information*” (previsioni, dichiarazioni non ufficiali, comunicati stampa). Il cambiamento di mentalità dei regolatori e dei governi è stato radicale nel corso dell’ultimo decennio, passando da un impera-

tivo di “non intervento” prima del 2008 ad un atteggiamento molto più orientato a creare regole di condotta macro-prudenziale più pervasive, programmando interventi preventivi su istituzioni che in base a scenari di stress possono rivelarsi a rischio significativo e potenzialmente idoneo ad attivare nuove crisi sistemiche. I modelli di previsione sono strumenti utili per identificare le potenziali aree di instabilità segnalando la necessità di un intervento specifico (ad esempio richiedendo di ridurre il grado di leverage per banche sovrapposte a rischi di natura finanziaria), ma il margine di errore rimane ed è potenzialmente anche elevato. È per questo che una azione di prevenzione “primaria”, in grado cioè di rimuovere alla radice le

possibili cause di crisi sistemiche è percepito da tutti come una strategia efficace per garantire stabilità al sistema finanziario, indipendentemente dalla capacità di prevedere una crisi sistemica. In tal senso, la filosofia degli “stress test”, con cui si valuta la resilienza del sistema bancario in ipotesi di scenari avversi è un meccanismo che può incoraggiare le stesse banche ad adottare un atteggiamento prudente, con una attenzione particolare all’impatto potenziale che scenari di crisi possono manifestarsi sugli equilibri economici, finanziari e patrimoniali.

Roberto Savona

Professore Associato di Economia degli Intermediari Finanziari, Dipartimento di Economia e Management, Università degli Studi di Brescia
roberto.savona@unibs.it

agenzia di
BRESCIA

COMINI STEFANO
COMINI CHRISTIAN
VERZELETTI FRANCO

**REALE
MUTUA**
— ASSICURAZIONI —

Via Creta, 86 - 25124 Brescia - Tel. (+39) 030 22.95.911 - Fax (+39) 030 22.95.981
info@realemutuabrescia.it