

## Aspettando la bad bank

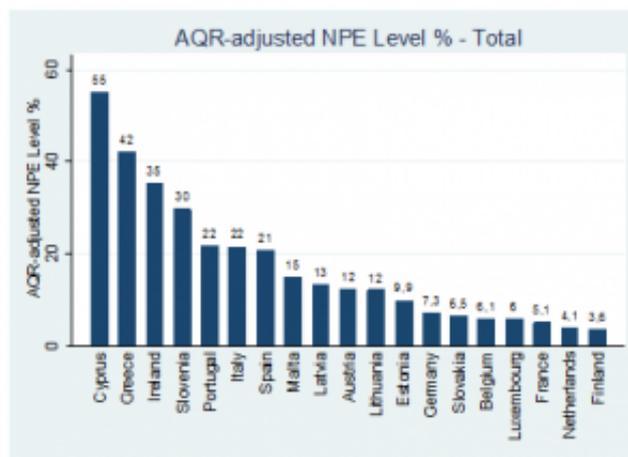
di Carlo Milani

12/11/2014 12:47

Uno degli ingredienti necessari per la ripresa dell'economia reale è il corretto funzionamento del mercato bancario. Questa condizione è stata soddisfatta dal *policy maker* statunitense il quale, nonostante la bassa rilevanza del canale bancario, si impegnò, subito dopo lo scoppio della crisi finanziaria del 2008, ad agevolare la pulizia dei bilanci bancari dai cosiddetti titoli tossici e a ricapitalizzare le banche, attraverso iniezioni di capitale pubblico. In Europa, malgrado il maggior *bancocentrismo*, sono stati fatti passare ben sei anni prima di mettere in piedi l'Unione Bancaria Europea; a questo si aggiunge che i compromessi al ribasso raggiunti, quali l'esclusione dalla vigilanza unica delle banche di minori dimensioni e la mancata costituzione di un fondo di risoluzione capace di affrontare anche situazioni di crisi sistemiche, né limiteranno l'efficacia.

Guardando all'Italia, la situazione del mercato bancario è resa particolarmente delicata dall'esito negativo del *comprehensive assessment* (CA) (si veda Barucci e Milani, 2014b). Un fattore decisivo del fallimento dei test da parte di diverse banche italiane è legato all'ingente peso dei mancati pagamenti da parte dei debitori, ossia alle sofferenze bancarie. Spesso l'industria bancaria nazionale si è lamentata del fatto che il confronto tra paesi europei circa il peso dei debiti dubbi fosse disomogeneo, adducendo tra le varie motivazioni della più alta rischiosità degli impieghi italiani anche la maggiore severità della Banca d'Italia rispetto alle altre Banche Centrali (si veda al riguardo lo studio commissionato da ABI a PwC, 2013). L'asset quality review (AQR) risolve queste problematiche in quanto restituisce una fotografia omogenea, basata sulle medesime definizioni di crediti dubbi deliberate dall'Autorità Bancaria Europea. Il quadro che emerge dai dati revisionati dalla BCE segnala un rapporto medio tra sofferenze e impieghi pari al 15% per le 130 banche europee considerate dal CA, un livello ben più basso di quello italiano (22% – grafico 1). Fanno peggio della nostra industria bancaria solo sistemi che negli ultimi anni non hanno brillato per solidità, come quello di Cipro, Grecia, Irlanda e Slovenia. Il Portogallo, uscito di recente dallo scandalo finanziario del Banco Espírito Santo, si attesta sullo stesso livello italiano.

Grafico 1



Fonte: elaborazioni su dati BCE.

I prestiti non esigibili costituiscono una "palla al piede" per le banche in quanto limitano la loro capacità di erogare nuovi finanziamenti, limitazione che avviene per il timore di incorrere in ulteriori perdite che determinerebbero una erosione del capitale. Questo comportamento ha, di fatto, creato un circolo vizioso. Il peso delle sofferenze spinge a limitare le nuove erogazioni di credito, ciò peggiora il contesto macroeconomico che a sua volta aggrava, ulteriormente, la dinamica dei mancati pagamenti.



Le sole forze di mercato non sembrano essere sufficienti per rompere questo legame. Se il miglioramento dei corsi nei mercati finanziari ha permesso di rimettere in moto un processo di cartolarizzazione dei crediti in sofferenza con successiva cessione a terzi, il processo di pulizia dei bilanci sta avvenendo troppo lentamente, come testimoniato dall'incidenza ancora elevata dei prestiti non esigibili.

Un'azione più radicale dovrebbe invece prevedere la costituzione, anche in Italia, di una *bad bank*, ossia di una società specializzata nella gestione degli *asset* problematici (si veda al riguardo Barucci e Milani, 2014a; Cer, 2014). Nei paesi in cui si è già deciso di seguire questa strada, i risultati ottenuti sono stati e continuano ad essere decisamente positivi.

Nello specifico, la *bad bank* spagnola (Sareb), costituita nel novembre del 2012 e specializzata nel comparto immobiliare,

dopo aver rilevato dal sistema bancario 200 mila unità immobiliari per un controvalore di circa 50 miliardi di euro, ha già ricollocato sul mercato circa 8.100 immobili (45 al giorno in media), numero di immobili che entro la fine dell'anno dovrebbe salire a 11 mila. L'utile conseguito nell'anno potrebbe permettere di ridurre il debito di circa 3 miliardi di euro.

La *bad bank* irlandese (Nama), costituita nel 2009 attraverso il trasferimento di oltre 70 miliardi di euro di impieghi relativi a 11 mila finanziamenti garantiti da circa 16 mila immobili, ha rimesso sul mercato attività per un controvalore di circa 15 miliardi di euro mediante le quali è stato possibile rimborsare circa 10 miliardi di passività e allo stesso tempo finanziare progetti di investimento nel mercato domestico. Nel 2013 l'utile generato è stato pari a 4,4 miliardi di euro, in crescita di oltre il 20% rispetto all'anno precedente.

Non stupisce dunque che Irlanda e Spagna, nonostante gli alti livelli di sofferenze bancarie, abbiano superato brillantemente l'AQR, richiedendo nel primo caso un aggiustamento di 750 milioni di euro e nel secondo di 3 miliardi, pari, rispettivamente, ad appena lo 0,12 e lo 0,09% del totale attivo. In Italia, invece, si è registrato un ammontare di *asset* sopravvalutati pari a 12 miliardi di euro, lo 0,53% del totale attivo, 5/6 volte il livello relativo delle banche irlandesi e iberiche.

In conclusione, per ridare fiducia ai mercati è fondamentale che le banche avviino - finalmente - una radicale pulizia dei bilanci, cosa che può avvenire in tempi rapidi solo attraverso la costituzione di una *bad bank*. Ciò costituisce una condizione necessaria, anche se non sufficiente, affinché il canale bancario torni a operare correttamente. Usando una metafora utilizzata di recente da Matteo Renzi, per riavviare la macchina non basta solo riempire il serbatoio di benzina (credito), è necessario anche ridare energia alla batteria (economia reale) attraverso una scarica elettrica (politica fiscale espansiva). In altri termini, la sola disponibilità di credito non è sufficiente se la domanda aggregata non tornerà a crescere, ma questo potrà avvenire solo attraverso una politica fiscale espansiva (Keynes *docet*).

Barucci E., C. Milani, 2014a, Una proposta per la *bad bank* di sistema, **nelMerito.com**

Barucci E. e Milani C., 2014b, La brutta pagella del comprehensive assessment

Cer, 2014, *bad bank* e dintorni

PwC (PricewaterhouseCoopers), 2013, Comparative assessment of loan classification and provisioning

across selected European countries

---

## Covered bonds e ABS: too little, too late

di Stefano Corsaro

12/11/2014 12:43

Con una mossa parzialmente innovativa, il Consiglio della BCE ha deciso lo scorso 2 ottobre di acquistare obbligazioni garantite (meglio conosciute come *covered bonds*; in seguito OG) e ABS.

Acquisti di OG erano già stati attuati due volte, tra luglio 2009 e giugno 2010 e tra novembre 2011 e ottobre 2012. In entrambi i casi, i titoli acquistati provenivano sia dal mercato primario che dal secondario, le emittenti dovevano avere base nell'eurozona, i titoli dovevano essere denominati in euro e rispondere ai dettami della direttiva UCITS (o avere garanzie analoghe). Due differenze emergono tra le due fasi: l'emissione minima a fronte della quale la BCE avrebbe valutato l'opportunità di acquisti calò, tra la prima e la seconda fase di acquisti, da 500 a 300 milioni; il rating minimo dei titoli diminuì a sua volta da AA a BBB-. L'ammontare nominale di acquisti era di 60 miliardi per il Covered Bond Purchase Programme (CBPP) 1 e di 40 miliardi per il CBPP 2. I titoli acquistati nell'ambito del CBPP 1 avevano maturity residua tra i 3 e i 7 anni; in entrambi i casi, la BCE ha deciso di mantenere i titoli sino a scadenza e attualmente detiene 45 miliardi di OG[1] (BCE, 2009; BCE, 2010; BCE, 2011).

Il CBPP 3, partito ai primi di ottobre, conferma il rating minimo a BBB- — aprendo però anche all'acquisto di titoli greci e ciprioti sprovvisti di tale requisito -, nonché le caratteristiche delle istituzioni emittenti e dei titoli, ma presenta due importanti novità: non sono previste soglie minime di emissione e, soprattutto, non si stabilisce la quantità di titoli da acquistare. Si prevede, invece, che verranno acquistati sino al 70% dei titoli di ciascuna emissione (30% nei casi cipriota e greco) (BCE, 2014a).

La vera novità nel provvedimento dell'istituto guidato da Draghi consiste nell'acquisto di Asset Backed Securities (ABS). Le banche creano *special purpose vehicles* (SPV), cui conferiscono pacchetti di titoli di vario genere; gli SPV, al fine di raccogliere la liquidità necessaria per l'acquisto, emettono obbligazioni (gli ABS) il cui rimborso e pagamento delle cedole, come evidenziato dall'acronimo stesso, è assicurato dai titoli sottostanti.

I lavori preparatori per l'acquisto di ABS e covered bonds sono durati oltre sei mesi e hanno evidenziato una significativa sinergia tra la BCE e la Banca centrale d'Inghilterra (BOE), autrici ad aprile di uno *short paper* e a maggio di un *discussion paper*. I temi principali analizzati dalle due banche centrali sono tre: la rimozione di norme internazionali che penalizzano gli ABS; la differenziazione tra titoli semplici e titoli complessi; maggiore trasparenza.

I regolamenti internazionali e le recenti proposte del Comitato di Basilea non hanno ancora reso stabile il quadro normativo e i requisiti di capitale richiesti per le emissioni di ABS; inoltre, il trattamento previsto è ingiustificatamente conservativo, se paragonato a quello adottato per i covered bonds tenendo conto anche dei bassi tassi di insolvenza di queste cartolarizzazioni. Dall'inizio della crisi, i tassi di default su ABS in Europa si sono attestati tra lo 0,6% e l'1,5%, rispetto al 9,3 — 18,4% per le cartolarizzazioni statunitensi; ciononostante, le tranche *senior* sono attualmente sottoposte a un *risk weighting* (RW) del 6%, mentre, a parità di rating, il RW per i *corporate loans* è pari al 4%. La situazione non cambia per strumenti con rating diverso. Oltre a prevedere un trattamento meno conservativo in termini di requisiti di capitale, è fondamentale differenziare titoli complessi, come i Collateralized Debt Obligation (CDO), da cartolarizzazioni più semplici e robuste, come gli ABS. La maggiore trasparenza (ad esempio tramite la messa a disposizione di dati più approfonditi e di informazioni sulle performance passate di uno specifico titolo), infine, renderebbe più comprensibili le valutazioni di rating e favorirebbe

l'abbassamento dei requisiti di capitale (BOE & BCE, 2014; Claeys et al., 2014).

Oltre a un coinvolgimento per 'dare credibilità e massimizzare i [...] benefici di un mercato delle cartolarizzazioni ben funzionante', nonché per 'prevenire la ricreazione di mercati non aderenti a standard di stabilità finanziaria', la BCE ha deciso di acquistare ABS sui mercati primari e secondari. I requisiti sono gli stessi previsti per le OG, compresa la deroga per i titoli di Cipro e Grecia: vengono conseguentemente escluse le cartolarizzazioni strutturate con crediti erogati al di fuori dell'UE. Le tranche di ABS che verranno considerate per l'acquisto sono le *senior* e le *mezzanine*, queste ultime solo se fornite di garanzie statali (BOE e BCE, 2014; BCE, 2014b; BCE, 2014c). Anche in questo caso non si stabilisce un ammontare predefinito di acquisti: l'obiettivo della BCE è di aumentare tramite le TLTRO e gli acquisti di OG e ABS il proprio bilancio di circa mille miliardi.

### Possibili effetti dell'acquisto di OG e ABS

Gli obiettivi degli acquisti di OG e ABS sono quattro: garantire più fondi all'economia reale; diversificare, geograficamente e in termini di liquidità, l'esposizione al rischio; trasferire il rischio, diminuendone la sua entità; trasformare prestiti illiquidi in attività liquide (Bassanini e Reviglio, 2014; BOE e BCE, 2014).

Gli effetti delle operazioni CBPP 1 e CBPP 2 sono stati limitati. Gli acquisti della prima fase sono stati in grado di rianimare il mercato delle OG, ma ciò è avvenuto a discapito delle operazioni non garantite, non attraverso l'aumento dell'offerta totale di obbligazioni. Il CBPP 1 ha fatto diminuire i rendimenti delle OG di 12 punti: il calo si è concentrato all'atto dell'annuncio degli acquisti, mentre l'attuazione non ha portato effetti benefici. Tale effetto positivo non è stato però duraturo, in quanto la successiva crisi del debito sovrano ha del tutto compensato tale miglioramento (Kilponen et al., 2012; Beirne et al., 2011).

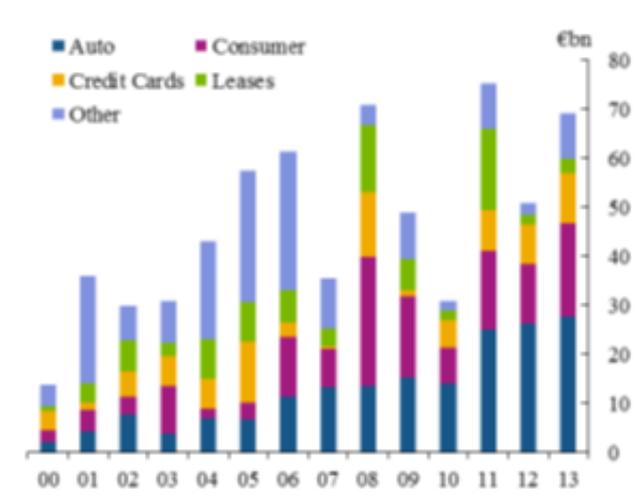
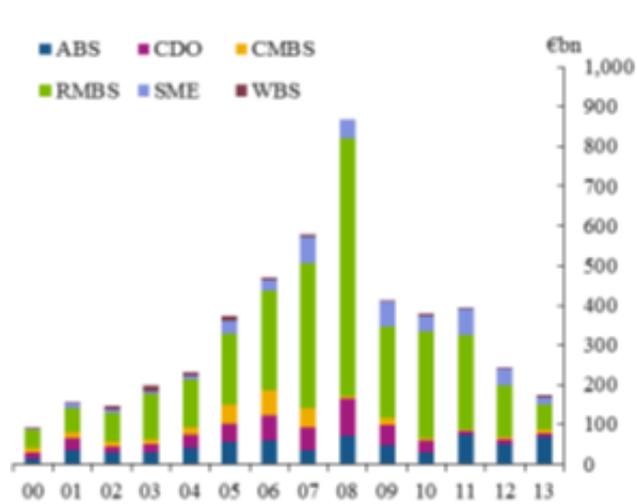
Come detto, la decisione di acquistare ABS ha rappresentato una novità da parte della BCE. Essa non è però un *unicum* nel panorama internazionale: all'inizio del secolo, infatti, già la Banca centrale giapponese (BoJ) aveva preso la stessa decisione, al fine di rilanciare l'economia nazionale. Molte le similitudini tra la situazione nipponica e quella attuale dell'eurozona: la fragilità del sistema finanziario, la mancanza delle necessarie riforme come "spiegazione" della crisi; una crescita del PIL e dell'inflazione inferiore o pari allo zero; la decisione di acquisire ABS presa dopo che i tassi di interesse avevano già raggiunto lo 'zero lower bound'. Il progetto giapponese ha avuto corso dal 2003 al 2006 e l'importo totale di acquisti ha raggiunto i mille miliardi di yen. La politica della BoJ si è dimostrata efficace nel favorire l'accesso al credito alle piccole e medie imprese, contribuendo al calo del numero di aziende in bancarotta da quasi 20.000 nei primi anni del secolo a meno di 15.000 a partire dal 2005; al tempo stesso, gli effetti su prezzi dei titoli azionari e tassi di interesse e di cambio sono stati concreti ma sono scomparsi nel lungo periodo (Kurihara, 2014).

La scelta della BCE di acquistare ABS e OG potrà avere effetti positivi, ma di portata limitata. I motivi che spiegano i dubbi sono molteplici.

Il mercato di ABS all'interno del quale la BCE si propone di agire a partire da dicembre è di dimensioni troppo ridotte: dopo il

picco di emissioni di 1.200 miliardi di dollari nel 2008 (circa 900 miliardi di euro), le nuove emissioni di ABS sono crollate. Lo stock di cartolarizzazioni oggi esistente in Europa è di poco inferiore a 1.500 miliardi di euro, di cui 690 miliardi di ABS; negli USA le cartolarizzazioni in circolazione ammontano a 10.000 miliardi di dollari, cinque volte l'ammontare europeo. Nei paesi in cui il mercato degli ABS è maggiormente sviluppato, tra cui Germania, Italia, Olanda, il calo dal 2008 è stato tra il 73% e l'80%, mentre nei paesi più piccoli l'emissione di ABS si è quasi azzerata (con diminuzioni sino al 95%) (grafici 1 e 2) (Altomonte e Bussoli, 2014; BOE e BCE, 2014; Constâncio, 2014).

Grafico 1 Grafico 2



Fonte: BOE e BCE 2014

Il mercato delle cartolarizzazioni ha un potenziale che viene stimato tra i 3000 e i 4000 miliardi (Altomonte e Bussoli, 2014). Sarebbe stato dunque preferibile agire prima al fine di permettere alle emissioni di ABS di tornare a livelli soddisfacenti, ma il protrarsi della crisi e l'opposizione di una parte del Consiglio della BCE, che ha votato contro l'acquisto di questi titoli, hanno reso impossibile prendere decisioni in tal senso.

I limiti nella regolamentazione rappresentano un ulteriore ostacolo. La rivitalizzazione del mercato auspicata dalla BCE non potrà aver luogo senza una adeguata armonizzazione normativa; essa presuppone però il coinvolgimento di diverse istituzioni internazionali (Comitato di Basilea, Financial Stability Board,

Commissione Europea), nonché dei governi nazionali europei, che dovrebbero rendere compatibili normative come le leggi sul default e i criteri per concedere prestiti, che ora differiscono da paese a paese. È evidente come questi processi richiedano tempi lunghi, incompatibili con l'attuale urgenza economica (Altomonte e Bussoli, 2014; BOE e BCE, 2014).

Le nuove regole sull'idoneità di OG e ABS hanno aumentato la quantità di titoli acquistabili sul mercato secondario: si stimano 1.000 miliardi di titoli potenzialmente oggetto di acquisti, di cui 600 miliardi di OG (su 1200 esistenti) e 400 di ABS (su un totale di 690) (Constâncio, 2014). Sebbene vi sia la volontà di limitare gli acquisti al fine di non alterare il funzionamento del mercato, la possibilità di acquistare il 70% di tutte le emissioni sul primario e sul secondario presenta un importante rischio di distorsione del mercato stesso, con un crollo dei prezzi e una fornitura di fondi alle banche, principali emettitrici di ABS, slegata dall'obbligo di prestare soldi a imprese e famiglie, in contraddizione con le TLTROs.

### Bibliografia

Altomonte, Carlo, Patrizia Bussoli. Asset-backed securities: the key to unlocking Europe's credit markets? Bruegel Policy Contribution, issue 07 (luglio), 2014.

Bassanini, Franco, Edoardo Reviglio. Long-term investment in Europe. The origin of the subject and future prospects. Astrid rassegna n.11 . 2014.

BCE. *Decisioni assunte dal Consiglio direttivo della BCE (in aggiunta a quelle che fissano i tassi di interesse)*. Comunicato stampa. 2014b.

BCE. DECISION OF THE EUROPEAN CENTRAL BANK of 2 July 2009 on the implementation of the covered bond purchase programme (ECB/2009/16). Official Journal of the European Union. 2009.

BCE. *DECISION OF THE EUROPEAN CENTRAL BANK of 3 November 2011 on the implementation of the second covered bond purchase programme (ECB/2011/17)*. Official Journal of the European Union. 2011.

BCE. ECB announces details of its new covered bond purchase programme (CBPP3). Annex to press release. 2014a.

BCE. ECB announces details of the asset-backed securities purchase programme (ABSPP). Annex to press release. 2014c.

BCE. The ECB's response to the financial crisis. Monthly Bulletin, October. 2010.

Beirne, John, Lars Dalitz, Jacob Ejsing, Magdalena Grothe, Simone Manganelli, Fernando Monar, Benjamin Sahel, Matjaž Sušec, Jens Tapking, Tana Vong. *The eurosystem's covered bond purchase programme on the primary and secondary markets*. European Central Bank. Occasional Paper Series, n. 22. 2011.

BOE e BCE. The case for a better functioning securitization market in the European Union. Discussion Paper. 2014.

Claeys, Grégory, Silvia, Merler, Zsolt Darvas, Guntram B. Wolff. Addressing weak inflation: the ECB's shopping list - it was a mistake that the ECB did not act earlier. Bruegel. 2014.

Constâncio, Victor. A new phase of the ECB's monetary policy.

Banca Centrale Europea. Comunicato stampa. 2014

Kilponen, Juha, Helinä Laakkonen, Jouko Vilmunen. Sovereign risk, European crisis resolution policies and bond yields. Bank of Finland Research. Discussion paper n. 22. 2012.

Kurihara, Yutaka. *Has the Bank of Japan's ABS Purchases Effectively Influenced Financial Markets?* Economics world, vol. 2, n. 3, marzo. 2014.

[1] Per i dati aggiornati, fare riferimento al seguente link: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/liq/html/index.en.html#portfolios>

---

## Commissione Europea: regolamento sui requisiti di capitale

07/11/2014 23:20

La Commissione ha pubblicato il regolamento delegato 1187 riguardante le RTS per determinare l'esposizione complessiva verso un cliente o un gruppo di clienti nei casi di operazioni con attività sottostanti. Il presente regolamento entra in vigore il 27 novembre 2014.

Regolamento 1187/2014

---

## EBA: consultazione sulla valutazione nel recupero e risoluzione

07/11/2014 18:37

L'Autorità bancaria europea (EBA) ha lanciato oggi una consultazione sul progetto di norme tecniche di regolamentazione (RTS) in materia di valutazione nel recupero e risoluzione. La consultazione si chiuderà il 6 febbraio 2015.

Comunicato stampa Paper per la consultazione

---

## EBA: consultazione per la standardizzazione della terminologia delle commissioni

07/11/2014 18:33

E' stata aperta una consultazione per la standardizzazione terminologica delle commissioni esistenti nei conti di pagamento dei consumatori all'interno dell'Unione Europea. Il termine ultimo per l'invio di commenti è il 9 gennaio 2015.

Comunicato stampa Paper per la consultazione

---

# EBA: consultazione sul riconoscimento contrattuale del bail-in

07/11/2014 18:26

L'EBA ha aperto una consultazione su una bozza di RTS avente l'obiettivo di favorire l'applicazione dei poteri di annotazione e conversione di passività soggette al diritto di un paese terzo. La direttiva BRRD prevede che il creditore riconosca tale opportunità, nonché la possibilità di una riduzione del credito dovuto in conseguenza di ciò. Il termine ultimo per l'invio di commenti è il 5 febbraio 2015.

Comunicato stampa Paper per la consultazione

---

## Publicato report sulla riforma dei derivati OTC

07/11/2014 18:06

Il FSB ha pubblicato oggi l'ottavo report sull'avanzamento delle riforme del mercato dei derivati OTC. Entro il 7 dicembre, si potranno inviare commenti.

Comunicato stampa Report

---

## Banca d'Italia: riviste le disposizioni di vigilanza per le banche

06/11/2014 17:34

A seguito dell'avvio del Meccanismo Unico di Vigilanza da parte della BCE, la Banca d'Italia ha modificato alcune parti della Circolare n. 285 del 17 dicembre 2013, contenente 'Disposizioni di vigilanza per le banche'.

Documento ufficiale

---

## FSB: aggiornata lista banche di importanza sistemica

06/11/2014 17:30

E' stata aggiornata la lista per il 2014 delle banche di importanza sistemica: con l'aggiunta della Agricultural Bank of China, tali banche sono aumentate da 29 a 30.

Comunicato stampa

---

Direttore: Emilio Barucci.  
Redattori: Roberto Baviera, Michele Bonollo,  
Concetta Brescia Morra, Stefano Corsaro,  
Daniele Marazzina, Giulia Mele, Carlo Milani,  
Roberto Ottolini, Giulia Simonetti, Enrico Ubaldi, Giulia Zanchi,

---

Le opinioni riportate negli articoli e nei documenti del sito [www.finriskalert.it](http://www.finriskalert.it) sono espresse a titolo personale dagli autori e non coinvolgono in alcun modo l'ente di appartenenza. Gli articoli e documenti pubblicati nel sito e nella newsletter FinRiskAlert hanno l'esclusiva finalità di diffondere i risultati di studi e ricerche a carattere scientifico. Essi non rappresentano in alcun modo informazioni o consulenza per investimenti, attività riservata, ai sensi delle leggi vigenti, a soggetti autorizzati.

---