

**SOVEREIGN RISKS, DERIVATIVES AND FINANCIAL REGULATION
(RISCHI SOVRANI, DERIVATI E REGOLAZIONE FINANZIARIA)**

Chiara OLDANI¹

Abstract

The financial crisis that originated in the subprime mortgage market in 2011 has spread through out the sovereign bonds market; the propagation of risks (contagion effect) happened because of economic causes (i.e. excessive public expenditure and poor growth) and because of financial causes (i.e. modification of the risk and lack of proper revision of global financial regulation). A key role has been played by financial derivatives, especially those written on the credit risk. The plausible exit strategy seems to be restoring confidence in the financial market that is completely absent at the present.

Le cause reali della crisi sovrana

La crisi originata nei mutui **subprime** che ha colpito il sistema finanziario dal 2007 si è estesa all'intero sistema globale a causa della forte interconnessione e alla globalizzazione. La mutata rischiosità del credito, la forte instabilità, la carente attività di supervisione, insieme ad una scarsa responsabilizzazione delle autorità di supervisione (**banche centrali**), di *monitoring* del **rischio di credito** (agenzie di rating) hanno contribuito a rendere virulenta la crisi fino a scaricare sulle spalle dei governi l'onere di salvare il sistema economico e finanziario. In Europa gli stati hanno attivato la leva della spesa pubblica, invertendo il trend di riduzione avviato con la fase tre dell'euro.

¹Chiara Oldani, Ricamatore di Politica Economica, Università della Tuscia di Viterbo; direttore della ricerca di Assonebb, Roma.

Dagli anni '90, infatti, i paesi europei si erano impegnati nel processo di convergenza ai criteri di **bilancio** e debito indicati nei **trattati di Maastricht** e **Amsterdam**; questo aveva influenzato positivamente la rischiosità di molti paesi, compresi quelli periferici, come la Spagna, il Portogallo, l'Irlanda e la Grecia, abbassando il **rendimento dei titoli** rappresentativi di **debito pubblico**. L'abbassamento del rendimento aveva influito positivamente sulle finanze pubbliche, abbassando la spesa per **interessi** sul **debito**. Alcuni paesi sono stati in grado di utilizzare queste risorse per finanziare la crescita (es. Irlanda), altri invece non sono stati così lungimiranti e hanno speso tale risparmio, incrementando la spesa corrente (es. Italia e Grecia).

Dal 2005 alcuni paesi europei hanno mostrato un **tasso** di crescita dell'economia decisamente basso, con **produttività** non crescente, anche a causa della forte pressione rinveniente dalla competizione internazionale (Italia, Grecia e Portogallo). Spagna e Irlanda hanno sofferto degli effetti avversi dello sbloom del loro sistema economico; l'Irlanda ha subito perdite ingenti prodotte dai fallimenti nel sistema finanziario, mentre lo scoppio della bolla immobiliare spagnola è responsabile del rallentamento dell'economia intera.

Nel 2009, per fronteggiare la crisi che ha messo in difficoltà interi settori produttivi (es. auto e beni di largo consumo), i governi hanno allargato le maglie della spesa pubblica e hanno sfiorato i vincoli europei sul bilancio. In base allo stock di debito pubblico si è venuta a creare un'Europa a due velocità. Da una parte i paesi con debito inferiore al 60% in grado di espandere la spesa pubblica per sostenere l'economia e di rientrare dal deficit in un arco temporale definito (Danimarca e gran parte dei paesi che hanno aderito all'unione di recente), affiancati dai paesi vicini alla Germania che hanno un debito inferiore al 90% del PIL (Austria, Spagna, Francia). Dall'altra i paesi con debito maggiore del 100% del PIL (Irlanda, Italia,

Grecia e Portogallo), in grande difficoltà nel riportare la spesa pubblica sotto controllo, in presenza di tassi di crescita prossimi allo zero e produttività stagnante.

Mutazione del rischio

Alle cause riconducibili all'economia reale della crisi si sommano quelle di natura puramente finanziaria. Queste possono essere ricondotte principalmente a tre categorie:

- ✓ Eccesso di **liquidità** creato dalle banche centrali;
- ✓ Crescita incontrollata dei **derivati**;
- ✓ Debolezze del mercato OTC e dei **CDS**.

L'eccesso di liquidità creato dalle banche centrali dal 2003 ha modificato il meccanismo monetario e ha influenzato il **pricing** del rischio; questo effetto, evidenziato nella letteratura recente pone una seria ipotesi sull'autonomia delle banche centrali, quando queste hanno cessato di svolgere gran parte dei compiti loro assegnati, loro conferiti proprio in cambio dell'autonomia. In particolare, le banche centrali nazionali con la creazione della **BCE** hanno ceduto la sovranità monetaria e si sono anche liberate sia dei compiti di supervisione e controllo, sia sulla stabilità (demandato al European Financial Stability Mechanism) che sulla concorrenza nel settore finanziario (attualmente gestita dalle **autorità antitrust** nazionali).

La crescita senza controllo dei derivati, avvenuta a partire dagli anni '70, negli anni '90 ha subito una decisa spinta, grazie alla **deregulation** che ha caratterizzato l'intero sistema finanziario. La crescita dei derivati finanziari, sia scambiati in borsa che **Over The Counter**, è avvenuta senza appropriati meccanismi di compensazione e di controllo; questo ambiente ha modificato il rischio e contribuito alla misallocazione delle risorse. I derivati OTC hanno raggiunto il valore

nominale di \$708 Trillion, confermando il trend di crescita che si registra da oltre 2 decenni (dati **BIS**). L'eccessiva liquidità si è riversata nel sistema finanziario, sia verso operatori controllati che deregolati (come i fondi hedge e sovrani) creando numerose occasioni di profitto e di speculazione. La tendenza alla deregolazione ha creato il cd. rischio *shadow*, cioè l'uso eccessivo di veicoli off balance per le strategie d'investimento, incrementando l'opacità di mercato.

La deregolazione ha contribuito a spostare i rischi da coloro che sono in grado di gestirli a coloro che non lo sono (soprattutto grazie all'uso di veicoli finanziari).

Le debolezze strutturali del mercato dei derivati OTC e in particolare dei **Credit Default Swap** generano una cattiva allocazione e gestione del rischio sovrano; inoltre, contribuiscono all'eccessiva volatilità dei mercati finanziari poiché manca un meccanismo efficace di compensazione dei rischi negli scambi OTC. Parte di queste problematiche potrebbe essere risolta con la creazione della Central Counter Party Clearing (CCPC), che ridurrebbe almeno il rischio di controparte nei contratti OTC. Questa soluzione non è però globale e quindi non risolutiva poiché non viene adottata nel mercato inglese e statunitense, mantenendo così la frattura nella finanza globale.

I derivati finanziari giocano un ruolo fondamentale nella propagazione dei rischi all'interno del sistema finanziario; la filosofia dei derivati come giochi a somma nulla nel sistema ha contribuito a legittimare una forte libertà sia per i contratti che per gli operatori. Tale credenza è però infondata e le ingenti risorse coinvolte nei derivati OTC non sono gestite considerando i costi sociali delle crisi che essi possono contribuire a generare. La virulenza della crisi subprime e sovrana hanno sottolineato che le autorità hanno ampiamente sottovalutato l'impatto dei derivati sulla stabilità finanziaria.

CDS e rischio sovrano

I contratti CDS nel sistema globale movimentano risorse per \$32mila miliardi e rappresentano circa il 5% degli OTC; tali contratti vengono scambiati in assenza di adeguati *collateral* e rappresentano quindi un meccanismo di propagazione dei rischi senza compensazione. I CDS dovrebbero essere utilizzati come strumenti di copertura dei rischi di credito e dovrebbero quindi essere presenti nei **portafogli** degli operatori finanziari che operano sui bond. I CDS sono scritti sui titoli di debito anche sovrani e in caso di aumento della rischiosità di questi titoli, come osserviamo dal 2011, dovrebbero contribuire a riallocare il rischio di credito in modo efficiente. I dati disponibili sul mercato non ci permettono però di verificare questa ipotesi e di analizzare eventuali esposizioni eccessive.

Debolezze dei CDS

Secondo l'Autore i punti deboli del mercato dei CDS che andrebbero prontamente affrontati al fine di contenere gli effetti negativi collegati ad essi sono:

1. Difficoltà di *clearing* e gestione delle posizioni;
2. Carente liquidità;
3. Meccanismo di valutazione degli *underlying* non standard.

Il meccanismo di *clearing* di questo mercato è particolarmente opaco, generando numerose perplessità sulla sua stabilità e resilienza. Le posizioni sono gestite all'interno delle singole piattaforme, in assenza di *clearing house*. L'introduzione della CCPC mitigherebbe parte di questa criticità.

La liquidità del mercato CDS è assolutamente insufficiente in casi estremi di mercato; questa è un fatto comune per i mercati OTC, in cui il meccanismo dei margini di mantenimento (utilizzato in borsa per garantire la fluidità degli scambi) è assente. In caso di aumenti dello *spread* sovrano molto marcati, come visto alla fine

del 2011 e inizio 2012, il mercato non è in grado di riallocare il rischio verso operatori in grado di gestirlo.

L'*underlying asset* dei CDS è la probabilità di default del debitore e questa è correlata con la valutazione del merito di credito effettuata dalle agenzie di rating. Le agenzie di rating hanno mostrato le debolezze dei loro sistemi di *credit assessment* proprio in occasione della crisi subprime; in seguito ad essa non sono state riviste le regole di valutazione del merito di credito o di responsabilità delle agenzie e quindi il meccanismo di pricing dei CDS sembra essere debole.

Conclusioni

Allo stato attuale le debolezze del sistema finanziario sono piuttosto pronunciate ed è urgente una massiccia iniezione di fiducia per ristabilire dei livelli di volatilità accettabili, che permettano la ripresa del sistema economico e creditizio. Nel recente passato la deregolamentazione ha coinciso con la sottocapitalizzazione degli operatori e con la mancanza di adeguati collateralizzati, contribuendo ad amplificare il picco negativo del ciclo del credito (*malign neglect*).

La mancata applicazione delle raccomandazioni indicate dal Gruppo de Larosiere (Feb. 2009), insieme alle difficoltà di realizzazione del European Financial Stability Facility e del European Stability Mechanism contribuiscono a premere sul rischio sovrano e sul sistema finanziario. Sul versante internazionale il mancato coordinamento tra la normativa europea e quella americana (Dodd Frank Act) per la nuova regolazione finanziaria rappresenta un nuovo pericolo. I principi di **Basilea 3** aumentano infatti la dotazione di **capitale** delle **banche**, ma hanno degli effetti innegabilmente anticiclici. La creazione della European Banking Authority, organo esterno alla Banca Centrale Europea e da essa indipendente che dovrebbe vigilare sulla stabilità del sistema bancario europeo, pone problemi di coordinamento e di

applicazione della normativa prudenziale, oltre che di coerenza all'interno dell'architettura istituzionale europea.

Le sfide che il sistema finanziario deve affrontare per poter abbattere la forte instabilità che lo caratterizza sono in sintesi l'eccessiva libertà, la complessità regolamentare e gli elevati livelli di profitto. La vigente regolazione lascia mano libera per tutti i derivati OTC che possono avere effetti sul rischio di credito, diretti e indiretti, anche se non sono scritti sui crediti o sul rischio di **credito** (es. via cambio oppure *equity*). Gli operatori sfruttano la complessità di questi strumenti finanziari per aggirare i principi stringenti delle regole di Basilea 3. I profitti creati in questi segmenti deregolamentati crescono costantemente.

In senso operativo, al fine di ristabilire la fiducia sarebbe necessario imporre il vincolo del collaterale per gli scambi OTC. I modelli di gestione e valutazione del rischio e dei portafogli degli operatori (regolati e non) non dovrebbero essere basati esclusivamente sui dati storici, per poter considerare eventi che nel passato non si sono verificati. Un'architettura veramente globale rifonderebbe l'intero sistema su basi migliori delle attuali.

Bibliografia

Dodd Frank. Wall Street Reform and Consumer Protection Act (**Dodd Frank Act**), 2010, Washington.

De Larosiere J., 2009, **High-level working group on financial supervision**, Brussels.

Masera R., 2011, The Basel III global regulatory framework: a critical review, **Rivista Trimestrale di Diritto dell'economia**, No.3, pp. 199-256.

Oldani C., 2008, **Governing Global Derivatives**, Ashgate.