

III. Il settore finanziario: adeguamento post-crisi e criticità

Le riforme di Basilea 3 sono state ultimate, completando una parte essenziale del riassetto regolamentare avviato all'indomani della Grande Crisi Finanziaria (GCF). Alla luce del favorevole scenario economico di breve termine (Capitolo I) e delle condizioni finanziarie tuttora accomodanti nonostante il graduale inasprimento delle politiche monetarie (Capitolo II), per la maggior parte delle banche il ventaglio di opportunità per ultimare l'adeguamento al contesto post-crisi è ancora ampio. Sono già stati compiuti progressi significativi e la maggioranza delle banche è già conforme ai più stringenti requisiti patrimoniali e ai nuovi standard di liquidità. Tuttavia, le valutazioni azionarie molto ridotte indicano che gli sforzi delle banche per cogliere appieno i benefici delle riforme e assicurare una redditività sostenibile non sono ancora completi. Al contempo, gli intermediari non bancari hanno guadagnato terreno, a indicazione di importanti tendenze strutturali nei mercati finanziari che possono incidere sulle dinamiche di mercato, specie in situazioni di stress. Ciò rende necessaria un'attuazione rapida e coerente di tutti gli standard di Basilea 3, unitamente a una stringente regolamentazione e supervisione sia delle banche che degli operatori non bancari, al fine di premunirsi contro i rischi che possono essersi accumulati in questi ultimi anni di tassi di interesse eccezionalmente bassi e di volatilità molto contenuta.

Il presente capitolo inizia illustrando la logica e i principali elementi delle riforme di Basilea 3, incluso il pacchetto finale concordato nel dicembre 2017. Viene quindi discussa l'attuazione di Basilea 3 e l'adeguamento delle banche al contesto post-crisi, con particolare enfasi sulle aree che richiedono attenzione. L'ultima sezione esamina l'evoluzione delle interazioni tra intermediari bancari e non bancari e il suo impatto sulle dinamiche di mercato in situazioni di stress.

Basilea 3: elementi chiave dello schema di riforma

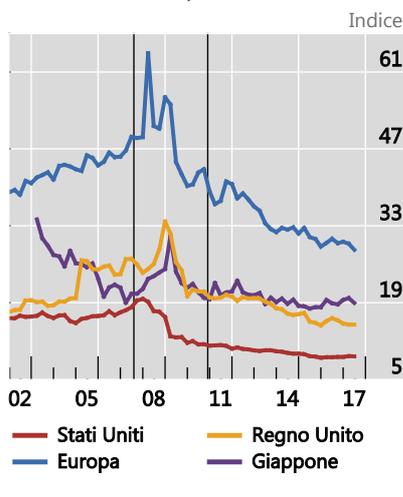
La GCF ha messo in luce le vulnerabilità del sistema bancario internazionale. Le grandi banche si sono trovate ad affrontare la crisi con livelli eccessivi e mal misurati di leva finanziaria e fonti di finanziamento prive della necessaria stabilità. Le perdite legate alla crisi si sono accumulate rapidamente, propagandosi ai vari mercati e paesi, e obbligando il settore pubblico a intervenire. Quelle che inizialmente erano difficoltà circoscritte ai mercati dei mutui subprime statunitensi si sono trasformate in una vera e propria crisi finanziaria (grafico III.1).

A dieci anni di distanza, le riforme post-crisi dell'assetto normativo previsto per le banche con operatività internazionale – che vanno sotto il nome di Basilea 3 – sono state ultimate¹. Nell'affrontare le debolezze dello schema precedente, le riforme hanno adottato un approccio in due fasi (tabella III.1). La fase 1, iniziata nel 2010, è stata principalmente incentrata sull'incremento delle dimensioni e della qualità delle riserve patrimoniali delle banche, nonché sul rafforzamento dei coefficienti patrimoniali ponderati per il rischio (risk-weighted capital requirements, RWR) attraverso nuovi vincoli in materia di capitale e liquidità. La fase 2 si è focalizzata sulla comparabilità e sull'affidabilità delle parti dello schema di RWR basate sui modelli interni, che consentono alle banche di calcolare le proprie ponderazioni del rischio.

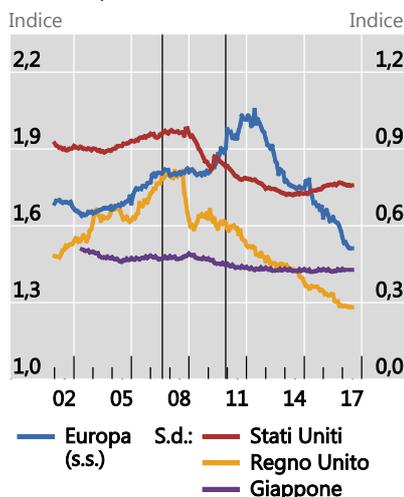
Le prassi di assunzione del rischio non sostenibile hanno comportato imponenti rettifiche post-crisi per le banche

Grafico III.1

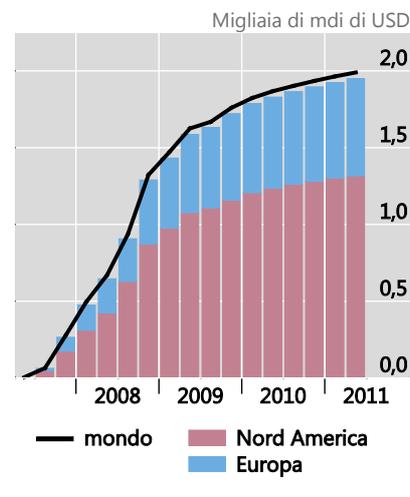
L'aumento della leva si traduce in una contrazione post-crisi¹



Le banche tornano a privilegiare una raccolta più stabile²



Rapido accumulo delle perdite legate alla crisi³



Le linee verticali nei diagrammi di sinistra e centrale indicano agosto 2007 (turbolenza del mercato interbancario nelle prime fasi della Grande Crisi Finanziaria) e dicembre 2010 (inizio della fase 1 delle riforme di Basilea 3).

¹ Totale dell'attivo diviso per il patrimonio netto totale; medie ponderate per le attività. Sulla base di un campione di grandi banche con operatività internazionale. ² Prestiti concessi dalle banche al settore privato divisi per i depositi della clientela; medie ponderate per i depositi. ³ Perdite cumulate delle banche e svalutazioni dal secondo trimestre 2007 al secondo trimestre 2011 (serie interrotta nel secondo trimestre 2011).

Fonti: FMI, *International Financial Statistics*; Bloomberg; S&P Capital IQ; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

La maggior parte degli elementi di Basilea 3 sarà attuata integralmente a decorrere dal 2022. Altre riforme, come quelle relative ai requisiti minimi di capacità totale di assorbimento delle perdite per le banche di rilevanza sistemica globale (G-SIB), al rafforzamento dei regimi di risoluzione delle banche e alla compensazione accentrata di tutti i contratti derivati standardizzati, vengono attuate in parallelo².

Fase 1 delle riforme: accrescere il capitale bancario e le riserve di liquidità

Una delle principali preoccupazioni delle riforme della fase 1 di Basilea 3 è stata l'insufficienza di riserve patrimoniali in grado di assorbire le perdite (grafico III.1, diagramma di sinistra). Gli standard di Basilea 1 avevano stabilito requisiti patrimoniali minimi tramite coefficienti che ponderavano le attività in base alla loro rischiosità, le cosiddette attività ponderate per il rischio (risk-weighted assets, RWA): quanto più alta era la rischiosità misurata, tanto maggiore era la ponderazione. Successivamente, con Basilea 2, al fine di migliorare questa sensibilità al rischio, alle banche è stata concessa la facoltà, soggetta ad approvazione dell'organo di vigilanza, di fissare esse stesse le ponderazioni per il rischio tramite dei modelli di rischio interni, come il metodo basato sui rating interni (IRB) per il rischio di credito. In alternativa, potevano applicare le più semplici ponderazioni per il rischio fissate dalle autorità, nell'ambito dei cosiddetti metodi standardizzati.

In risposta alla crisi, le riforme della fase 1 hanno significativamente inasprito la definizione e la qualità del patrimonio bancario nonché i coefficienti patrimoniali minimi richiesti. Le banche dovevano infatti soddisfare un requisito minimo del 4,5% delle attività ponderate per il rischio, tramite una più stringente definizione di capitale, il Common Equity Tier 1 (CET1), nonché un coefficiente patrimoniale Tier 1 del 6%. Dovevano altresì mantenere un buffer di conservazione del capitale CET1 aggiuntivo del 2,5%. Ne è risultato un coefficiente minimo del 7-8,5% a fronte del 4% richiesto da Basilea 2, che per di più si basava su una definizione di capitale molto meno stringente, comprendente vari strumenti dotati di una limitata capacità di assorbimento delle perdite³. Inoltre, il computo delle RWA è stato ampliato nell'ambito di nuovi sistemi di calcolo delle cartolarizzazioni e delle posizioni nel portafoglio di negoziazione (tabella III.1).

Questi coefficienti patrimoniali ponderati per il rischio rafforzati sono stati integrati da quattro nuovi requisiti a copertura dei rischi che gli standard pre-crisi non consideravano adeguatamente. L'assetto basato su una "pluralità di indicatori" che ne è derivato intende accrescere la solidità dello schema tramite una protezione più esplicita dalle incertezze intrinseche nella gestione e nella misurazione del rischio⁴. In primo luogo, un semplice indice di leva finanziaria minimo intende contenere un eccessivo aumento della leva nel settore bancario, integrando gli RWR e fornendo una parziale protezione dal rischio del modello, sia nell'ambito del metodo

Disposizioni transitorie di Basilea 3: principali standard¹

Tabella III.1

Standard	Adozione anno	Requisito	Introduzione progressiva dall'anno	Anno della piena applicazione
Fase 1: Capitale e liquidità				
Definizione di capitale	2010	CET1; deduzioni	2013	2022
Coefficiente CET1 minimo	2010	4,5%	2013	2015
Buffer di conservazione del capitale	2010	2,5%	2016	2019
Buffer anticiclico	2010	0-2,5%	2016	2019
Requisito aggiuntivo di capitale per le G-SIB	2010	0-3,5%	2016	2019
Indice di leva finanziaria	2010	3%	2015 (comunicazione)	2018
<i>Schema per le cartolarizzazioni</i>	2014	<i>Schema rivisto</i>		2018
<i>Schema per il rischio di mercato</i>	2016	<i>Schema rivisto</i>		2022
Liquidity Coverage Ratio	2010	100%	2015	2019
Net Stable Funding Ratio	2010	100%		2018
Fase 2: Contrasto della variabilità delle RWA				
Output floor	2017	72,5%	2022	2027
Revisioni dell'indice di leva/ requisiti aggiuntivi per le G-SIB	2017	Fattore di scala del 50%		2022
<i>Schema per il rischio di credito</i>	2017	<i>Schema rivisto</i>		2022
<i>Schema per il rischio operativo</i>	2017	<i>Schema rivisto</i>		2022

¹ Lo schema di Basilea individua tre pilastri: (i) requisiti patrimoniali minimi, (ii) controllo prudenziale e (iii) disciplina di mercato, basata su un'informativa standardizzata. Le riforme complementari, come i regimi di risoluzione rafforzati per le banche, vengono attuate in parallelo.

Fonti: CBVB; BRI.

standardizzato sia in quello dei modelli interni. In secondo luogo, un buffer anticiclico e i requisiti aggiuntivi di capitale per le G-SIB rappresentano una risposta alle considerazioni macroprudenziali (Capitolo IV). Infine, i due standard di liquidità (il Liquidity Coverage Ratio (LCR) e il Net Stable Funding Ratio (NSFR)) incentivano un maggiore ricorso a fonti di provvista più stabili (grafico III.1, diagramma centrale) e limitano i rischi connessi alla trasformazione delle scadenze⁵.

Fase 2 delle riforme: completare lo schema

La fase 2 delle riforme di Basilea 3, recentemente ultimata, completa lo schema focalizzandosi principalmente sul miglioramento della coerenza e della comparabilità delle attività ponderate per il rischio delle banche (tabella III.1). In passato, le discrepanze nella struttura e nella scelta dei parametri tra i modelli interni delle banche avevano dato luogo ad ampie divergenze nelle ponderazioni del rischio e nei corrispondenti requisiti patrimoniali (“variabilità delle RWA”), conferendo ampi margini alle banche per aumentare la propria leva finanziaria (grafico III.1, diagramma di sinistra). Da un punto di vista prudenziale, la variabilità delle RWA è auspicabile se riflette differenze legittime nei rischi sottostanti o nella loro misurazione⁶. Vi sono tuttavia diverse indicazioni secondo cui tale discrepanza è stata dovuta anche a fattori ingiustificati, come il cosiddetto “gaming” (ossia la scelta di ipotesi del modello volte a ridurre i rischi misurati)⁷.

Questa variabilità ingiustificata delle RWA può essere significativa. Ipotizzando un coefficiente patrimoniale di riferimento del 10%, uno studio del Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (CBVB) ha rilevato che due banche con attività identiche nel portafoglio bancario potrebbero segnalare coefficienti patrimoniali diversi fino a 4 punti percentuali (grafico III.2, diagramma di sinistra)⁸. Inoltre, in molti casi, le ponderazioni del rischio basate su modelli interni erano nettamente inferiori a quelle calcolate con il metodo standardizzato, in misura superiore al 60% per le esposizioni nei confronti di imprese (grafico III.2, diagramma centrale). Il divario osservato e lo sgravio patrimoniale sono difficili da giustificare.

La fase 2 ha cercato di affrontare questa variabilità ingiustificata delle RWA tramite una serie di misure, che integrano l'indice di leva finanziaria introdotto con le riforme della fase 1⁹. Le principali sono costituite da vincoli sulle prassi relative all'impiego dei modelli interni, note come “input e output floor”. Questi vincoli sono particolarmente importanti laddove il rischio del modello è elevato, ad esempio quando i dati sono scarsi o le tecniche di modellizzazione non sono verificate o non sono robuste (ossia per il rischio operativo e vari portafogli creditizi a basso rischio di insolvenza)¹⁰.

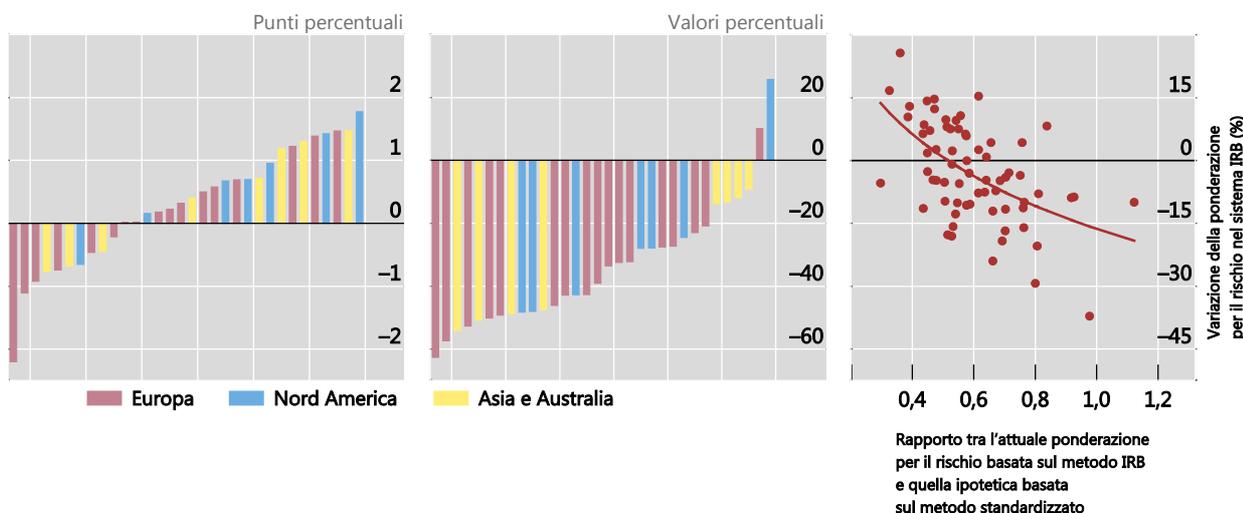
Gli input floor introducono una misura di cautela nella scelta dei parametri del modello. A tal fine impediscono l'utilizzo di modelli interni per particolari esposizioni o fissano soglie minime per i parametri del modello (come ad esempio la probabilità d'insolvenza, probability of default (PD)). Gli input floor rispondono a specifiche fonti di variabilità delle RWA in modo mirato. Tuttavia, per il modo in cui vengono concepiti, devono essere impostati su livelli bassi onde evitare di penalizzare alcune attività (ad esempio imponendo PD minime che possono risultare troppo alte per alcune esposizioni a basso rischio). Pertanto, non vincolano in modo “aggressivo” le RWA stimate per le esposizioni più rischiose.

L'output floor fornisce un livello aggiuntivo di protezione, assicurando che le RWA della banca non possano scendere sotto il 72,5% dell'ammontare di RWA che risulterebbe dall'applicazione del metodo standardizzato allo stesso portafoglio. A

L'utilizzo dei modelli interni rende meno confrontabili i coefficienti patrimoniali...¹

...e riduce le ponderazioni del rischio per le esposizioni nei confronti di imprese²

Le soglie minime di Basilea 3 allineano meglio le ponderazioni del rischio basate sui modelli interni e sul metodo standardizzato



¹ Variazione rispetto a un coefficiente patrimoniale di riferimento del 10% se le ponderazioni del rischio basate sui modelli interni delle banche fossero allineate con la ponderazione del rischio mediana comunicata da tutte le banche. Sulla base delle valutazioni del rischio di 32 grandi istituti finanziari di un identico portafoglio (ipotetico) di esposizioni sovrane, bancarie e societarie; maggiorate fino al livello complessivo delle RWA, mantenendo stabili tutte le altre componenti delle RWA. ² Differenza percentuale rispetto alle ponderazioni del rischio definite secondo il metodo standardizzato. I valori positivi (negativi) indicano ponderazioni medie del rischio calcolate con i modelli interni basate sulle stime della probabilità di insolvenza e della perdita in caso di insolvenza delle banche stesse più alte (più basse) delle ponderazioni definite secondo il metodo standardizzato per la medesima esposizione.

Fonti: CBVB, "Analysis of risk-weighted assets for credit risk in the banking book", *Regulatory Consistency Assessment Programme (RCAP)*, luglio 2013; CBVB, *Basel III monitoring report*, dicembre 2017; elaborazioni BRI.

differenza degli input floor, l'output floor può quindi fornire una certa protezione da una variabilità ingiustificata delle RWA lungo l'intera gamma del rischio. Inoltre, contrariamente all'indice di leva finanziaria, limita lo sgravio patrimoniale che le banche possono ottenere optando per i modelli interni anziché per l'approccio standard.

Alcuni dati recenti del CBVB illustrano l'effetto dei nuovi vincoli sulla variabilità delle RWA. Le ponderazioni medie del rischio tendono a cambiare soprattutto per le banche che segnalavano le ponderazioni del rischio più basse rispetto a quelle previste dal metodo standardizzato (grafico III.2, diagramma di destra). Pertanto, ipotizzando che le eventuali differenze tra i due metodi riflettano principalmente una variabilità ingiustificata delle RWA, l'output floor riduce almeno in parte il divario.

Adeguamento delle banche: il lungo cammino verso la sostenibilità

Cogliere i benefici di Basilea 3 in termini di stabilità finanziaria richiede un'attuazione tempestiva e coerente dei nuovi standard, accompagnata da una redditività bancaria sostenibile. I parametri di vigilanza indicano che le banche hanno completato la maggior parte dell'adeguamento agli standard prima del previsto. Alcuni indicatori di mercato sollevano tuttavia dei dubbi sulla misura in cui le banche hanno gestito la

transizione verso nuovi modelli di business sostenibili. Le leve azionabili per gestire questa transizione sono molteplici. Il settore pubblico può fornire sostegno aggiuntivo eliminando gli ostacoli legali o strutturali agli sforzi di adeguamento delle banche.

Attuazione e modelli di business delle banche

Gli standard di Basilea 3 vengono introdotti gradualmente su orizzonti temporali estesi per facilitare l'adeguamento delle banche (precedente tabella III.1). Attualmente, dal punto di vista legale l'attuazione si trova in uno stadio generalmente avanzato; le principali componenti della fase 1, come i nuovi coefficienti patrimoniali ponderati per il rischio e gli indici di copertura della liquidità, sono infatti operative in tutte le giurisdizioni membri del CBVB e in molte altre (grafico III.3, diagramma di sinistra). L'applicazione a livello nazionale di altri elementi, come l'indice di leva finanziaria, sta progredendo, e gran parte degli elementi aggiuntivi della fase 2 seguirà entro il 1° gennaio 2022. L'esperienza suggerisce tuttavia che il programma di attuazione concordato può essere difficile da mantenere e che i progressi possono essere lenti. Pertanto, il monitoraggio dello stato di avanzamento è importante, ad esempio tramite il Programma di valutazione della conformità delle normative (Regulatory Consistency Assessment Programme, RCAP) del CBVB.

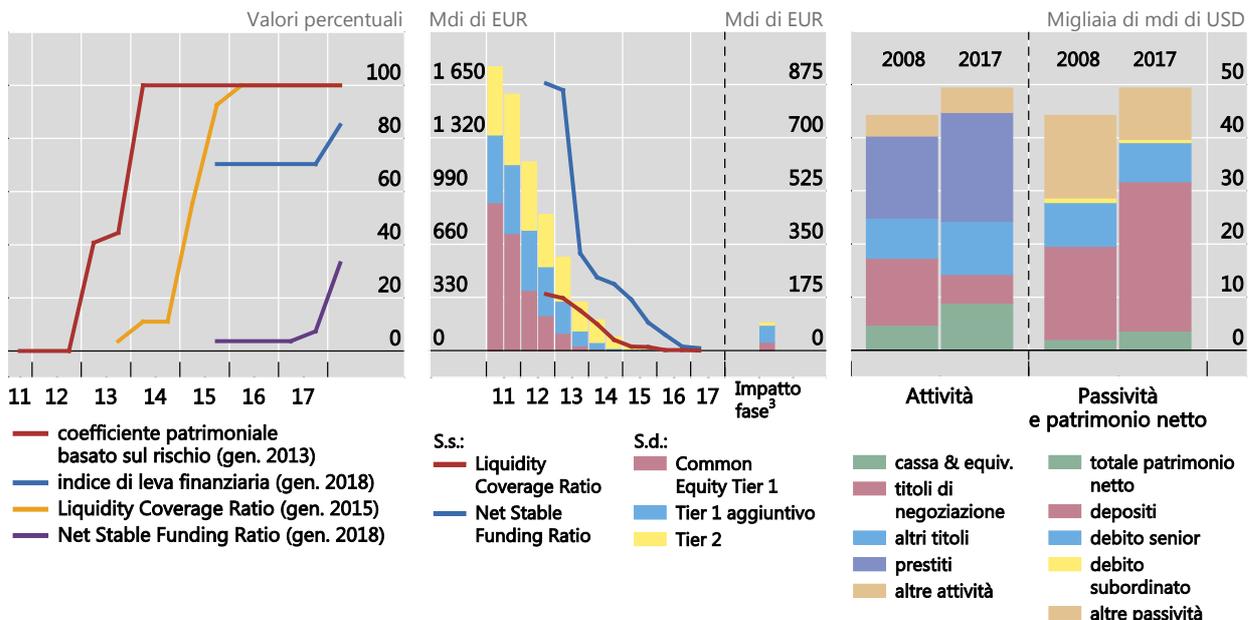
L'attuazione dei nuovi requisiti e gli adeguamenti delle banche proseguono

Grafico III.3

Continui progressi nei recepimenti nazionali di Basilea 3¹

Riduzione del deficit di capitale e di liquidità²

I bilanci delle G-SIB rispecchiano un cambiamento dei modelli di business⁴



¹ Percentuale di giurisdizioni membri del CBVB in cui sono in vigore tutti gli standard; date di recepimento concordate tra parentesi.

² L'altezza di ciascuna barra mostra l'ammancio di capitale aggregato rispetto ai requisiti previsti per ogni classe di patrimonio (ossia CET1, Tier 1 aggiuntivo e Tier 2) per le grandi banche con operatività internazionale monitorate dal CBVB (CBVB (2018)). ³ Stime basate sui dati di bilancio delle banche a fine 2015 (CBVB (2017), tabella 3). ⁴ Valori totali; sulla base di un campione di 28 G-SIB. Cassa ed equiv= cassa ed equivalenti di cassa.

Fonti: CBVB; CBVB, *Basel III monitoring report*, dicembre 2017 e marzo 2018; SNL; elaborazioni BRI.

Indipendentemente dall'applicazione a livello nazionale, la maggior parte delle banche ha già adeguato i propri bilanci ai nuovi standard prima delle scadenze previste (grafico III.3, diagramma centrale). Uno dei motivi attiene alle aspettative del mercato. I requisiti "fully loaded" (ossia a regime) sono diventati il punto di riferimento degli investitori, e le banche carenti sul piano regolamentare rischiano di subire pressioni sulle valutazioni di mercato. Un altro motivo, legato al primo, è il maggiore ricorso da parte delle autorità di vigilanza alle prove di stress e alle informative corrispondenti, che spesso includono i parametri regolamentari "fully loaded"¹¹. Pertanto, in prospettiva è presumibile che le banche effettuino gli adeguamenti in anticipo anche in relazione alle ultime revisioni della fase 2. Gli importi in questione sono modesti. Il deficit di capitale CET1 tra le grandi banche con operatività internazionale monitorate dal CBVB è stimato a €27,9 miliardi (sulla base delle informazioni di bilancio a fine 2015), il che rappresenta meno dell'1% del capitale CET1 combinato di questi istituti. E questo dato sovrastima probabilmente il deficit effettivo, in quanto non tiene conto degli adeguamenti apportati dalle banche ai modelli di business o ai portafogli in risposta alle disposizioni regolamentari.

Di fatto, l'impatto delle riforme è già evidente. Le tendenze nei bilanci aggregati delle G-SIB, ad esempio, sono decisamente in linea con gli obiettivi della riforma (grafico III.3, diagramma di destra): maggiore quantità e qualità del capitale, minore dipendenza dalla raccolta all'ingrosso a breve termine, maggiori riserve di attività liquide di elevata qualità (high-quality liquid asset, HQLA) e un allontanamento da linee di business quali la negoziazione in conto proprio, evidente dalla dismissione delle attività di trading. Ciò rispecchia un più ampio spostamento verso modelli di business maggiormente orientati alla clientela al dettaglio, con fonti di raccolta e di reddito relativamente stabili¹².

Solidità del sistema bancario: i passi successivi

Ora che l'adeguamento dei bilanci bancari ai nuovi standard regolamentari è perlopiù completato, un importante interrogativo riguarda la misura in cui l'inasprimento della regolamentazione si traduce in una maggiore solidità del sistema bancario, ossia l'obiettivo finale di Basilea 3.

Un modo per misurare i progressi è valutare l'impatto delle variazioni dei diversi parametri di capitalizzazione sugli indicatori di situazioni critiche (distress) nel settore bancario¹³. Ad esempio, semplici regressioni logistiche, effettuate su dati comprendenti 77 banche, forniscono stime della capacità predittiva marginale combinata di due parametri chiave di Basilea 3 (patrimonio Tier 1/RWA e indice di leva finanziaria) a fronte di un declassamento del rating creditizio al livello "distress" (grafico III.4, diagramma di sinistra). Con le riserve del caso, quest'analisi suggerisce che per una banca la probabilità di trovarsi in difficoltà entro un periodo di due anni diminuisce con il coefficiente Tier 1 (vale a dire che si sposta lungo l'asse delle ascisse). Un ulteriore aspetto importante è che per un dato coefficiente Tier 1, requisiti maggiori relativi all'indice di leva finanziaria tendono a ridurre ulteriormente la probabilità di distress (ad es. spostamenti dalla linea gialla alla linea rossa). Ciò evidenzia la complementarità dei due coefficienti e supporta l'assetto dello schema basato su una pluralità di indicatori (si veda sopra).

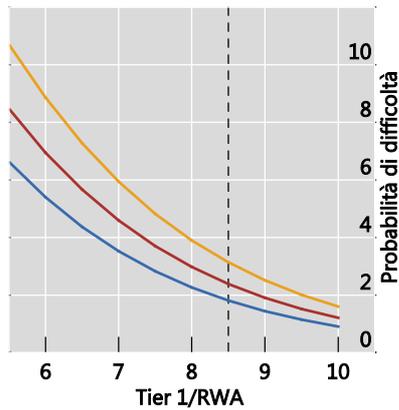
A livello aggregato, l'aumento del capitale e della solidità è stato ottenuto con scarsi segnali di un impatto avverso sui prestiti bancari¹⁴. I prestiti bancari al settore privato non finanziario come percentuale del PIL sono rimasti stabili in numerose giurisdizioni, su livelli pari o superiori alle medie pre-crisi¹⁵. Ciò detto, vi sono almeno

Indicatori regolamentari e di mercato: solidità rafforzata, ma di quanto?

Valori percentuali

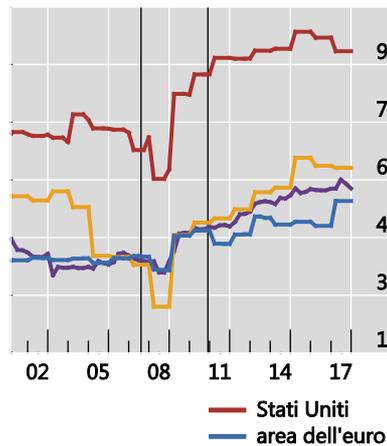
Grafico III.4

Gli RWR e l'LR si rafforzano vicendevolmente¹

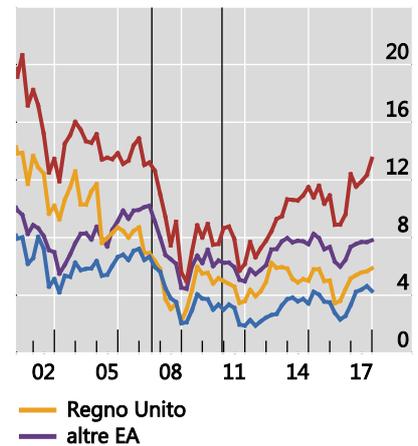


Indice di leva finanziaria (%): — 1 — 3 — 5

Aumentano gli LR regolamentari²



Gli LR di mercato sono in ritardo²



La linea verticale tratteggiata nel diagramma di sinistra indica il requisito patrimoniale minimo dell'8,5% per il Tier 1/RWA. Le linee verticali nei diagrammi centrale e di destra indicano agosto 2007 (turbolenza del mercato interbancario nelle prime fasi della Grande Crisi Finanziaria) e dicembre 2010 (l'inizio della fase 1 delle riforme di Basilea 3).

¹ Probabilità stimata di distress entro due anni per un dato livello di patrimonio Tier 1 ponderato per il rischio (asse delle ascisse) in corrispondenza di tre diversi indici di leva (LR). Stime basate sulla regressione logistica di un segnale di distress indicante la discesa del rating di una banca al di sotto del livello D nell'arco dei due anni successivi in base alle variabili indicate in ciascun diagramma, a una variabile di controllo per il totale dell'attivo e ad una variabile dummy per evidenziare le osservazioni nel periodo post-2007. Il campione è un panel non bilanciato di osservazioni annuali per 77 banche nel periodo 1995-2013. L'asse delle ordinate misura la probabilità stimata di distress per valori differenti della variabile esplicativa. ² Medie ponderate per le attività degli LR regolamentari semplificati, basate sul rapporto tra common equity e totale dell'attivo (diagramma centrale) e LR basati sui valori di mercato (diagramma di destra) per Paese; basate su 73 banche e non rettificata per tener conto delle differenze contabili nazionali.

Fonti: I. Fender e U. Lewrick, "La calibrazione dell'indice di leva finanziaria", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre 2015 (versione integrale disponibile soltanto in inglese), Bankscope; Datastream; Moody's; dati nazionali; elaborazioni BRI.

due aree in cui sono necessari maggiori interventi per rafforzare ulteriormente la tenuta del sistema.

La prima area riguarda il legame tra la tenuta del sistema e le segnalazioni di vigilanza obbligatorie, che può accentuare il rischio di arbitraggio regolamentare. Un esempio di ciò riguarda il cosiddetto "window-dressing" delle banche in corrispondenza delle date per le segnalazioni di vigilanza. L'incentivo sorge in parte a causa delle differenze nel modo in cui le autorità recepiscono il requisito relativo all'indice di leva finanziaria nelle varie giurisdizioni. Alcune, ad esempio quelle degli Stati Uniti, richiedono che l'indice sia calcolato sulla base di medie periodiche, mentre altre, come quelle dell'area euro, si basano sui valori di fine trimestre.

Vi sono riscontri del fatto che le banche non soggette all'obbligo di calcolare la media di periodo riducono significativamente i loro bilanci a fine trimestre rispetto a quelle soggette a tale requisito (riquadro III.A). Ciò può influenzare il funzionamento del mercato e l'attuazione della politica monetaria, ad esempio ostacolando l'accesso di quegli operatori di mercato che hanno bisogno di effettuare transazioni a fine trimestre. Riduce inoltre l'utilità prudenziale dell'indice di leva finanziaria, un requisito che potrebbe finire per essere soddisfatto solo quattro volte all'anno.

Le autorità di vigilanza possono contribuire a ridurre o evitare effetti di questo tipo in diversi modi. Tra le possibili opzioni vi sono l'allineamento dei recepimenti

nazionali sulla base delle medie del periodo, il rafforzamento delle risposte di vigilanza e la richiesta alle banche di comunicare entrambi gli indicatori per ottimizzare la disciplina di mercato.

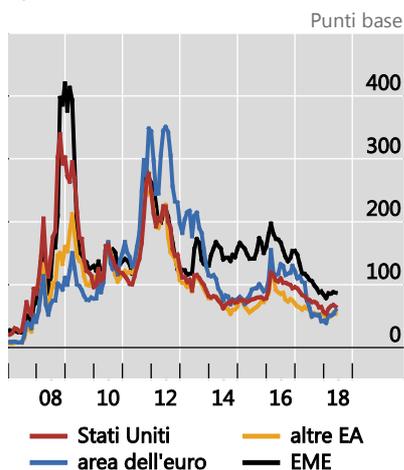
La seconda area riguarda le prospettive della redditività bancaria. La redditività bancaria è essenziale per la tenuta del sistema, in quanto incide sulla rapidità con cui le banche possono riprendersi dalle perdite. Nonostante i progressi compiuti in termini di bilancio e di adeguamento dei modelli di business, le valutazioni di mercato di numerose banche indicano un continuo scetticismo degli investitori circa le prospettive per la redditività. I rapporti prezzo/valore contabile (price-to-book, P/BV) si sono aggirati su un livello pari a due volte il valore contabile prima della GCF, un valore chiaramente incompatibile con i rischi messi in luce dalla GCF (si veda la discussione regolamentare di cui sopra). Successivamente, sono crollati su valori inferiori a uno nel periodo 2008-09 per risalire solo recentemente, rimanendo comunque generalmente inferiori ai livelli pre-crisi, specie per le banche europee.

Pertanto, una volta corrette per i bassi livelli dei rapporti P/BV, le convenzionali misure della tenuta del sistema sembrano meno solide¹⁶. Un esempio è dato dagli indici di leva basati sul mercato, che sono migliorati di meno rispetto agli equivalenti basati sul valore contabile (si confrontino i diagrammi di destra e centrale, grafico III.4). Gli spread dei credit default swap (CDS) bancari e i rating creditizi stand-alone (che cercano di estrapolare il sostegno pubblico, evidentemente venuto meno) tratteggiano un quadro analogo (grafico III.5, diagrammi di sinistra e centrale)¹⁷. Anche se i livelli pre-crisi non sono probabilmente un riferimento adeguato, ciò suggerisce che la minore redditività bancaria ha almeno in parte controbilanciato l'effetto stabilizzante della ridotta leva finanziaria e della minore trasformazione delle scadenze. Al contempo, vi sono segnali che le banche potrebbero essere divenute meno sensibili a shock di raccolta avversi. Un esempio è l'impennata degli spread Libor-OIS agli inizi del 2018, che ha fatto salire i costi di raccolta delle banche, mentre i CDS bancari sono rimasti sostanzialmente immuni (riquadro III.B e grafico III.5, diagramma di sinistra).

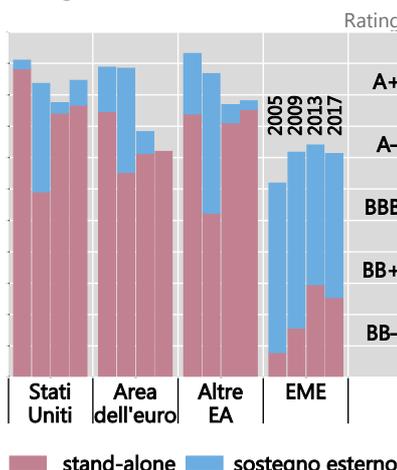
Le banche potrebbero cercare di incrementare la redditività e le valutazioni con modalità collaudate, come ad esempio la riduzione dei costi e il risanamento dei bilanci tramite l'eliminazione dei prestiti in sofferenza. Le valutazioni bancarie non sono generalmente disallineate da quanto prevedono dei semplici modelli di valutazione che attribuiscono importanza a quelle variabili (riquadro III.C). Vi sono inoltre riscontri dell'incidenza positiva di una maggiore base patrimoniale. Anche se il calo della leva finanziaria riduce automaticamente il return-on-equity (RoE) delle banche, gli istituti meglio capitalizzati tendono a presentare un RoE simile o persino più elevato di quelli con una leva finanziaria più alta (grafico III.5, diagramma di destra)¹⁸.

In prospettiva, una delle maggiori sfide riguarda il fatto che questi aggiustamenti devono aver luogo in una fase di rapidi cambiamenti tecnologici nel settore finanziario (nelle varie forme che assumono le innovazioni "fintech"). Da una parte, molte di queste innovazioni consentono alle banche di sfruttare meglio le economie di scala e, in definitiva, di ridurre i costi. Un esempio è l'impiego della tecnologia "distributed ledger" per migliorare le funzioni di back office (Capitolo V). Dall'altra parte, le aspettative dei clienti stanno cambiando, e con loro sta cambiando anche la natura dei concorrenti delle banche. I clienti, in particolare quelli retail, richiedono sempre di più un'"esperienza cliente totale". Sebbene ciò possa contribuire a segmentare la clientela e favorisca discriminazioni sul fronte dei prezzi, il corrispondente spostamento verso piattaforme internet "multifunzione" determina

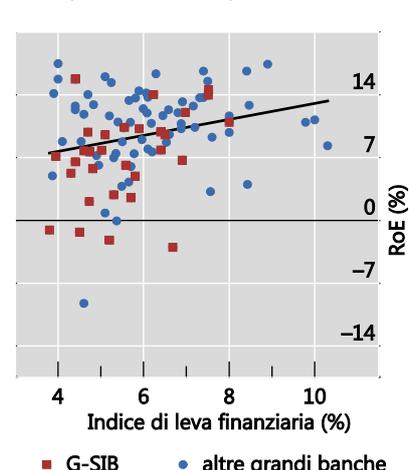
Spread dei CDS^{1, 2}



Rating creditizi^{1, 3}



Leva più bassa; RoE più alto?⁴



¹ Medie ponderate in base all'attivo. Sulla base di un campione di circa 50 grandi banche. ² Spread della serie più recente di CDS a cinque anni; medie mensili di dati giornalieri. ³ Basati sui rating di Fitch; dati di fine anno. ⁴ Sulla base di un campione di circa 100 grandi banche. Indice di leva finanziaria e RoE a fine 2017.

Fonti: Fitch Solutions; IHS Markit; SNL; elaborazioni BRI.

l'ingresso di nuovi concorrenti. In quest'ambito, i grandi operatori del "big tech", società tecnologiche dominanti del settore delle vendite online o della messaggistica, incombono minacciosi. Hanno già le necessarie infrastrutture informatiche, le competenze analitiche, le risorse finanziarie e una clientela fidelizzata per erodere la quota di mercato delle banche¹⁹.

Ulteriori iniziative del settore pubblico potrebbero fungere da catalizzatore per i necessari adeguamenti da parte delle banche. Tra queste figurano gli sforzi per rafforzare le politiche di accantonamento delle banche (ad esempio tramite analisi della qualità degli attivi) e per affrontare gli ostacoli alla riduzione della capacità inutilizzata e al consolidamento del settore bancario²⁰. L'arrivo di concorrenti del settore big tech, a sua volta, potrebbe richiedere una collaborazione tra le autorità di vigilanza di diversi ambiti (agenzie di protezione dei dati, autorità per la concorrenza ecc.) e di giurisdizioni diverse per preservare condizioni di parità concorrenziale ("stesso rischio, stessa regolamentazione"), senza vincolare indebitamente l'innovazione tecnologica²¹. Un esempio al riguardo è l'allineamento dei vincoli sull'accumulo, l'utilizzo e la condivisione dei dati dei clienti per le banche e i soggetti non bancari. Il contesto macroeconomico favorevole (Capitolo I), l'aumento dei differenziali a termine e i minori problemi legati ai "legacy asset" (ad esempio i costi per controversie legate alla crisi) rappresentano ulteriori fattori di sostegno. La solidità delle banche che non sono in grado di cogliere quest'opportunità potrebbe essere messa alla prova prima che il loro adeguamento al contesto post-crisi sia del tutto completato (si veda anche l'analisi sul rischio di snapback qui di seguito).

Interazioni tra banche e operatori non bancari: nuove criticità?

L'adeguamento in corso dei modelli di business delle banche solleva una serie di interrogativi. Uno di essi riguarda l'impatto a livello di sistema dell'aumento della quota di intermediari non bancari nei mercati finanziari. La loro interazione con le banche e altri segmenti del sistema finanziario sta modificando le dinamiche dei mercati in reazione agli shock. Un esempio di rilievo riguarda il processo di normalizzazione delle politiche monetarie nelle principali economie avanzate e la possibilità che gli aumenti dei tassi di interesse a più lungo termine, inclusa un'eventuale e rapida inversione di tendenza (Capitolo I), si propaghino attraverso il sistema finanziario.

Asset manager istituzionali: maggiore presenza, dinamiche in evoluzione

Gli asset manager istituzionali non bancari, che vanno dalle società di gestione degli investimenti ai fondi pensione e agli assicuratori, hanno registrato una crescita sostenuta nell'ultimo decennio. Le loro attività totali sono stimate nell'ordine di \$160 migliaia di miliardi e superano quelle delle banche a livello mondiale²². Diversi fattori hanno contribuito a questa crescita. Tra di essi vi è la crescente domanda di investimenti a lungo termine, ad esempio da parte dei fondi pensione, e la ricerca di rendimento in un contesto di tassi di interesse eccezionalmente bassi, che ha alimentato l'espansione dei fondi comuni aperti e degli exchange-traded fund (ETF).

Gli ultimi anni di tassi di interesse eccezionalmente bassi hanno dato luogo a una molteplicità di sfide per gli asset manager istituzionali che sono grandi investitori obbligazionari²³. Queste società hanno inizialmente beneficiato del calo dei tassi di interesse, che ha generato guadagni valutativi sulle loro posizioni in obbligazioni. Tuttavia, i tassi di interesse persistentemente bassi e i premi a termine compressi hanno ridotto i rendimenti dei nuovi investimenti, facendo scendere le performance future. I fondi pensione e le compagnie assicurative hanno subito pressioni aggiuntive a causa dell'aumento del valore mark-to-market delle loro passività a lungo termine. Ciò ha creato significativi incentivi per gli asset manager istituzionali ad allungare la duration dei loro portafogli o a investire in attività più rischiose, un trend che trova riscontro nei dati disponibili (grafico III.6, diagrammi di sinistra e centrale). Nel complesso, questi fattori suggeriscono che la sensibilità ad inversioni dei tassi di interesse e delle volatilità è aumentata.

Diverse caratteristiche strutturali del settore del risparmio gestito possono contribuire ad amplificare questa vulnerabilità. Una di esse è l'elevata concentrazione dei patrimoni in gestione, che può dar luogo a una concentrazione dei rischi in un numero limitato di società di asset management (grafico III.6, diagramma di destra). Sebbene l'attività di investimento sia generalmente distribuita su un ampio numero di fondi gestiti separatamente da queste società, il che riduce il rischio di attività di negoziazione concertate, vi sono dati indicanti l'esistenza di una correlazione tra i rendimenti e i flussi di investimento di una stessa famiglia di fondi²⁴. Inoltre, il ricorso a fornitori di servizi comuni (ad esempio per le infrastrutture informatiche, la gestione del rischio e gli strumenti di valutazione, o ancora i servizi di custodia) suggerisce la presenza di esposizioni comuni ai rischi operativi. In aggiunta a ciò, il rafforzamento

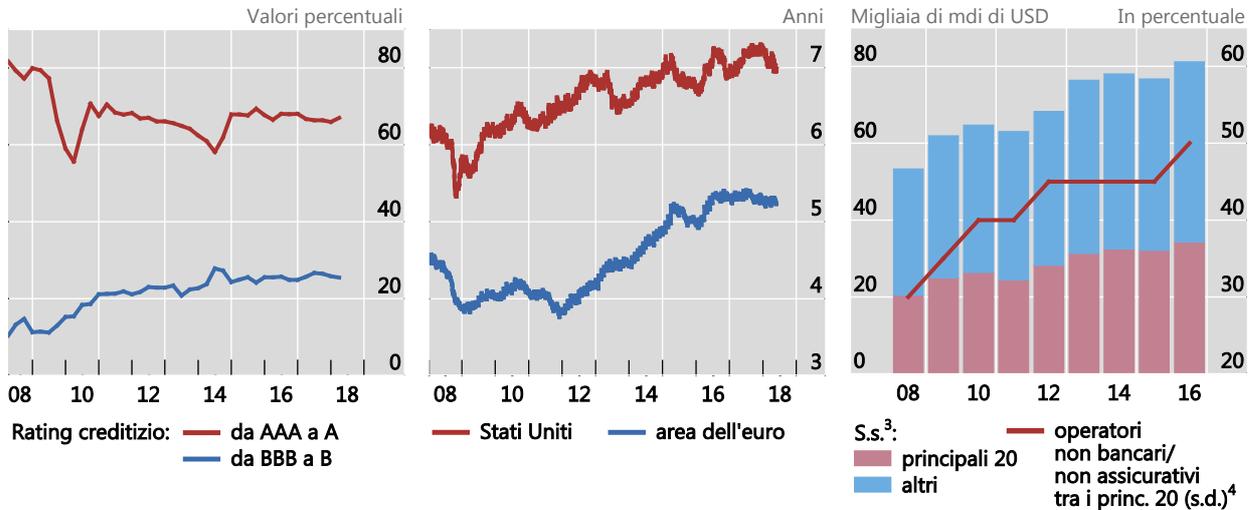
Aumento dell'esposizione alle perdite di valore e della concentrazione nel settore dell'asset management

Grafico III.6

I fondi detengono quote maggiori di obbligazioni societarie più rischiose¹

Aumento della duration degli indici delle obbligazioni societarie investment grade²

Crescente concentrazione nel settore della gestione patrimoniale



¹ Quota delle posizioni totali in obbligazioni per un campione non bilanciato di oltre 1 600 fondi comuni ed exchange-traded fund statunitensi. ² Duration effettiva degli indici di obbligazioni societarie investment grade; US Corporate Master Index per gli Stati Uniti e EMU Corporate Index per l'area dell'euro. ³ Patrimoni in gestione. ⁴ Quota percentuale degli operatori non bancari/non assicurativi tra i 20 maggiori asset manager.

Fonti: Datastream; ICE BofAML Indices; Lipper; Willis Towers Watson; elaborazioni BRI.

della domanda degli investitori di prodotti a gestione passiva a più basso costo può aver accentuato il rischio di posizioni "affollate" nei principali indici di mercato²⁵.

Snapback e interconnessioni

Gli asset manager istituzionali e le banche sono interconnessi in vari modi, il che crea canali diretti e indiretti per la propagazione di rischi di inversioni di tendenza (snapback) e shock simili. I fondi aperti sono particolarmente rilevanti in questo contesto. Non solo sono esposti alle perdite di valore, come ogni altro investitore sensibile ai tassi di interesse, ma devono anche sopportare il rischio di riscatto degli investitori (riquadro III.D). Le linee di credito dei fondi e i depositi presso le banche rappresentano quindi un importante legame diretto. In uno scenario di snapback, con diffusi riscatti da parte degli investitori che causano una riduzione dei saldi di liquidità dei fondi, le banche depositarie potrebbero essere esposte a ingenti prelievi di depositi da parte dei gestori dei fondi e all'aumento delle esposizioni creditizie verso i fondi. Certo, le esposizioni dirette delle banche a simili rischi sono forse meno problematiche di quelle indirette, data l'attenzione dimostrata dalle autorità di vigilanza nei confronti dei rischi di tasso di interesse negli ultimi anni²⁶. Ciononostante, è necessario che le banche monitorino e gestiscano questi rischi molto attentamente.

Ulteriori criticità potrebbero amplificare questi effetti. Da una parte, riscatti su vasta scala potrebbero costringere i fondi aperti a vendere attività relativamente illiquide con breve preavviso e, quindi, con sconti significativi, il che deprimerebbe ulteriormente le valutazioni. In effetti, la presenza dei fondi che promettono riscatti

giornalieri, ossia che offrono strumenti simili ai depositi, è aumentata. Negli Stati Uniti, ad esempio, detengono ormai oltre il 16% del debito privato stando ai dati sui conti finanziari, in aumento da meno del 7% nel 2005. Ciò ha verosimilmente cambiato le dinamiche del mercato.

La gestione della liquidità dei fondi svolge quindi un ruolo importante nella valutazione del più ampio impatto di mercato dei riscatti degli investitori. I fondi che investono in attività relativamente illiquide, come le obbligazioni societarie o alcune emissioni di debito dei mercati emergenti, devono trovare un difficile equilibrio tra la vendita di attività illiquide con sconti potenzialmente elevati e l'esaurimento delle loro riserve di liquidità, che potrebbe renderli vulnerabili a futuri deflussi. Inoltre, gli investitori potrebbero essere tentati dal riscattare le loro azioni prima che lo facciano altri, anticipando la diluizione dei portafogli dei fondi dovuta ai costi di liquidazione.

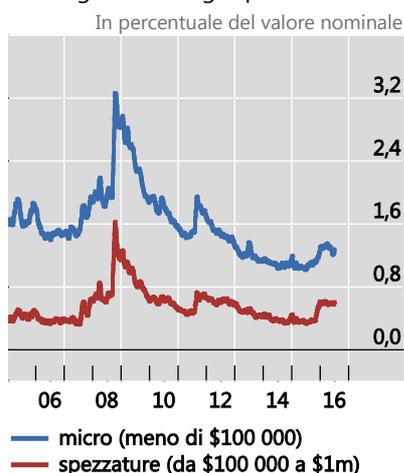
Altri investitori istituzionali, ad esempio le compagnie assicurative e i fondi pensione, potrebbero ulteriormente intensificare tali reazioni del mercato. Un aspetto problematico è costituito dalle posizioni di portafoglio sempre più simili in un contesto di tassi bassi (si veda sopra), che rende più probabili vendite concertate. Un altro è l'utilizzo di strategie di copertura dinamiche, per cui questi investitori reagiscono a un eventuale aumento dei rendimenti a lungo termine vendendo obbligazioni a lunga scadenza per contenere i disallineamenti della duration, accentuando il rischio di bruschi aggiustamenti dei tassi d'interesse²⁷.

Le interconnessioni indirette basate sul mercato rappresentano un canale aggiuntivo di propagazione degli shock. Un iniziale adeguamento delle posizioni indotto da un'inversione di tendenza da parte dei fondi comuni o di altri investitori sensibili ai tassi sarà probabilmente amplificato dal deterioramento delle condizioni di liquidità del mercato, che tenderebbe a propagarsi ad altri mercati (ad es. tramite le valutazioni delle garanzie).

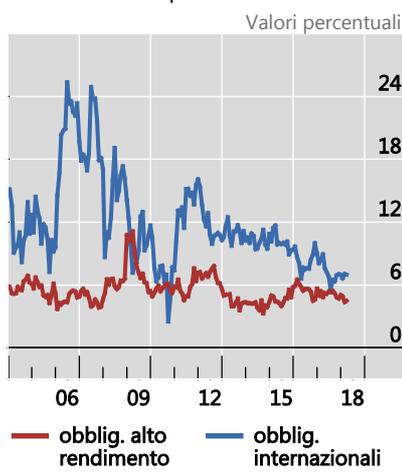
Un elemento essenziale è che i cambiamenti strutturali nella fornitura di servizi di immediacy potrebbero non essere visibili nelle normali misure della liquidità di mercato, celando i rischi connessi alla detenzione di attività che in alcuni scenari potrebbero rivelarsi illiquide. Ad esempio, numerose banche e altri market maker hanno ridotto l'ammontare di capitale di rischio allocato alle attività di trading²⁸. La riduzione dell'attività di market making è stata in parte compensata dall'aumento delle negoziazioni per conto terzi, nell'ambito delle quali l'intermediario compensa gli ordini di segno opposto dei clienti con un limitato impegno della propria capacità di bilancio. Una conseguenza di questo trend è che l'esecuzione di ordini di elevato ammontare, in particolare in condizioni di tensione dei mercati, è divenuta più difficile (grafico III.7, diagramma di sinistra). I rischi connessi si sono spostati dai market maker agli investitori, specie nei segmenti meno liquidi dei mercati del reddito fisso, come quelli del debito emergente o delle obbligazioni societarie. In aggiunta a ciò, i bassi rendimenti e la crescente concorrenza hanno scoraggiato i fondi dall'aumentare le riserve di liquidità a basso rendimento, con ripercussioni sulla loro capacità di far fronte ai rischi di riscatto (grafico III.7, diagramma centrale).

I fornitori di liquidità alternativi, come le società di negoziazione in proprio (proprietary trading), hanno accresciuto la loro quota di mercato in alcuni segmenti del reddito fisso. Le loro attività, tuttavia, sono state generalmente limitate ai segmenti più liquidi, ad esempio i titoli di Stato delle principali economie avanzate. Inoltre, molte di queste società negoziano con un impiego limitato di capitale di rischio e non hanno la capacità di bilancio sufficiente a mantenere un ampio portafoglio di titoli in portafoglio, generalmente necessario per il market making di attività negoziate con scarsa frequenza, come le obbligazioni societarie. Ciò indica

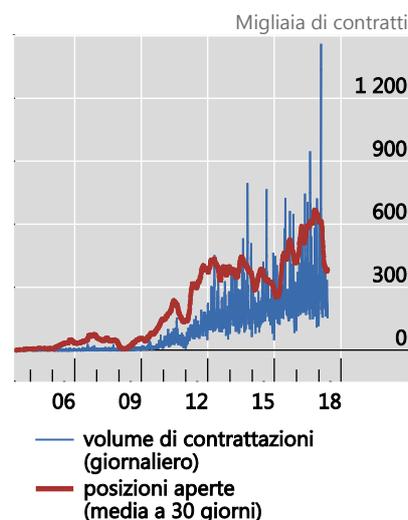
Il costo delle operazioni per gli investitori istituzionali aumenta con il calo generale degli spread¹



Le attività liquide dei fondi comuni non si sono adeguate all'aumento del rischio di liquidità²



La domanda di esposizioni legate alla volatilità aumenta³



¹ Differenziali denaro-lettera per le obbligazioni societarie USA stimate in Adrian et al (2017); in base alle dimensioni della posizione. ² Posizioni in attività liquide come percentuale del patrimonio netto totale dei fondi; per categoria di fondo. ³ Futures sull'S&P 500 Volatility Index (VIX) del CBOE.

Fonti: T. Adrian, M. Fleming, O. Schachar ed E. Vogt, "Market liquidity after the financial crisis", *Annual Review of Financial Economics*, vol. 9, 2017, pagg. 43-83; Federal Reserve Bank of New York; CBOE Global Markets; ICI; elaborazioni BRI.

che, se da un lato la crescente concorrenza dovrebbe ridurre ulteriormente i costi di transazione delle attività relativamente liquide, dall'altro i fondi investiti in attività relativamente illiquide rimangono esposti a elevati rischi di liquidità.

Gli sviluppi nel settore degli ETF illustrano come questi diversi fattori possano interagire in occasione di brusche variazioni dei tassi di interesse e di picchi di volatilità. Gli ETF sono fondi d'investimento indicizzati. Tuttavia, a differenza dei tradizionali fondi comuni aperti, le loro azioni sono quotate sui mercati secondari, e la creazione e il rimborso di queste ultime sono esclusivamente regolati tra gli intermediari finanziari designati (c.d. "authorised participants", AP) e lo sponsor dell'ETF, in genere una società di asset management²⁹. Sebbene gli ETF non siano quindi direttamente esposti al rischio di riscatto degli investitori, possono emergere altre criticità.

Una di esse è la capacità degli AP di sostenere la liquidità del mercato secondario in uno scenario di snapback. In condizioni di mercato normali, gli AP effettuano operazioni di arbitraggio per annullare eventuali differenze tra la quotazione azionaria dell'ETF e il prezzo dei titoli nell'indice sottostante. Ma significative pressioni in vendita da parte degli investitori in ETF potrebbero mettere in difficoltà la capacità dell'AP di finanziare un simile arbitraggio. Gli ETF sulle obbligazioni societarie forniscono un esempio di ciò. Sebbene possano riscattare le azioni che acquistano dagli investitori con lo sponsor dell'ETF in cambio delle obbligazioni sottostanti, gli AP potrebbero non essere disposti ad accumulare ampi portafogli di obbligazioni in una fase in cui i mercati obbligazionari sottostanti presentano rischi elevati e livelli di liquidità ridotti. Ciò potrebbe creare un divario tra le quotazioni degli ETF e quelle dei titoli sottostanti, che a sua volta è passibile di causare ulteriori aggiustamenti delle posizioni ed effetti di propagazione tra i mercati. Il rischio di concentrazione potrebbe

amplificare tali tensioni, in quanto i principali AP forniscono anche servizi di immediacy in altri mercati e ad altri investitori (ad es. ai fondi aperti).

Un'altra problematica riguarda l'attività di trading prociclica nelle nuove strutture di ETF. Negli ultimi anni si è osservata una crescente domanda di strumenti finanziari che consentono la negoziazione della volatilità, tra gli altri gli ETF (grafico III.7, diagramma di destra). Questi prodotti sono concepiti per mantenere un'esposizione target a un dato indice di volatilità, ossia acquistano quando l'indice sale e vendono quando scende in modo pressoché automatico. Di conseguenza, gli episodi di volatilità causano negoziazioni procicliche, rafforzando lo shock di volatilità iniziale. Recenti episodi di picchi di volatilità nei mercati azionari hanno di fatto messo in luce questi effetti di retroazione dinamici, evidenziando la necessità di efficaci meccanismi di sostegno dei mercati e di una gestione prudente del rischio di volatilità³⁰.

Implicazioni per la politica prudenziale

I cambiamenti strutturali nel settore del risparmio gestito suggeriscono che la propagazione degli shock può avvenire tramite nuovi canali di mercato in grado di amplificare le variazioni dei prezzi rispetto a prima della crisi. Pertanto, anche se le banche e altri intermediari sono divenuti più solidi, le inversioni di tendenza e shock analoghi possono mettere in luce nuove vulnerabilità. Ciò ha ripercussioni per la politica prudenziale, che si aggiungono a quelle in altri ambiti normativi (Capitoli I e II).

Per il settore bancario, i cambiamenti delle dinamiche di mercato generano nuove esposizioni che possono non essere coperte adeguatamente dalle attuali prassi di gestione del rischio. Ciò sottolinea la necessità di un'attenta vigilanza. In aggiunta alle linee guida che chiariscono le aspettative delle autorità in materia di gestione del rischio di tasso di interesse, gli stress test rappresentano uno strumento essenziale. In questo contesto, è possibile che gli scenari avversi vadano adattati per riflettere meglio le esposizioni dei clienti e delle controparti delle banche al rischio di inversioni di tendenza e gli eventuali effetti a catena correlati.

Inoltre, l'attenzione degli organi di vigilanza dovrà probabilmente spostarsi maggiormente in direzione degli operatori non bancari e del loro andamento in caso di snapback e altri scenari di stress. Un aspetto essenziale è la gestione della liquidità dei fondi di investimento, che rappresenta la loro prima linea di difesa in caso di pressioni causate dai riscatti. Sono disponibili diversi strumenti per migliorare la gestione di questi rischi. Tra di essi figurano le riserve di liquidità aggiuntive per attenuare i rischi di vendite forzate, nonché gli sforzi per sviluppare ulteriormente la capacità di stress test della liquidità dei fondi di investimento (Capitolo IV)³¹. Potrebbero essere tuttavia necessari interventi aggiuntivi per valutare l'efficacia di queste misure in diversi scenari di riscatto al fine di disporre delle informazioni atte a calibrare adeguatamente l'attività di regolamentazione.

Operazioni di window-dressing delle banche: il caso dei mercati pronti contro termine

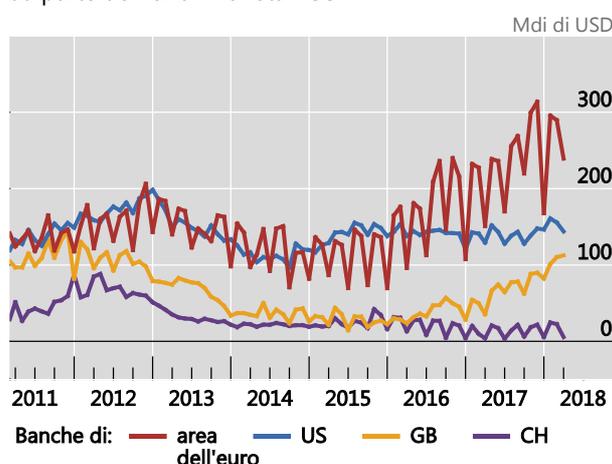
Il window-dressing si riferisce alla prassi di adeguare i bilanci in corrispondenza delle date di segnalazione periodiche, come la fine dell'anno o la fine del trimestre. Può riflettere i tentativi di ottimizzare i profitti e le perdite di una società a fini fiscali. Per le banche, tuttavia, può anche rispecchiare una reazione agli obblighi regolamentari, specie in corrispondenza delle segnalazioni di fine periodo. Un esempio è rappresentato dall'indice di leva finanziaria di Basilea 3. Tale indice è comunicato sulla base dei dati di fine trimestre in alcune giurisdizioni, mentre in altre è calcolato sulla base delle medie giornaliere nel corso del trimestre. Il primo caso può fornire forti incentivi a comprimere le esposizioni in corrispondenza delle date di segnalazione regolamentari, in particolare a fine anno, quando gli incentivi sono rafforzati anche da altri fattori (come ad esempio la fiscalità).

Le banche possono chiudere molto facilmente alcune posizioni intorno alle date di segnalazione principali se i mercati sono sia a breve termine che liquidi. I mercati dei pronti contro termine (PcT) soddisfano questi criteri. Essendo una forma di prestito garantito, i PcT consentono alle banche di ottenere finanziamenti a breve termine a fronte di attività, un'operazione di ampliamento del bilancio. La liquidità ricevuta può quindi essere reimpiegata tramite PcT attivi e le corrispondenti garanzie possono essere utilizzate per ulteriori finanziamenti. A fine trimestre le banche possono investire l'aumento del loro bilancio chiudendo parte dei loro contratti pronti contro termine attivi e utilizzando la liquidità ricevuta per rimborsare i PcT passivi. Questa compressione fa aumentare l'indice di leva finanziaria segnalato.

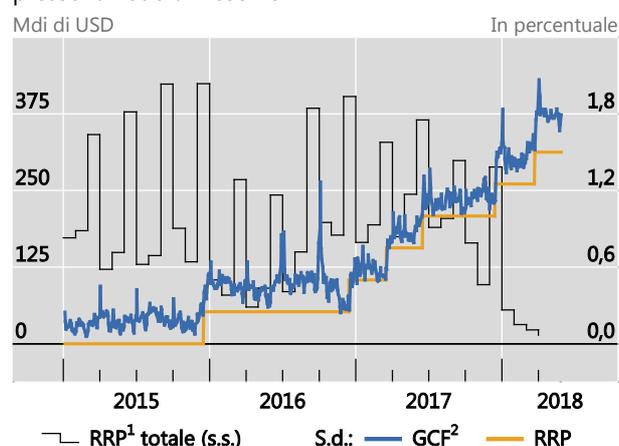
Il window-dressing delle banche tramite la lente dei mercati PcT statunitensi

Grafico III.A

Finanziamento delle banche globali tramite PcT da parte dei fondi monetari USA



I tassi PcT e gli investimenti dei fondi monetari presso la Federal Reserve



¹ PcT attivi. ² DTCC General Collateral Financing (GCF) Repo Index (media ponderata dei contratti su Treasury).

Fonti: Federal Reserve Bank di St Louis (FRED); Office of Financial Research; Crane Data; DTCC; elaborazioni BRI.

I dati indicano che il window-dressing nei mercati PcT è significativo. I dati relativi ai fondi monetari statunitensi evidenziano marcati andamenti ciclici nella raccolta delle banche tramite PcT in dollari USA, specie per le giurisdizioni in cui l'indice di leva finanziaria è segnalato sulla base dei dati di fine trimestre (grafico III.A, diagramma di sinistra). Dall'inizio del 2015, con l'avvio della segnalazione dell'indice di leva finanziaria di Basilea 3, l'ampiezza delle oscillazioni nei volumi di PcT delle banche dell'area dell'euro è aumentata, e le riduzioni totali da parte delle principali banche sono salite da circa \$35 miliardi a oltre 145 miliardi a fine anno^①. Andamenti simili sono riscontrabili anche in relazione alle banche svizzere (che si basano su dati di fine trimestre), mentre sono meno marcati per quelle del Regno Unito e degli Stati Uniti (che utilizzano le medie). Il temporaneo ritiro delle banche dai mercati dei pronti contro termine è testimoniato anche dalla maggiore presenza dei fondi monetari a fine trimestre nelle operazioni di pronti contro termine attive (reverse repo, RRP) della Federal Reserve, che consentono loro di collocare la liquidità in eccesso (diagramma di destra, linea nera). Nonostante la soglia minima implicita fornita dai tassi sulle operazioni RRP (linea gialla), vi sono segnali di picchi di volatilità nei principali tassi pronti contro termine in corrispondenza della fine dei trimestri (linea blu). Tali picchi possono complicare l'attuazione della politica monetaria e incidere sul funzionamento del mercato dei PcT in modi passibili di avere ricadute su altri importanti mercati di raccolta, specie in caso di eventi di stress in corrispondenza delle date di segnalazione regolamentari^②.

^① La contrazione di fine 2017 è equivalente a circa l'1,4% della misura dell'esposizione totale dell'indice di leva finanziaria del campione di banche. ^② Cfr. CSFG, "Repo market functioning", *CGFS Papers*, n. 59, aprile 2017; e I. Aldasoro, T. Ehlers e E. Eren, "Business models and dollar funding of global banks", *BIS Working Papers*, n. 708, marzo 2018.

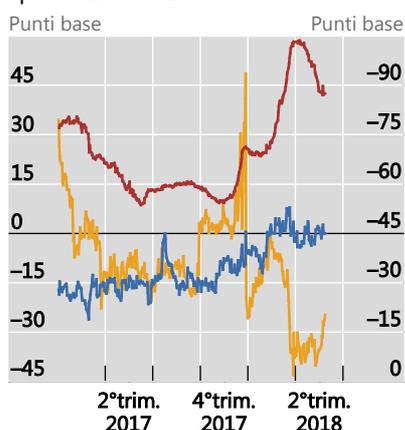
L'ampliamento degli spread Libor-OIS

I differenziali tra il Libor in dollari USA a breve termine e i tassi degli overnight index swap (Libor-OIS), un indicatore comune di condizioni critiche di provvista, si sono ampliati sensibilmente agli inizi del 2018 (grafico III.B, diagramma di sinistra). Tuttavia, a differenza dei precedenti episodi, l'incremento non ha rispecchiato un aumento della rischiosità bancaria, misurata dagli spread dei credit default swap. Né è coinciso con segnali di tensione nei mercati della raccolta in dollari USA, come indicato dai differenziali dei cross-currency basis swap. A cosa può essere dovuto dunque?

Decifrare la recente impennata degli spread Libor-OIS

Grafico III.B

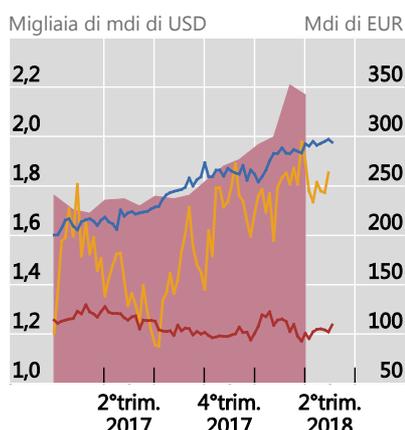
I rendimenti dei T-bill incidono sugli spread Libor-OIS¹



S.s.:
— Libor-OIS
— T-bill-OIS

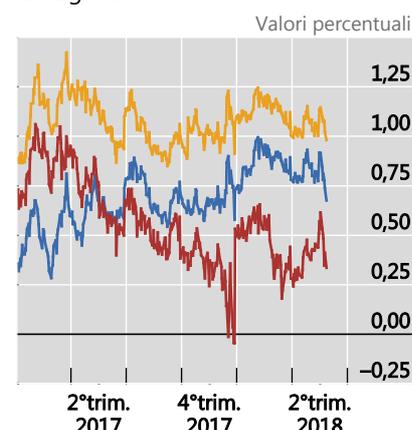
S.d. (invertita):
— Cross-currency basis USD/JPY

Emissioni di T-bill e CP in aumento



S.s.:
— T-bills²
— CP di società finanziarie estere²
— CP di filiali USA²
— Importo netto dovuto a dipendenze estere³

Rendimenti con copertura valutaria divergenti⁴



— US — Germania — Francia

¹ Sulla base delle scadenze trimestrali. ² Ammontare in essere di T-bill e di commercial paper (CP) statunitense detenuto da società finanziarie estere e società finanziarie statunitensi controllate da banche estere. ³ Passività nette delle società finanziarie USA nei confronti delle loro dipendenze estere. ⁴ Spread tra il rendimento dei titoli di Stato decennali, scambiato in yen giapponesi (corretto per il costo del rinnovo della copertura trimestrale) e il rendimento dei titoli di Stato giapponesi a 10 anni.

Fonti: Federal Reserve Bank of St Louis (FRED); Department of the Treasury statunitense; Bloomberg; Datastream; elaborazioni BRI.

Due possibili fattori sono le maggiori emissioni di titoli del Tesoro USA a breve termine (T-bill) e i flussi di rimpatrio dovuti alla riforma fiscale statunitense 2017. Le emissioni di T-bill sono salite di oltre \$300 miliardi nel primo trimestre 2018 (diagramma centrale). Di conseguenza, i rendimenti a breve termine sono aumentati, con un corrispondente incremento dello spread tra T-bill e OIS cui è ascrivibile fino al 40% della variazione degli spread Libor-OIS (diagramma di sinistra). Il resto è probabilmente in parte riconducibile alla riforma fiscale, in quanto le imprese statunitensi hanno rimpatriato una porzione degli utili conseguiti e precedentemente mantenuti all'estero. Poiché tali profitti sono stati investiti in parte in commercial paper (CP) di banche non statunitensi, tali flussi tendono a ridurre l'offerta di finanziamento offshore in dollari USA per le banche. A ciò si aggiunge la riduzione dell'offerta da parte dei fondi monetari, che non è tornata ai livelli precedenti la riforma dei fondi monetari USA dell'ottobre 2016. I costi di raccolta delle banche sono quindi aumentati a fronte di ingenti emissioni di CP agli inizi del 2018 (diagramma centrale), il che ha contribuito all'aumento del differenziale Libor-OIS.

La riduzione della cross-currency swap basis (diagramma di sinistra) contrasta con i precedenti episodi di ampliamento dello spread Libor-OIS. Una delle spiegazioni avanzate è che la “base erosion and anti-abuse tax” statunitense ha fatto salire i costi di provvista delle filiali statunitensi delle banche estere. Tali filiali dovrebbero emettere maggiore debito proprio e ridurre al tempo stesso i finanziamenti infragruppo. Ciò ridurrebbe la domanda di coperture valutarie, contribuendo a un ridimensionamento della base. Tuttavia, contrariamente a questa spiegazione, le emissioni delle filiali statunitensi sono diminuite, mentre le posizioni nette infragruppo sono aumentate all’ampliarsi del differenziale Libor-OIS (diagramma centrale). Una spiegazione alternativa del ridotto livello dei differenziali cross-currency attiene alle decisioni di ricomposizione dei portafogli^①. I rendimenti con copertura valutaria delle obbligazioni statunitensi a lungo termine sono diminuiti rispetto a quelli dei titoli di Stato dell’area dell’euro, in un contesto di aspettative di tassi di interesse statunitensi in aumento (diagramma di destra). Gli investitori non statunitensi potrebbero quindi aver ridotto le loro posizioni in titoli in dollari e, di conseguenza, la loro domanda di copertura valutaria. In effetti, stando ai dati ufficiali, gli investitori giapponesi hanno ridimensionato la loro esposizione alle obbligazioni USA di circa \$50 miliardi, investendo al contempo \$30 miliardi in titoli di Stato tedeschi e francesi agli inizi del 2018.

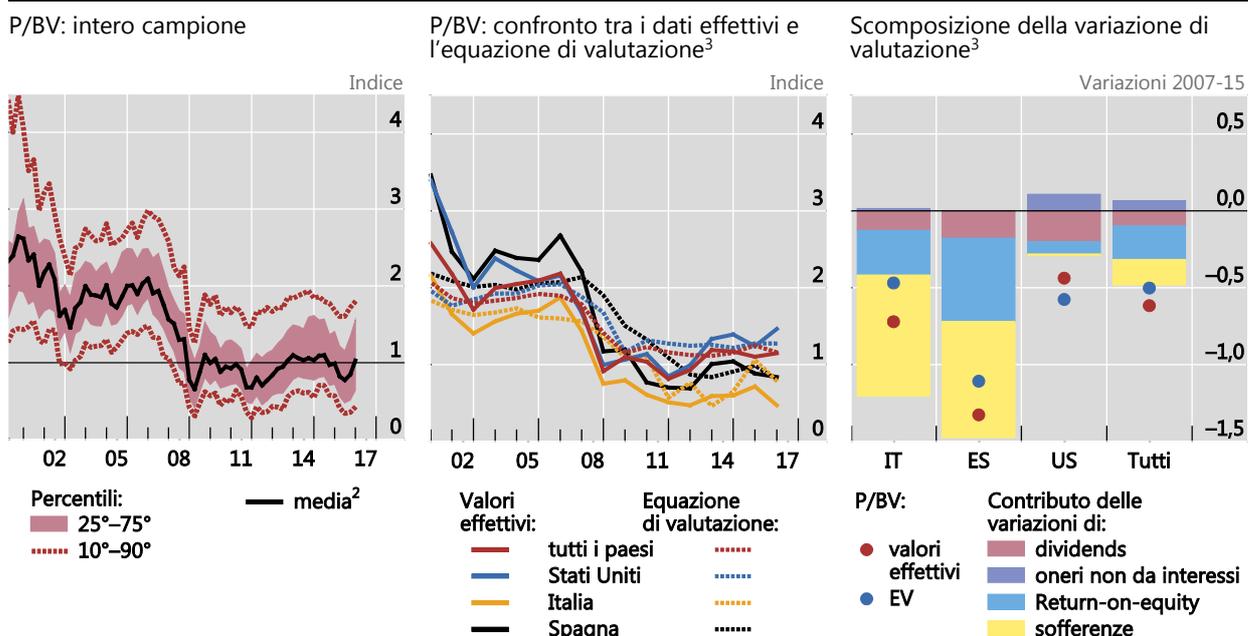
^① Cfr. BRI, 87ª *Relazione annuale*, giugno 2017, Capitolo II.

Determinanti delle valutazioni azionarie delle banche

I bassi rapporti price-to-book (P/BV), definiti come il rapporto tra il valore di mercato del patrimonio netto di una banca e il suo valore contabile, sono stati un segnale persistente delle sfide post-crisi nel settore bancario. Dopo aver registrato una media di circa due volte il valore contabile alla vigilia della Grande Crisi Finanziaria (GCF), sono crollati su valori inferiori all'unità nel 2009 e recuperato quota solo di recente, pur rimanendo al di sotto dei livelli pre-crisi (grafico III.C, diagramma di sinistra). Quale misura del premio (o dello sconto) di mercato applicato al valore contabile del patrimonio netto di una banca, i rapporti price-to-book sono un indicatore chiave delle aspettative circa la redditività delle banche. Pertanto, è particolarmente interessante comprendere cosa determina questi premi di mercato.

I rapporti tra capitalizzazione e patrimonio netto sono approssimati alquanto fedelmente dall'equazione di valutazione¹

Grafico III.C



¹ Il campione copre 72 banche nelle economie avanzate; dati a fine trimestre. ² Media ponderata in base all'attivo. ³ Sulla base dell'equazione di valutazione in Bogdanova et al (2018).

Fonti: Bogdanova et al (2018); Datastream; Fitch Solutions; elaborazioni BRI.

Un recente studio della BRI^① fa luce su questo interrogativo stimando un'equazione di valutazione per un campione di 72 banche di 14 giurisdizioni sui dati annuali del periodo 2000-16. La regressione panel include cinque (serie di) variabili esplicative che notoriamente influenzano i rapporti P/BV, sia direttamente che indirettamente: (i) prestiti (inclusi i prestiti in sofferenza), (ii) depositi, (iii) spese, (iv) altri fattori bancari specifici (ad esempio, leva finanziaria o pagamenti di dividendi) e (v) return-on-equity (RoE; un indicatore delle aspettative di rendimento degli investitori).

L'equazione di valutazione stimata riflette accuratamente l'evoluzione dei P/BV bancari sia nel tempo che tra paesi diversi (diagramma centrale). I rapporti P/BV sono generalmente in linea con le valutazioni implicite nell'equazione di valutazione, a indicazione del fatto che i riferimenti di valutazione degli investitori non sembrano essere cambiati in misura significativa dopo la crisi. Nonostante il numero relativamente ampio di variabili esplicative, solo quattro fattori principali spiegano circa i tre quarti della variazione implicita nell'equazione di valutazione dei rapporti P/BV bancari tra il 2007 e il 2015, e i più importanti sono le sofferenze e il RoE (diagramma di destra).

Questi risultati indicano che le banche possono agevolmente migliorare il loro valore di mercato focalizzandosi su alcune importanti determinanti della redditività sotto il controllo diretto del management, come ad esempio un approccio proattivo nei confronti delle sofferenze e di altri legacy asset, un controllo stringente delle spese diverse dagli interessi e misure volte a ridurre la capacità inutilizzata nel settore.

^① Per ulteriori informazioni, cfr. B. Bogdanova, I. Fender e E. Takáts (2018), "L'ABC dei rapporti tra capitalizzazione di borsa e patrimonio netto", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2018 (versione integrale disponibile soltanto in inglese). Quest'analisi considera quella di C. Calomiris e D. Nissim, "Crisis-related shifts in the market valuation of banking activities", *Journal of Financial Intermediation*, vol. 23, n. 3, 2014, pagg. 400-35., e la estende a un contesto internazionale.

“Snapback” dei rendimenti: esposizioni dei fondi ed effetti di amplificazione

Il rischio di tasso di interesse è insito nelle regolari attività degli investitori obbligazionari e viene quindi gestito attivamente. Ciononostante, passati episodi di inversione di tendenza (c.d. snapback) dei tassi a lungo termine rappresentano un utile monito circa le potenziali vulnerabilità di alcuni segmenti del settore della gestione dei fondi. Storicamente, gli shock sui tassi di interesse sono stati legati a decisioni di politica monetaria. Pertanto, sono coincisi con aumenti dei tassi a breve termine e con un appiattimento delle curve dei rendimenti. Più di recente, tuttavia, i tassi a lungo termine hanno occasionalmente registrato inversioni di tendenza senza cambiamenti rilevanti di quelli a breve (grafico III.D, diagramma di sinistra). Le determinanti delle dinamiche di mercato sono quindi probabilmente cambiate, il che potrebbe dar luogo a variazioni di mercato più brusche che in passato.

Flussi e performance dei fondi nei recenti episodi di aumento dei rendimenti a lungo termine

Grafico III.D

I recenti episodi di aumento dei rendimenti...

Valori percentuali

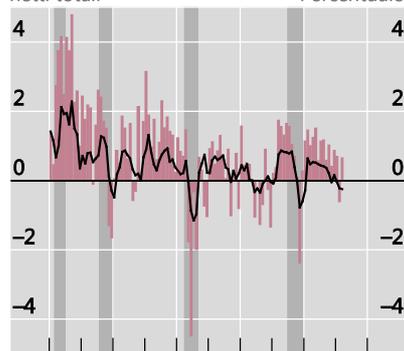


Rendimenti USA: — a 1 mese — a 10 anni

...hanno ridotto le performance e causato deflussi¹

Percentuale dei patrimoni netti totali

Percentuale

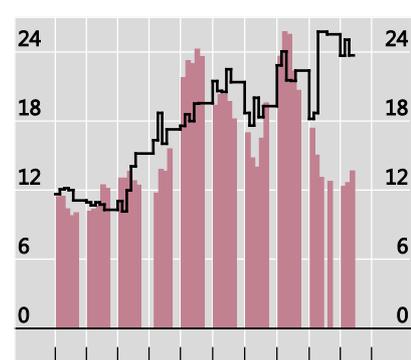


■ flussi (s.s.) — performance (s.d.)²

La liquidità degli ETF si è ridotta³

Milioni di azioni/giorno

Punti base



■ volume di contrattazioni (s.s.) — denaro-lettera (s.d.)

Le aree ombreggiate nei diagrammi di sinistra e centrale indicano episodi nei quali i rendimenti dei Treasury USA decennali sono saliti di almeno 80 punti base prima di tornare a scendere.

¹ Fondi comuni obbligazionari aperti statunitensi attivi. ² Media mobile a tre mesi dei rendimenti nominali dei fondi; ponderata per i patrimoni netti totali dei fondi. ³ Medie mobili a cinque giorni dei differenziali denaro-lettera ponderati per i volumi e volume giornaliero dei 10 maggiori ETF obbligazionari per patrimonio totale durante il “taper tantrum” statunitense.

Fonti: Bloomberg; Lipper; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

I fondi obbligazionari aperti e gli exchange-traded fund (ETF), tra i principali acquirenti di obbligazioni societarie e altri strumenti a reddito fisso negli ultimi anni, sono particolarmente esposti a episodi di tassi in rapido aumento. Ciò riflette sia le perdite di valore indotte sia le spinte ai riscatti esercitate dal calo delle performance dei fondi (diagramma centrale). Tali riscatti possono causare vendite forzate a forte sconto, esacerbando le pressioni al ribasso sui rendimenti dei fondi e provocando ulteriori riscatti. Analogamente, per gli investitori in ETF può essere difficile vendere le proprie azioni sui mercati secondari, con differenziali denaro-lettera che spesso si ampliano di pari passo con il peggioramento delle performance dei fondi (diagramma di destra).

Diversi fattori possono amplificare queste dinamiche. Da una parte, gli spread creditizi sono già alquanto compressi. È quindi improbabile che gli investitori obbligazionari beneficino di eventuali effetti compensativi di una riduzione degli spread in corrispondenza delle inversioni di tendenza. Inoltre, la duration dei portafogli è aumentata per numerosi fondi, amplificando l'impatto sulle valutazioni delle variazioni dei tassi. Una volatilità di mercato persistentemente bassa, nonostante i recenti incrementi, può aver ulteriormente sostenuto le posizioni nel reddito fisso in presenza di rendimenti ridotti, accrescendo le probabilità di brusche correzioni. Infine, i fondi possono amplificare le variazioni di mercato vendendo attività per un importo superiore a quello dei riscatti al fine di incrementare le riserve di liquidità, specie se altri strumenti di gestione della liquidità (ad es. lo swing pricing) non sono in grado di distogliere gli investitori dal richiedere un rimborso^①.

^① Cfr. S. Morris, I. Shim e H. S. Shin, "Redemption risk and cash hoarding by asset managers", *Journal of Monetary Economics*, 89, 2017, pagg. 88-91; e U. Lewrick e J. Schanz, "Is the price right? Swing pricing and investor redemptions", *BIS Working Papers*, n. 664, ottobre 2017.

Note di chiusura

- ¹ Cfr. CBVB, *Governors and Heads of Supervision finalise Basel III reforms*, comunicato stampa del 7 dicembre 2017; e *Basel III: finalising post-crisis reforms*, dicembre 2017.
- ² In base al nuovo standard per la capacità totale di assorbimento delle perdite (Total Loss-Absorbing Capacity, TLAC), dal 1° gennaio 2022 tutte le G-SIB dovranno disporre di strumenti TLAC idonei pari ad almeno il 18% delle attività ponderate per il rischio, senza includere eventuali riserve di patrimonio di vigilanza applicabili. La TLAC dovrà inoltre corrispondere ad almeno il 6,75% dell'esposizione alla leva finanziaria calcolata secondo i parametri di Basilea 3. Per ulteriori dettagli, cfr. FSB, *Summary of findings from the TLAC impact assessment studies*, novembre 2015.
- ³ Solo la metà del requisito minimo dell'8% di Basilea 2 era definita in termini di strumenti di capitale Tier 1, che includevano una serie di strutture ibride e di attività immateriali. Cfr. S. Cecchetti, "The jury is in", *CEPR Policy Insights*, n. 76, dicembre 2014.
- ⁴ Per una spiegazione dei motivi di questa pluralità di indicatori in un contesto di equilibrio generale, cfr. F. Boissay e F. Collard, "Macroeconomics of bank capital and liquidity regulations", *BIS Working Papers*, n. 596, dicembre 2016.
- ⁵ Inoltre, tramite una revisione delle linee guida, lo schema sottolinea l'importanza di un governo societario prudente (ad es. promuovendo funzioni di controllo efficaci).
- ⁶ Per ulteriori informazioni cfr. BRI, *83ª Relazione annuale*, giugno 2013, riquadro V.B.
- ⁷ Cfr. M. Behn, R. Haselmann e V. Vig, "The limits of model-based regulation", *ECB Working Papers*, n. 1928, luglio 2016, per una stima dell'entità del gaming. Riscontri simili, basati su dati più recenti, sono forniti in F. Niepmann e V. Stebunovs, "Modeling your stress away", mimeo, 2018.
- ⁸ Cfr. CBVB, "Analysis of risk-weighted assets for credit risk in the banking book", *Regulatory Consistency Assessment Programme (RCAP)*, luglio 2013, per ulteriori dettagli.
- ⁹ Cfr. CBVB, *Basilea 3 – L'indice di leva finanziaria e i requisiti di informativa pubblica*, gennaio 2014; e M. Brei e L. Gambacorta, "Are bank capital ratios pro-cyclical? New evidence and perspectives", *Economic Policy*, vol. 31, n. 86, 2016, pagg. 357-403.
- ¹⁰ La scarsità (o la totale mancanza) di dati attendibili può impedire alle autorità di vigilanza di convalidare i risultati dei modelli con sufficiente fiducia. Ciò sembra suggerire la necessità di abbandonare o limitare l'utilizzo di metodi basati su modelli interni. Con Basilea 3, il rischio operativo e i vari portafogli creditizi a basso rischio di insolvenza rientrano adesso in questa categoria. Le esposizioni a società di dimensioni medio-grandi, ad esempio, vengono spostate dal trattamento IRB avanzato (che consente la modellizzazione della perdita in caso di insolvenza (loss-given-default o LGD)) al trattamento IRB di base o al metodo standardizzato (che non la consentono).
- ¹¹ Cfr. ad esempio Autorità bancaria europea, *2016 EU-wide stress test: results*, luglio 2016.
- ¹² Cfr. BRI, *87ª Relazione annuale*, giugno 2017, Capitolo V. Per un'ulteriore analisi, cfr. R. Roengpitya, N. Tarashev, K. Tsatsaronis e A. Villegas, "Bank business models: popularity and performance", *BIS Working Papers*, n. 682, dicembre 2017; e CSFG, "Structural changes in banking after the crisis", *CGFS Papers*, n. 60, gennaio 2018.
- ¹³ Cfr. I. Fender e U. Lewrick, "La calibrazione dell'indice di leva finanziaria", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre 2015 (versione integrale disponibile soltanto in inglese).
- ¹⁴ Le analisi dell'impatto macroeconomico dell'aumento del capitale bancario spesso presuppongono che tale incremento accresca i costi di raccolta e che ciò si traduca quindi in margini di interesse più elevati e in una minore erogazione di credito. Studi recenti indicano che sarebbe vero il contrario, ossia che un capitale bancario più elevato va di pari passo con una maggiore erogazione di prestiti. Cfr. ad es. L. Gambacorta e H. S. Shin, "Why bank capital matters for monetary policy", *Journal of Financial Intermediation*, 2018 (di prossima pubblicazione).
- ¹⁵ Nel terzo trimestre 2017, i rapporti tra prestiti bancari e PIL sono rimasti sostanzialmente invariati rispetto ai livelli medi del periodo 2002-06 nell'area dell'euro e nel Regno Unito (a circa il 90% in entrambi i casi) e negli Stati Uniti (a circa il 45%). Le principali economie emergenti, come Brasile, Cina e India, hanno persino registrato un aumento di questi rapporti rispetto ai livelli pre-crisi. Cfr. BRI, *86ª Relazione annuale*, giugno 2016, Capitolo VI.
- ¹⁶ Per un approfondimento, cfr. N. Sarin e L. Summers (2016), "Understanding bank risk through market measures", *Brookings Papers on Economic Activity*, autunno 2016, pagg. 57-127.

- ¹⁷ Cfr. C. Borio, "The banking industry: struggling to move on", intervento di apertura del quinto EBA Research Workshop, 28-29 novembre 2016.
- ¹⁸ L'analisi econometrica indica che, in seguito alla GCF, livelli di capitalizzazione più elevati rispetto al totale dell'attivo coincidono con valutazioni bancarie più alte. Di conseguenza, gli investitori sembrano non voler più considerare la leva come un meccanismo principalmente volto a incrementare il RoE per concentrarsi sui modi in cui una leva eccessiva può mettere a repentaglio la solvibilità. Cfr. B. Bogdanova, I. Fender e E. Takáts (2018), "L'ABC dei rapporti tra capitalizzazione di borsa e patrimonio netto", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2018 (versione integrale disponibile soltanto in inglese); e C. Calomiris e D. Nissim, "Crisis-related shifts in the market valuation of banking activities", *Journal of Financial Intermediation*, vol. 23, n. 3, 2014, pagg. 400-35.
- ¹⁹ In una recente indagine di Bain & Company, oltre la metà di tutti gli intervistati statunitensi, e il 74% di quelli nella fascia di età 18-24 anni, ha indicato di aspettarsi di acquistare un prodotto finanziario da una società tecnologica nei prossimi cinque anni. Cfr. Bain & Company, "Banking's Amazon moment", *Bain Brief*, marzo 2018.
- ²⁰ Cfr. C. Borio, B. Vale e G. von Peter, "Resolving the financial crisis: are we heeding the lessons from the Nordics?", *BIS Working Papers*, n. 311, giugno 2010; e European Systemic Risk Board, "Is Europe overbanked?", *Reports of the Advisory Scientific Committee*, n. 4, giugno 2014.
- ²¹ Cfr. A. Carstens, "A level playing field in banking", intervento di apertura della cena del Consiglio di Amministrazione dell'Institute of International Finance, 21 gennaio 2018.
- ²² Cfr. FSB, *Global shadow banking monitoring report 2017*, marzo 2018.
- ²³ Per un approfondimento, si veda BRI, *86a Relazione annuale*, giugno 2016, Capitolo VI.
- ²⁴ Si veda ad esempio E. Elton, M. Gruber e C. Green, "The impact of mutual fund family membership on investor risk", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 42, n. 2, 2007, pagg. 257-78.
- ²⁵ Per un'analisi dei rischi legati alla gestione passiva, cfr. V. Sushko e G. Turner, "Le implicazioni degli investimenti passivi per i mercati mobiliari", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2018 (versione integrale disponibile soltanto in inglese).
- ²⁶ Ad esempio, sin dagli inizi del 2010, i supervisori delle banche e degli istituti di deposito statunitensi hanno ricevuto esplicite linee guida rivolte agli organi competenti per avvertire gli operatori di mercato dell'importanza del rischio di tasso di interesse e ricordare loro le aspettative degli organi vigilanza circa l'adozione di prassi di gestione del rischio prudenti. Orientamenti simili sono stati forniti in altre giurisdizioni.
- ²⁷ Cfr. D. Domanski, H. S. Shin e V. Sushko, "The hunt for duration: not waving but drowning?", *IMF Economic Review*, vol. 65, n. 1, 2017, pagg. 113-53, per un'analisi dei potenziali effetti di amplificazione derivanti dalle compagnie di assicurazione.
- ²⁸ Per un'analisi, cfr. CSFG, "Market-making and proprietary trading: industry trends, drivers and policy implications", *CGFS Papers*, n. 52, novembre 2014; e "Fixed income market liquidity", *CGFS Papers*, n. 55, gennaio 2016.
- ²⁹ Per una trattazione degli ETF e dei rischi connessi, cfr. V. Sushko e G. Turner, "What risks do exchange-traded funds pose?", Bank of France, *Financial Stability Review*, aprile 2018, pagg. 133-44.
- ³⁰ Cfr. ad esempio BRI, "Il ritorno della volatilità", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2018.
- ³¹ FSB, *Policy recommendations to address structural vulnerabilities from asset management activities*, gennaio 2017.