

## VI. Il settore finanziario: è ora di andare avanti

Lo schema di regolamentazione di Basilea 3 è in fase di completamento. È ora di cruciale importanza che, oltre alla finalizzazione delle restanti decisioni sulla calibrazione, si proceda a un'attuazione coerente e completa, unitamente a una più rigorosa azione di supervisione. Con il ridursi dell'incertezza regolamentare le banche devono continuare ad adattare i propri modelli di business al nuovo contesto di mercato. Ciò implica confrontarsi con problemi preesistenti come quelli connessi ai prestiti in sofferenza. Una volta che il risanamento del settore finanziario sarà stato completato, banche più sicure e più solide forniranno un inequivocabile contributo a una maggiore capacità di tenuta dell'economia.

Eventuali adeguamenti ancora da apportare ai modelli operativi delle banche dovranno essere realizzati in condizioni macroeconomiche difficili. Diversi fattori, quali tassi di interesse bassi o, in alcuni casi, negativi (Capitolo II), renderanno più difficile l'adeguamento per quelle banche che devono ancora completare il risanamento dei loro bilanci.

Gli asset manager istituzionali, in particolare gli assicuratori del ramo vita e i fondi pensione, sono soggetti a pressioni molto simili. Dal momento che i loro risultati sono legati in gran parte all'andamento dei tassi di interesse e al loro mix di prodotti, tassi di interesse persistentemente bassi rendono più difficile mantenere gli obiettivi di rendimento e le strutture attivo/passivo tradizionali. Con il continuo trasferirsi dei rischi dagli intermediari bancari a questi e ad altri istituti non bancari, sorgono nuove sfide per la vigilanza prudenziale. Fra queste, saranno cruciali quelle relative alla supervisione delle assicurazioni e alla regolamentazione dei fondi comuni.

Il presente capitolo analizza le sfide con cui deve confrontarsi il settore finanziario. In primo luogo, passa in rassegna gli sviluppi recenti nel segmento delle banche internazionali e in quelli delle assicurazioni e dei fondi pensione. Successivamente, esamina il prossimo completamento dello schema di regolamentazione di Basilea 3 e valuta l'impatto macroeconomico della conseguente transizione verso un sistema bancario più robusto e meglio capitalizzato. Si conclude con una disamina delle implicazioni prudenziali per il settore non bancario.

### Far fronte a un contesto difficile

#### Banche: affrontare difficoltà persistenti

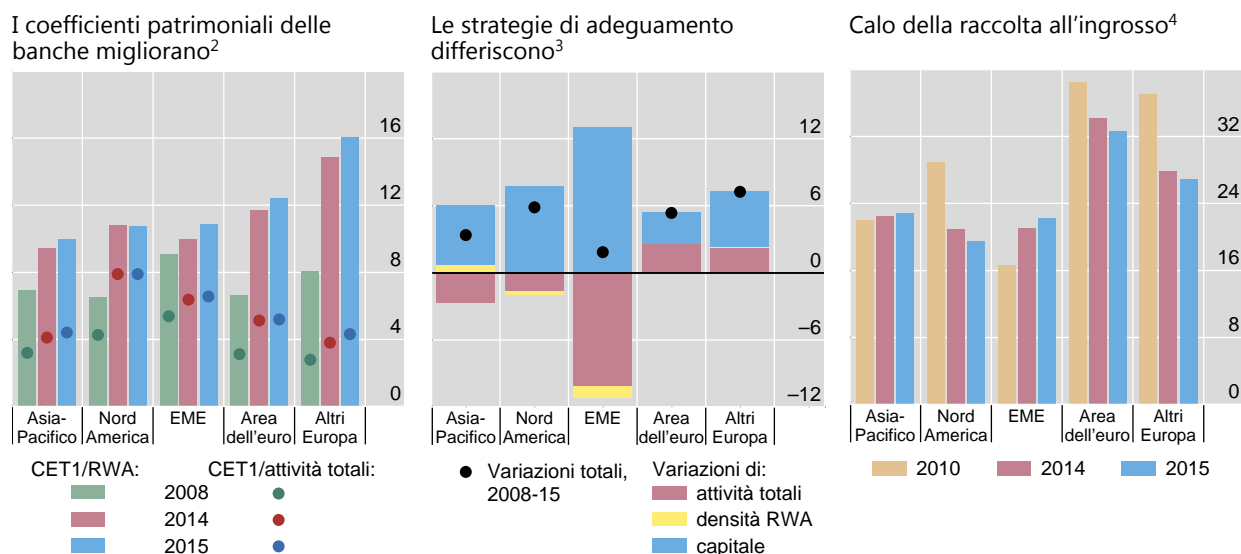
Il processo di rafforzamento dei bilanci bancari prosegue. Le banche, specie in Europa, hanno ulteriormente rafforzato i propri coefficienti patrimoniali, riducendo la leva finanziaria del bilancio (grafico VI.1, diagramma di sinistra). Diverse forze stanno determinando questo aggiustamento. Indubbiamente, la graduale attuazione del nuovo schema regolamentare è una delle più importanti. Inoltre, le perdite subite durante le recenti crisi hanno rafforzato gli incentivi per gli investitori a vagliare attentamente i trade-off tra rischio e rendimento delle banche e a privilegiare livelli di patrimonializzazione più elevati.

Le banche hanno optato per diverse strategie di adeguamento al fine di migliorare i coefficienti patrimoniali, di riflesso all'eterogeneo scenario economico

## I sistemi bancari stanno diventando più solidi<sup>1</sup>

Valori percentuali

Grafico VI.1



<sup>1</sup> Campione di oltre 100 banche con almeno \$10 miliardi di attività totali nel 2014. Asia-Pacifico: Australia e Giappone; economie emergenti: Brasile, Cina, Corea, Hong Kong SAR, India, Malaysia, Russia, Singapore, Sudafrica, Taipei Cinese e Turchia; area dell'euro: Austria, Belgio, Francia, Germania, Grecia, Irlanda, Italia, Paesi Bassi e Spagna; Nord America: Canada e Stati Uniti; altri paesi europei: Danimarca, Norvegia, Regno Unito, Svezia e Svizzera. <sup>2</sup> Coefficienti mediani; i valori relativi al 2008 possono sovrastimare i valori effettivi a causa di un adeguamento imperfetto alle nuove definizioni di capitale/attività ponderate per il rischio. <sup>3</sup> Il grafico scompone il cambiamento del coefficiente patrimoniale Common Equity Tier 1 (CET1) in componenti additive. Il cambiamento totale dei coefficienti è indicato dai punti. Il contributo di una data componente è denotato dall'altezza del segmento corrispondente. Un contributo negativo indica che la componente ha avuto un effetto di riduzione del coefficiente patrimoniale. Tutti i dati sono delle medie ponderate che utilizzano come ponderazioni le attività totali a fine 2015. <sup>4</sup> Raccolta all'ingrosso a livello di intera regione divisa per le attività totali della regione.

Fonti: B. Cohen e M. Scatigna, "Banks and capital requirements: channels of adjustment", *BIS Working Papers*, n. 443, marzo 2014; SNL; elaborazioni BRI.

con cui si sono confrontate (grafico VI.1, diagramma centrale). Sebbene gli utili non distribuiti abbiano rappresentato un'importante fonte di capitale per la maggior parte delle banche, i coefficienti patrimoniali in Europa, ad esempio, sono perlopiù migliorati in un contesto di ridimensionamento dei bilanci. Per contro, le grandi banche in Nord America e numerose economie emergenti hanno generalmente rafforzato i propri coefficienti a fronte di un ampliamento dei bilanci e di una domanda di prestiti sostenuta.

I modelli di raccolta delle banche sono stati posti su basi più stabili, con un conseguente ulteriore rafforzamento della resilienza degli istituti. La dipendenza dalla raccolta all'ingrosso a breve termine, un importante canale di contagio durante le recenti crisi, si è notevolmente ridotta in numerose economie avanzate (grafico VI.1, diagramma di destra). Analogamente, l'ammontare di attività liquide di elevata qualità detenute dalle banche ha continuato ad aumentare, creando buffer aggiuntivi. La maggior parte delle banche monitorate dal Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (CBVB) soddisfa già il requisito Liquidity Coverage Ratio (LCR) nella sua versione a regime, ben prima della piena attuazione, prevista per il 1° gennaio 2019<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Per ulteriori informazioni si veda CBVB, *Basel III monitoring report*, marzo 2016. Il rapporto indica altresì che, in media, le banche mantengono già un Net Stable Funding Ratio (NSFR) al disopra del requisito minimo, che entrerà in vigore il 1° gennaio 2018.

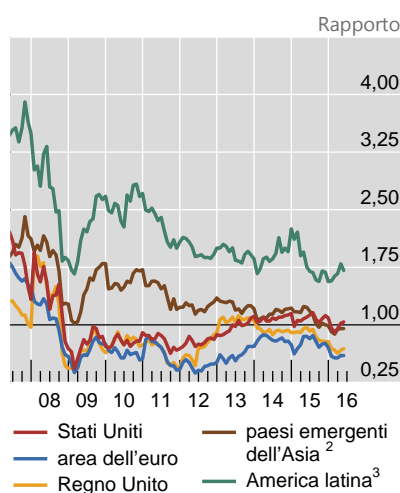
Dati i progressi compiuti nella transizione verso bilanci bancari più solidi, assicurare una redditività duratura è ormai l'aspetto principale per garantire la capacità di tenuta del settore. L'evidenza empirica indica che banche meglio capitalizzate beneficiano di costi di finanziamento inferiori ed erogano maggiori prestiti (riquadro VI.A). Tuttavia, gli investitori azionari restano generalmente cauti sulle prospettive della redditività bancaria, a indicazione del fatto che i necessari adeguamenti dei modelli di business sono stati effettuati finora in modo disomogeneo. Gli indicatori basati sui prezzi evidenziano che le valutazioni delle azioni di numerose banche delle economie avanzate, in particolare, non si sono ancora riprese dal crollo subito durante la Grande Crisi Finanziaria e i valori di mercato sono inferiori ai valori contabili del patrimonio netto in diverse economie (grafico VI.2, diagramma di sinistra).

Un fattore di complicazione è che gli sforzi per completare il risanamento dei bilanci e rafforzare la redditività si scontrano con una convergenza di ostacoli sia ciclici sia strutturali. Tra le principali sfide vi è la prospettiva di tassi di interesse persistentemente bassi in uno scenario di crescita spesso debole. Questi fattori possono incidere sulla redditività bancaria tramite una serie di canali<sup>2</sup> la cui forza dipende dalla composizione del bilancio delle singole banche, dal loro modello di business e dal contesto macroeconomico in cui operano. Di riflesso alle differenze tra

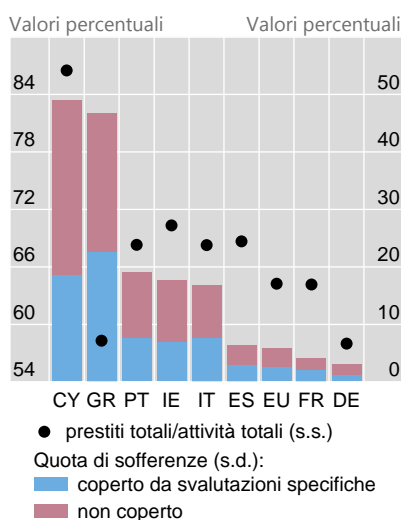
## Le valutazioni di mercato mettono in evidenza i timori per la redditività bancaria e i rischi in bilancio

Grafico VI.2

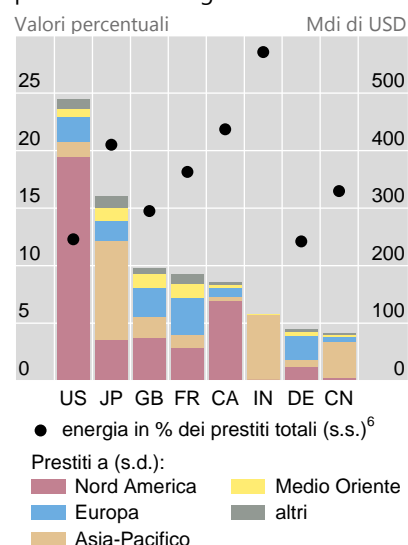
Cala il rapporto price-to-book delle banche<sup>1</sup>



Le sofferenze riducono la redditività delle banche<sup>4</sup>



Le esposizioni al settore energetico possono essere significative<sup>5</sup>



<sup>1</sup> Capitalizzazione di borsa complessiva della regione divisa per il valore contabile totale del patrimonio netto della regione. <sup>2</sup> Cina, Corea, Filippine, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Malaysia, Pakistan, Singapore, Sri Lanka, Taipei Cinese e Thailandia. <sup>3</sup> Argentina, Brasile, Cile, Colombia e Messico. <sup>4</sup> La quota di sofferenze è calcolata come sofferenze e anticipazioni divise per i prestiti lordi totali (incluse le anticipazioni), al quarto trimestre 2015. <sup>5</sup> Ammontari degli impegni in essere per prestiti sindacati (incluse le linee di credito non utilizzate) nei confronti di prenditori del settore minero-metallurgico e di quello di petrolio e gas, a fine maggio 2016. <sup>6</sup> Quota degli impegni legati al settore energetico in percentuale degli impegni per prestiti sindacati totali.

Fonti: Autorità bancaria europea, *Risk dashboard*; Datastream; Dealogic; S&P Capital IQ; elaborazioni BRI.

<sup>2</sup> Per una discussione più approfondita, cfr. C. Borio, L. Gambacorta e B. Hofmann, "The influence of monetary policy on bank profitability", *BIS Working Papers*, n. 514, ottobre 2015.

Redditività delle maggiori banche<sup>1</sup>

Tabella VI.1

	Utile netto			Reddito netto da interessi			Plusvalenze su titoli <sup>2</sup>			Accantonamenti per perdite su crediti		
	2014	2015	15 vs 09-12	2014	2015	15 vs 09-12	2014	2015	15 vs 09-12	2014	2015	15 vs 09-12
	% delle attività totali	% delle attività totali	punti %	% delle attività totali	% delle attività totali	punti %	% delle attività totali	% delle attività totali	punti %	% delle attività totali	% delle attività totali	punti %
<b>Principali economie avanzate</b>												
Giappone (5)	0,67	0,60	0,28	0,77	0,74	-0,18	0,12	0,12	-0,02	-0,03	0,02	-0,20
Stati Uniti (12)	1,09	1,35	0,53	2,20	2,24	-0,29	0,50	0,50	-0,12	0,19	0,23	-0,74
<b>Area dell'euro</b>												
Francia (4)	0,22	0,47	0,21	0,74	0,81	-0,11	0,35	0,44	0,17	0,14	0,15	-0,09
Germania (4)	0,18	-0,13	-0,25	0,90	1,02	0,16	0,17	0,17	-0,01	0,10	0,08	-0,09
Italia (4)	-0,11	0,40	0,53	1,44	1,36	-0,30	0,21	0,28	0,13	0,96	0,52	-0,19
Spagna (6)	0,60	0,57	0,22	1,99	2,04	-0,09	0,31	0,25	-0,01	0,76	0,65	-0,48
<b>Altre economie avanzate</b>												
Australia (4)	1,27	1,26	0,14	1,74	1,62	-0,23	0,13	0,14	0,04	0,11	0,10	-0,21
Canada (6)	1,05	0,97	0,00	1,59	1,51	-0,12	0,15	0,13	-0,07	0,16	0,15	-0,11
Regno Unito (6)	0,39	0,29	0,04	1,14	1,29	0,17	0,43	0,36	-0,20	0,11	0,15	-0,43
Svezia (4)	0,75	0,80	0,24	0,87	0,88	-0,03	0,11	0,17	0,01	0,06	0,06	-0,12
Svizzera (4)	0,28	0,17	-0,26	0,78	0,88	0,28	0,28	0,39	-0,22	0,01	0,02	0,00
<b>Economie emergenti</b>												
Brasile (3)	1,68	0,67	-1,48	2,97	2,09	-1,99	1,06	1,37	0,15	1,15	1,62	0,22
Cina (4)	1,64	1,50	0,01	2,45	2,30	0,06	0,03	0,05	0,01	0,33	0,42	0,16
Corea (5)	0,56	0,60	-0,20	1,85	1,72	-0,55	0,21	0,24	0,02	0,38	0,33	-0,34
India (3)	1,16	1,18	-0,22	2,80	2,76	0,23	0,34	0,48	0,18	0,74	0,89	0,32
Russia (4)	0,91	0,61	-1,13	3,45	2,98	-1,56	0,18	0,40	-0,14	1,63	1,73	-0,16

Tra parentesi il numero di banche incluse; la terza colonna per categoria mostra la differenza tra i valori 2015 (in percentuale delle attività totali) e la corrispondente media semplice nel periodo 2009-12.

<sup>1</sup> Il calcolo delle attività totali può differire tra le diverse banche per effetto di norme contabili differenti (ad esempio in merito alla compensazione delle posizioni in derivati). <sup>2</sup> Plusvalenze realizzate e non realizzate su titoli.

Fonti: SNL; elaborazioni BRI.

questi fattori, la redditività delle grandi banche è migliorata di recente in alcune giurisdizioni, mentre mostra segni persistenti di debolezza in altre.

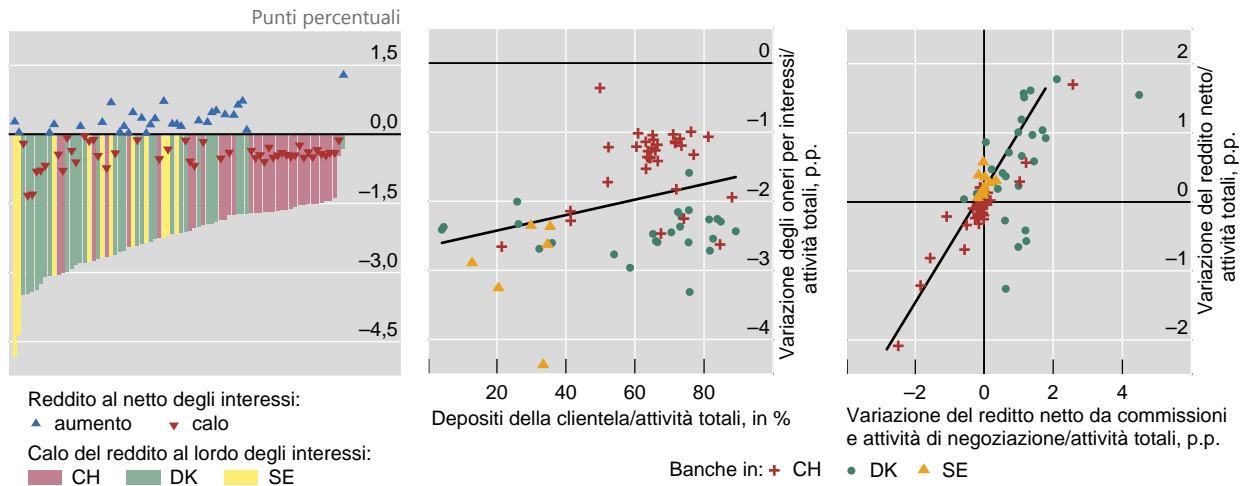
Uno dei canali tramite cui i bassi tassi di interesse stanno influenzando la redditività bancaria è mediante il loro impatto sui margini di interesse netti, la principale fonte di ricavi per molte banche. La debole domanda di credito, unitamente a tassi di interesse in calo sui nuovi prestiti o su quelli in essere a tasso variabile, riduce il reddito da interessi degli istituti bancari. Se non controbilanciato da altri fattori, ciò può comprimere i margini, come nel caso delle maggiori banche in diverse economie (tabella VI.1).

Le pressioni sui margini di interesse netti sono particolarmente pronunciate tra le banche di giurisdizioni in cui i tassi a breve termine sono attualmente negativi

Il calo del reddito da interessi supera spesso la riduzione della spesa per interessi<sup>1</sup>

Le banche che si finanziano tramite depositi al dettaglio beneficiano meno del calo della spesa per interessi<sup>2</sup>

I ricavi da commissioni e da negoziazione sostengono il reddito netto<sup>3</sup>



Sulla base di un campione di 76 banche.

<sup>1</sup> Ciascun triangolo (barra) rappresenta la variazione del reddito da interessi netto (lordo) in percentuale delle attività totali per una singola banca tra il 2008 e il 2015. <sup>2</sup> L'asse delle ascisse si riferisce ai valori 2015; l'asse delle ordinate presenta la variazione tra il 2008 e il 2015. La linea nera rappresenta una semplice linea di tendenza. <sup>3</sup> L'asse delle ascisse rappresenta la variazione del reddito netto da commissioni nonché da plusvalenze realizzate e non realizzate su titoli in percentuale delle attività totali tra il 2008 e il 2015; l'asse delle ordinate evidenzia la variazione del reddito netto in percentuale delle attività totali per lo stesso periodo. La linea nera rappresenta una semplice linea di tendenza.

Fonti: SNL; elaborazioni BRI.

(Capitolo II, riquadro II.A). Numerose banche in Danimarca, Svezia e Svizzera, ad esempio, hanno registrato cali dei margini di interesse netti negli ultimi anni e la riduzione del reddito da interessi ha spesso superato quella della spesa per interessi (grafico VI.3, diagramma di sinistra).

Più di recente, le banche hanno in genere evitato di ridurre i tassi sui depositi al dettaglio al di sotto dello zero al fine di non perdere clienti. Per contro, il trasferimento dei tassi negativi ai clienti istituzionali è stato generalmente più agevole. Pertanto, le banche che fanno notevole affidamento sui depositi al dettaglio hanno registrato un calo della spesa per interessi inferiore agli istituti con una maggiore provvista all'ingrosso (grafico VI.3, diagramma centrale). Tuttavia, numerose banche sono comunque riuscite a preservare i propri utili sfruttando altre fonti di ricavi, ad esempio spingendo i clienti al dettaglio a spostarsi verso prodotti di investimento che generano commissioni.

In alcuni casi, i ricavi sono stati favoriti dal buon andamento del mercato immobiliare e dalla domanda sostenuta di prestiti per l'acquisto di abitazioni. L'incremento di queste esposizioni, tuttavia, pur facendo aumentare i ricavi nel breve periodo, può successivamente incidere negativamente sugli utili a causa di ingenti svalutazioni dei prestiti, specie se l'ampliamento dei bilanci bancari coincide con un allentamento dei criteri di erogazione del credito o con politiche di prezzo aggressive.

Un secondo canale tramite cui i bassi tassi di interesse influenzano la redditività delle banche è tramite le loro attività sul mercato dei capitali (tabella VI.1 e grafico VI.3, diagramma di destra). Negli ultimi anni gli emittenti non finanziari hanno

cercato di approfittare delle favorevoli condizioni di finanziamento offerte dai mercati e, di conseguenza, la persistente espansione delle emissioni obbligazionarie da parte di società non finanziarie ha alimentato i ricavi legati all'attività di collocamento e di negoziazione svolte dalle banche. Inoltre, gli istituti bancari di numerose giurisdizioni hanno beneficiato di plusvalenze mark-to-market sui propri portafogli titoli grazie al calo dei tassi di interesse a livello mondiale che ha spinto le valutazioni delle attività su nuovi massimi. Il rovescio della medaglia, tuttavia, è che queste plusvalenze sono di tipo una tantum e sono destinate a venir meno se le attività sottostanti sono detenute fino alla scadenza. Le sempre maggiori posizioni in obbligazioni a bassa cedola, a loro volta, incideranno negativamente sui futuri rendimenti di portafoglio delle banche. Le crescenti emissioni di tali obbligazioni hanno notevolmente allungato la durata media finanziaria dei titoli in essere, rendendo le posizioni in titoli non coperte vulnerabili a minusvalenze mark-to-market anche a fronte di modesti incrementi dei rendimenti. In effetti, lo scorso anno i settori bancari di diverse economie hanno registrato un calo dei ricavi da commissioni e da negoziazione, di riflesso a condizioni volatili e a un ridimensionamento dell'attività della clientela in diversi grandi mercati obbligazionari (Capitolo II).

Fattori ciclici stanno accentuando i timori per le attività preesistenti, specie nell'area dell'euro. La lenta ripresa continua a pesare sulla capacità di rimborso dei prenditori in diversi paesi dell'area, mentre il problema dell'aumento delle sofferenze rimane irrisolto. In questo contesto, i bassi tassi di interesse potrebbero inizialmente celare potenziali rischi di credito riducendo l'onere per il servizio del debito dei prenditori a prestito. Forniscono altresì incentivi alle banche per rinviare le svalutazioni, in quanto abbassano il costo legato al mantenimento a galla dei prenditori morosi. Sebbene siano stati compiuti progressi per affrontare il tema delle sofferenze, i recenti dati dell'Autorità bancaria europea evidenziano che tali esposizioni rimangono un ostacolo significativo per la redditività delle banche (grafico VI.2, diagramma centrale)<sup>3</sup>. Possono altresì rendere le banche più vulnerabili alle sorti dei loro prenditori a prestito e ridurre l'erogazione di nuovi prestiti.

La diversità delle tipologie di sofferenze indica che non vi sono soluzioni valide per ogni situazione. L'esperienza del passato mostra che le autorità possono contribuire a migliorare gli incentivi per le banche tramite modifiche della legislazione fiscale, riducendo gli ostacoli alle vendite di garanzie reali, nonché quelli alla ristrutturazione dei debiti. A tal fine è possibile utilizzare anche fondi del settore pubblico, subordinatamente a condizioni stringenti e adeguati incentivi, che durante le crisi passate hanno rappresentato uno stimolo efficace al risanamento dei bilanci<sup>4</sup>. Nel prendere le relative decisioni di policy, i benefici della riduzione dei rischi sistemici e della rimozione di ostacoli all'attività economica dovrebbero superare gli eventuali vincoli legati a considerazioni di politica della concorrenza.

Con il deterioramento delle prospettive di crescita mondiale, l'aumento delle sofferenze dovrebbe incidere negativamente anche sui risultati delle banche dei mercati emergenti. Le più vulnerabili sono quelle di paesi in cui i boom finanziari hanno registrato un'inversione o sono in fase avanzata, come in Cina o in altre economie dell'Est asiatico (Capitolo III), o in cui si accumulano ampie esposizioni ai

<sup>3</sup> Per diverse grandi banche, tra i problemi preesistenti figurano anche i contenziosi legati a comportamenti scorretti passati. Per le principali banche britanniche, ad esempio, le multe imposte dalle autorità di vigilanza e simili costi legati a misure disciplinari sono stati equivalenti a circa il 3% del loro capitale proprio tra il 2011 e il 2015.

<sup>4</sup> 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.

settori delle materie prime o dell'energia. Le sofferenze e altre misure del rischio legato ai prenditori a prestito in alcune grandi economie emergenti sono già peggiorate, imponendo alle banche di accrescere gli accantonamenti per perdite su crediti (tabella VI.1) a fronte del calo del rapporto tra quotazioni azionarie e valore contabile del patrimonio netto (grafico VI.2, diagramma di sinistra).

Le esposizioni ai rischi connessi alle materie prime non riguardano solo le banche dei mercati emergenti. Diverse istituzioni finanziarie regionali in Canada e negli Stati Uniti, in particolare, presentano un'elevata concentrazione di prestiti al settore energetico. E le banche con operatività internazionale si erano impegnate in prestiti sindacati (incluse linee di credito non utilizzate) al settore energetico per circa \$2 200 miliardi a fine maggio 2016. La diversificazione geografica di alcuni prestiti può non essere in grado di attenuare il rischio se il basso livello dei prezzi delle materie prime perdura (grafico VI.2, diagramma di destra).

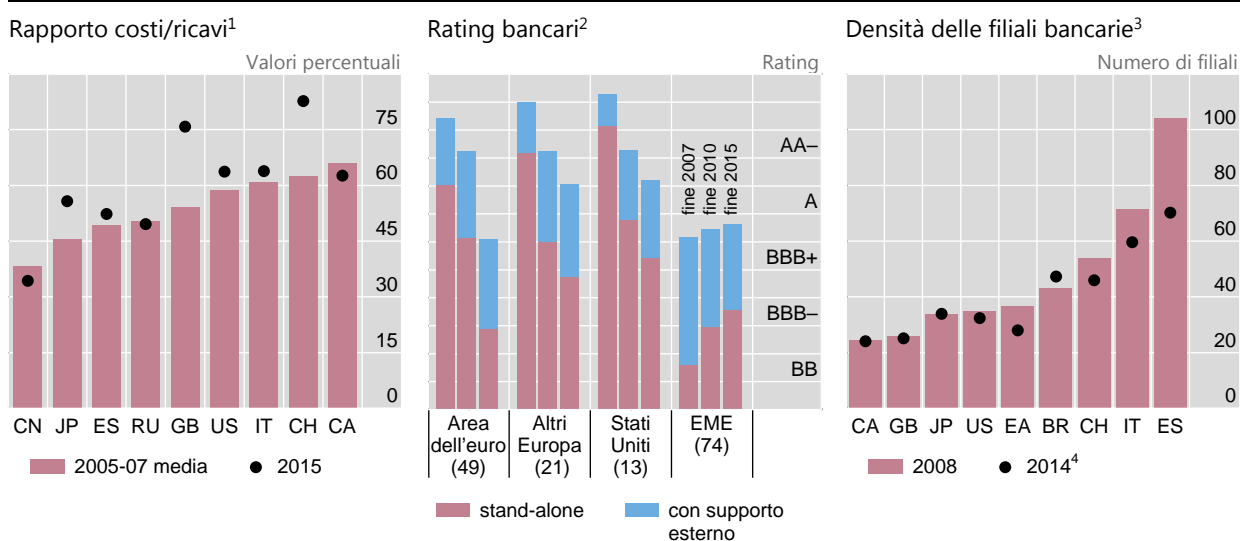
Cambiamenti strutturali persistenti della redditività bancaria stanno rafforzando l'effetto di questi fattori ciclici. Una delle sfide è quella legata alla transizione in atto dell'intermediazione verso soggetti non bancari (si veda oltre), che, nel medio periodo, potrebbe essere ulteriormente amplificata da nuove tecnologie finanziarie ( riquadro VI.B). Al fine di mantenere la redditività le banche dovranno quindi individuare le eccedenze di capacità e ridurre i costi, cercando al tempo stesso di beneficiare della maggiore efficienza dovuta all'innovazione tecnologica.

I progressi in quest'area sono stati eterogenei. Per numerosi sistemi bancari, il rapporto tra costi e ricavi ha perlopiù mantenuto un trend crescente dopo la crisi (grafico VI.4, diagramma di sinistra). Spesso, i modesti ricavi e le connesse pressioni al ribasso sui rating delle banche hanno controbilanciato i guadagni derivanti dalla riduzione dei costi (grafico VI.4, diagramma centrale).

Il miglioramento dell'efficienza di costo richiederà quindi una combinazione di strategie, tra cui ulteriori ottimizzazioni operative, come l'incremento dell'efficienza delle funzioni di back office, nonché una continua valutazione del portafoglio di

## Migliorare l'efficienza di costo in un contesto difficile

Grafico VI.4



<sup>1</sup> Mediana delle banche principali. <sup>2</sup> Numero di banche tra parentesi. <sup>3</sup> Numero di filiali di banche commerciali per 100 000 adulti residenti. <sup>4</sup> Per il Regno Unito, dati 2013.

Fonti: Banca mondiale; Moody's; SNL; elaborazioni BRI.

prodotti e servizi. Un altro fattore chiave è il rafforzamento della resilienza delle banche, che può contribuire a controbilanciare l'impatto della riduzione delle garanzie pubbliche sui costi di finanziamento degli istituti.

In tutto ciò, sarà essenziale ridurre gli eccessi di capacità. Una misura della potenziale capacità inutilizzata è la densità delle filiali bancarie. Tale misura, sebbene complessivamente in calo dopo la crisi, è ancora elevata per diversi paesi europei in base agli standard internazionali (grafico VI.4, diagramma di destra). E la portata complessiva dell'aggiustamento effettuato finora sembra piuttosto limitata rispetto all'esperienza delle crisi passate. Dopo lo scoppio della crisi nordica nel 1991, ad esempio, le banche in Finlandia ridussero il numero delle filiali di più del 40% in quattro anni, ridimensionando le spese operative di oltre il 50%.

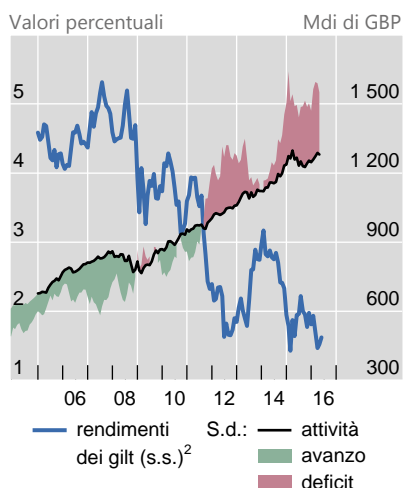
### Altri operatori finanziari: una situazione analoga?

Le istituzioni finanziarie esterne al settore bancario si confrontano con sfide legate agli stessi fattori macro-finanziari che interessano le banche. L'attuale contesto di bassi tassi di interesse, in particolare, rende più difficile per gli assicuratori mantenere gli obiettivi di redditività, in quanto riduce la domanda di prodotti assicurativi del ramo vita e la loro capacità di addebitare commissioni. Di conseguenza, i tradizionali prodotti di risparmio stanno scomparendo e alcune compagnie di assicurazione hanno reagito spostandosi verso i cosiddetti prodotti unit-linked (ossia basati su fondi comuni). I fondi pensione a prestazione definita (le cui passività riflettono le prestazioni che maturano su un lungo periodo di tempo dopo il pensionamento) subiscono pressioni simili.

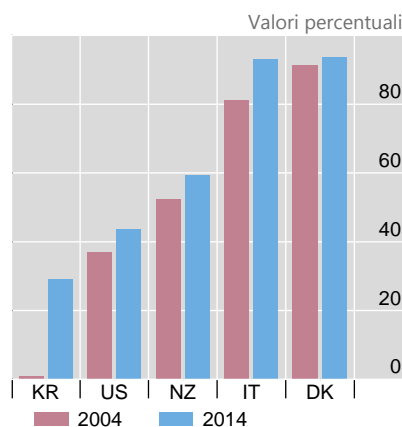
## I bassi tassi di interesse mettono in difficoltà i fondi pensione e le compagnie di assicurazione

Grafico VI.5

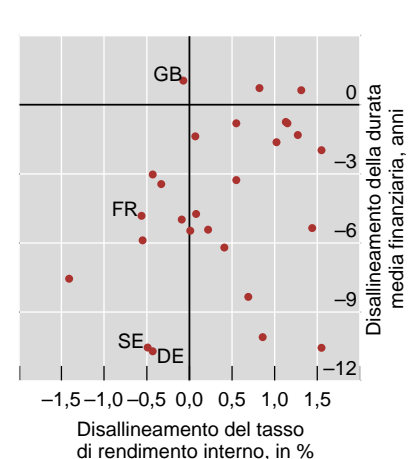
I fondi pensione a prestazione definita del Regno Unito accumulano disavanzi<sup>1</sup>



I fondi pensione si stanno spostando verso schemi a contribuzione definita<sup>3</sup>



Le differenze nel mix di prodotti determinano disallineamenti in termini di durata e di rendimenti<sup>1</sup>



<sup>1</sup> Dati del Pension Protection Fund britannico, basati su un campione di oltre 6 000 fondi privati a prestazione definita. <sup>2</sup> Rendimento nominale dei titoli di Stato britannici a 10 anni. <sup>3</sup> Attività degli schemi a contribuzione definita in percentuale delle attività totali dei fondi pensione. <sup>4</sup> Il disallineamento in termini di durata media finanziaria (o di rendimento) è calcolato come differenza tra il tasso interno di rendimento delle attività e quello delle passività; dati 2014.

Fonti: Bank of England; European Insurance and Occupational Pensions Authority; OCSE; Pension Protection Fund britannico; elaborazioni BRI.



Una sfida fondamentale per la gestione del bilancio delle società assicurative e dei fondi pensione (insurers and pension funds, IPF) è la sensibilità ai tassi di interesse delle loro passività, che tendono a essere a lunghissimo termine. I titoli a reddito fisso che figurano dal lato dell'attivo, invece, hanno in genere scadenze più brevi. Ciò dà luogo a un disallineamento della durata media finanziaria (duration). Di conseguenza, il valore attualizzato di questi crediti dei clienti può essere piuttosto volatile e, se non immunizzato (ad esempio tramite l'utilizzo di derivati), può registrare variazioni più ampie rispetto a quelle delle corrispondenti attività. Ciò vale per le assicurazioni del ramo vita e per i fondi pensione a prestazioni definite, ma anche per prodotti quali le assicurazioni di tipo "long-term care" e per quelle di invalidità. Pertanto, i profili di rischio di entrambi i settori dipendono principalmente dal contesto dei tassi di interesse e dal mix dei prodotti delle società.

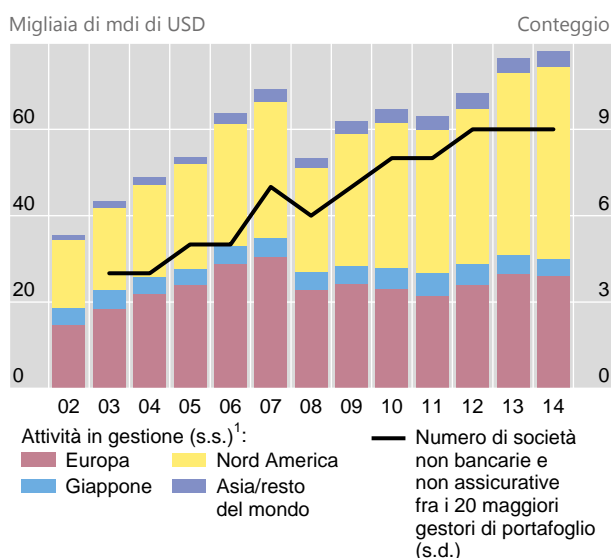
Recenti sviluppi degli schemi previdenziali a prestazione definita illustrano alcune di queste pressioni sui bilanci. Data l'attualizzazione delle obbligazioni finanziarie previste usando i rendimenti di mercato e i disallineamenti delle durate medie finanziarie sottostanti, il calo dei tassi di interesse ha fatto crescere le passività dei fondi pensione rispetto alle loro attività, generando in alcuni casi ampi disavanzi. Nel Regno Unito, ad esempio, l'82% di un campione di circa 6 000 fondi privati a prestazione definita era sottofinanziato alla fine del primo trimestre 2016, con un deficit aggregato di circa £302 miliardi (grafico VI.5, diagramma di sinistra) a marzo. Analogamente, i disavanzi pensionistici stimati delle società dell'S&P 500 totalizzavano circa \$455 miliardi alla fine dello stesso trimestre. Gli andamenti in altre giurisdizioni sono stati simili.

A seguito di ciò, le società hanno iniziato ad adeguare il proprio mix di prodotti e la composizione del proprio attivo. In ambito assicurativo, ciò ha accentuato il

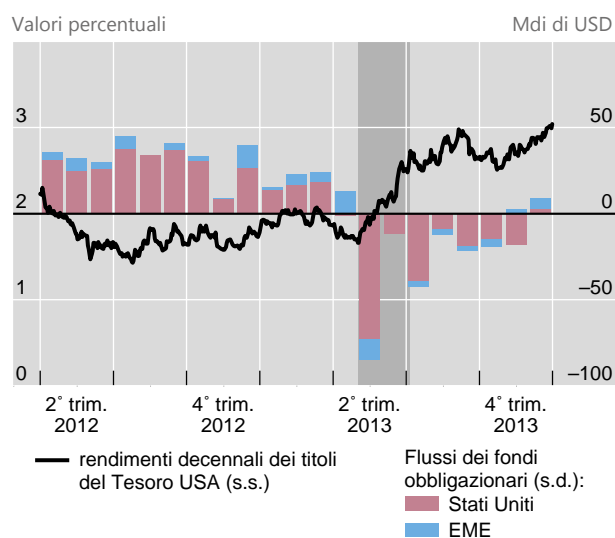
## L'attività di mercato e i rischi di liquidità continuano a migrare verso nuovi operatori

Grafico VI.6

Nuove tipologie di asset manager acquisiscono importanza



Taper tantrum: i rimborsi esercitano pressioni sui fondi obbligazionari<sup>2</sup>



<sup>1</sup> Raggruppamento regionale come in Towers Watson (2015). <sup>2</sup> L'area in grigio più scuro indica l'ondata di vendite sui mercati obbligazionari di maggio-luglio 2013 ("taper tantrum").

Fonti: Towers Watson, "The 500 largest asset managers", 2015; Datastream; Lipper; elaborazioni BRI.

## Redditività delle grandi compagnie assicurative<sup>1</sup>

Valori percentuali

Tabella VI.2

	Ramo danni						Ramo vita					
	Crescita dei premi			Redditività del capitale			Crescita dei premi			Redditività del capitale		
	2011-12	2013-14	2015	2011-12	2013-14	2015	2011-12	2013-14	2015	2011-12	2013-14	2015
Australia	5,3	4,7	-0,8	17,7	22,9	12,4	1,7	21,1	-6,0	...	...	...
Francia	1,5	2,6	1,9	5,8	6,2	5,7	-10,7	7,6	...	6,2	8,0	...
Germania	3,9	0,3	4,8	9,3	9,7	10,0	1,8	3,7	...	4,7	4,7	...
Giappone	2,8	5,3	3,3	3,1	6,8	3,9	6,3	1,8	3,0	...	...	...
Paesi Bassi	-0,1	-0,5	...	8,0	9,3	...	-5,7	-3,9	-7,1	-0,2	0,0	...
Regno Unito	2,9	0,1	2,1	6,1	14,0	9,6	3,5	-6,3	2,5	...	...	...
Stati Uniti	3,5	4,3	0,3	5,7	10,6	7,7	6,1	0,7	-3,1	10,2	12,4	10,6

I valori relativi a periodi pluriennali sono medie semplici.

<sup>1</sup> Dati provvisori per il 2015.

Fonti: autorità nazionali di vigilanza; Swiss Re, database sigma.

generale spostamento verso prodotti unit-linked, che generano maggiori commissioni e fanno un utilizzo meno intenso del capitale poiché i rischi di investimento non sono sostenuti dalla compagnia di assicurazione. I fondi pensione, dal canto loro, hanno continuato a spostarsi verso schemi a contribuzione definita, i quali, come le polizze unit-linked, trasferiscono i rischi di investimento sugli aderenti al fondo pensione (grafico VI.5, diagramma centrale). I conseguenti afflussi verso fondi comuni e veicoli di investimento simili hanno fatto aumentare ulteriormente i relativi patrimoni in gestione, un trend che risale a prima della crisi finanziaria (grafico VI.6, diagramma di sinistra).

Poiché i cambiamenti del mix di prodotti richiedono tempo, il contesto di bassi tassi di interesse ha finora avuto un'incidenza visibile principalmente dal lato dell'attivo dei bilanci degli IPF. In varie giurisdizioni i bassi tassi hanno depresso i rendimenti dei portafogli nonché la crescita dei premi e, quindi, degli utili (tabella VI.2). Poiché una quota significativa dei portafogli di investimento degli IPF è investita in strumenti a reddito fisso, tassi persistentemente bassi rendono molto più difficile reinvestire ai rendimenti originali via via che gli investimenti giungono a scadenza. Ciò spinge questi operatori a ricercare rendimento (come descritto nella Relazione annuale dello scorso anno), soprattutto se devono generare rendimenti superiori a quelli garantiti sulle passività (si veda oltre). Un'alternativa consiste nel puntare su durate medie finanziarie più lunghe (ad esempio obbligazioni a bassa cedola o azioni) per allineare meglio le attività alle passività e quindi ridurre il rischio.

Alcuni IPF europei, ad esempio, hanno cercato di contrastare l'aumento della durata media finanziaria delle passività spostandosi sui titoli di Stato. Questi ultimi hanno in genere scadenze, e quindi anche una durata media finanziaria, più lunghe rispetto alle obbligazioni societarie e sono più liquidi. L'entrata in vigore del nuovo schema di regolamentazione Solvibilità 2 nel gennaio 2016 ha a sua volta rafforzato gli incentivi per gli assicuratori europei, date le ponderazioni per il rischio relativamente favorevoli per le esposizioni sovrane e per alcune obbligazioni societarie ( riquadro VI.C). Di conseguenza, stando alle statistiche sui flussi di fondi UE, la quota di titoli di Stato dell'area dell'euro in circolazione nei portafogli degli IPF è

salita da circa il 19% del 2009 al 23% di fine 2015. Il calo dei rendimenti ha ridotto il reddito da interessi e gli utili e può aver contribuito a effetti di retroazione e alla volatilità dei prezzi delle attività nel breve periodo<sup>5</sup>.

La performance del settore è stata eterogenea tra istituzioni e giurisdizioni diverse, di riflesso alle differenze nelle strutture di mercato e nel mix di prodotti<sup>6</sup>. Nonostante i loro tentativi di proteggersi dal rischio di tasso di interesse, gli assicuratori del ramo vita nella maggior parte dei paesi europei continuano a presentare differenziali di durata media finanziaria negativi, il che si tradurrebbe in minusvalenze nette se i tassi di interesse dovessero scendere ulteriormente. Molte di queste società assicurative presentano inoltre un disallineamento dei rendimenti sugli investimenti (ad esempio in Francia, in Germania e in Svezia). Ciò significa che le garanzie di rendimento incorporate nelle loro passività superano i rendimenti sulle loro attività, destando dubbi sulla sostenibilità dei loro modelli di business nell'attuale contesto di bassi tassi di interesse (grafico VI.5 diagramma di destra). Gli assicuratori britannici, invece, sembrano meno esposti, in parte grazie al loro maggiore utilizzo di prodotti unit-linked.

In prospettiva, i paesi con un settore assicurativo che risente di disallineamenti della durata media finanziaria e dei rendimenti sembrano particolarmente vulnerabili. Ciò tenderà a pesare sulla redditività degli operatori con una quota più ampia di tradizionali prodotti di risparmio a rendimento garantito e delle compagnie di assicurazione di minori dimensioni e indipendenti. Le autorità di questi paesi potrebbero dover impiegare tutti i margini di manovra a disposizione per cercare di adeguare le garanzie di rendimento minime degli IPF. A loro volta, i supervisori potrebbero dover rafforzare i controlli sui disallineamenti del settore assicurativo in termini di durata media finanziaria e rendimenti, specie per gli operatori più piccoli, tenendosi pronti al tempo stesso ad assecondare le pressioni per un consolidamento generate dal calo della redditività. In Europa, l'adozione di Solvibilità 2, introducendo valutazioni in linea con il mercato, potrebbe accelerare questo processo di consolidamento grazie ai benefici di diversificazione derivanti da una regolamentazione a livello di gruppo nonché incentivando un mercato secondario per le passività assicurative (riquadro VI.C).

## Completare le riforme post-crisi

### Portare a termine l'opera sul fronte della regolamentazione bancaria

Il riassetto dello schema di regolamentazione di Basilea 3 è prossimo al completamento. Il CBVB si è impegnato a completare le sue riforme post-crisi entro la fine del 2016, mentre la fase transitoria durerà fino al 2019<sup>7</sup>. Altre misure regolamentari, come i nuovi o rafforzati regimi di risoluzione, saranno attuate in parallelo. Ciò contribuirà a eliminare gradualmente l'incertezza regolamentare e favorirà la pianificazione patrimoniale e di liquidità delle banche. Nell'adottare le

<sup>5</sup> Cfr. D. Domanski, H. S. Shin e V. Sushko, "The hunt for duration: not waving but drowning?", *BIS Working Papers*, n. 519, ottobre 2015.

<sup>6</sup> Cfr. ad esempio FMI, "Chapter 3: The insurance sector – trends and systemic risk implications", *Global Financial Stability Report*, aprile 2016.

<sup>7</sup> CBVB, "Revised market risk framework and work programme for Basel Committee is endorsed by its governing body", comunicato stampa, 11 gennaio 2016.

decisioni di calibrazione finali, il CBVB cercherà di non accrescere in misura significativa i requisiti patrimoniali complessivi. Le autorità nazionali dispongono tuttavia di ampi margini di manovra per innalzare ulteriormente il patrimonio di vigilanza, e vi è sufficiente flessibilità per attivare buffer anticiclici e requisiti simili se necessario. Il risultato sarà un sistema bancario più solido e più resiliente, il che riduce la probabilità di fallimento delle singole istituzioni e l'impatto sull'economia qualora ciò dovesse avvenire. Le banche saranno altresì in grado di sostenere l'economia reale tramite una maggiore erogazione di prestiti. Pertanto, anche a fronte di ipotesi molto prudenti, i significativi benefici a lungo termine per l'economia reale dovrebbero superare eventuali costi di adeguamento transitori di breve periodo.

In seguito alla decisione del gennaio 2016 in merito alla calibrazione del requisito minimo di leva finanziaria e alla successiva pubblicazione di un nuovo requisito per il rischio di mercato da parte del CBVB, l'assetto regolamentare post-crisi per le banche è ormai quasi completo. Naturalmente sono ancora in corso lavori su specifici punti, in particolare sui nuovi metodi standardizzati per il rischio di credito e il rischio operativo, nonché sulle soglie di ponderazione del rischio e sul trattamento delle esposizioni sovrane (Capitolo V), ma le principali decisioni di calibrazione saranno adottate entro fine anno.

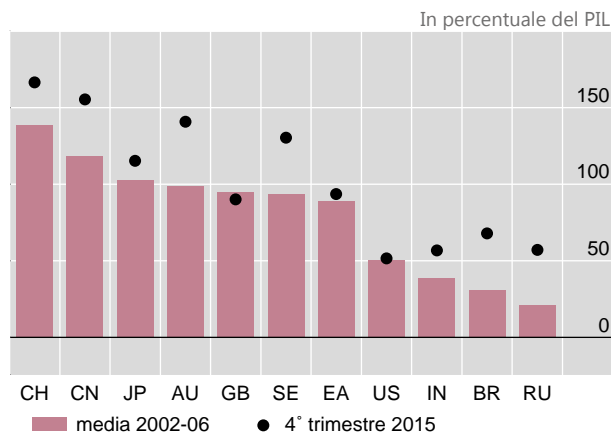
Il nuovo schema affronta importanti debolezze del sistema bancario internazionale messe in luce dalla crisi finanziaria del 2007-09, prima fra tutte l'insufficienza di capitale bancario in grado di assorbire le perdite e di riserve di liquidità. Nell'ambito dei più stringenti coefficienti patrimoniali ponderati per il rischio, le banche dovranno adesso soddisfare un requisito minimo del 4,5% per il rapporto tra capitale Common Equity Tier 1 (CET1) e attività ponderate per il rischio (risk-weighted assets, RWA), nonché un coefficiente patrimoniale Tier 1 del 6% (comprendente una definizione di capitale più ampia). Dovranno altresì mantenere un buffer di conservazione del capitale CET1 aggiuntivo del 2,5%. Di conseguenza, il nuovo schema fissa requisiti di assorbimento delle perdite nettamente più alti e pone maggiore enfasi sulla qualità del capitale, ampliando al tempo stesso la copertura dei rischi bancari.

I coefficienti patrimoniali ponderati per il rischio sono integrati da una serie di requisiti aggiuntivi, quali: 1) il nuovo requisito minimo di leva finanziaria che integra i coefficienti ponderati per il rischio con una misura semplice non basata sul rischio; 2) requisiti di capitale aggiuntivi per il rischio sistemico (ad esempio il buffer anticiclico e i requisiti aggiuntivi per le banche di rilevanza sistemica globale (G-SIB)); e 3) gli standard per la raccolta a breve termine e il rischio di trasformazione delle scadenze (ossia l'LCR e l'NSFR). A questi elementi centrali si aggiungono misure complementari quali il miglioramento dei regimi di risoluzione che agevolano le autorità nel trattamento delle istituzioni finanziarie in situazione di fallimento, anche tramite l'obbligo per le G-SIB di avere una maggiore capacità totale di assorbimento delle perdite (Total Loss-Absorbing Capacity, TLAC) in caso di risoluzione<sup>8</sup>.

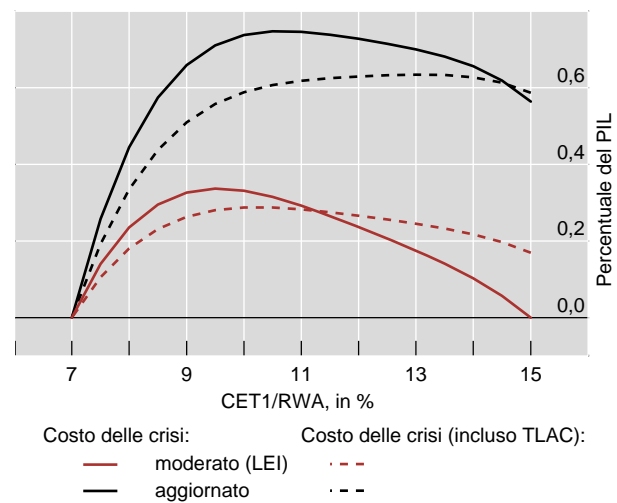
Sebbene la graduale entrata a regime di tutti questi requisiti durerà ancora diversi anni, numerose banche hanno già completato la maggior parte dell'adeguamento. Di conseguenza, i livelli di capitale sono aumentati e la

<sup>8</sup> Al 1° gennaio 2022, tutte le G-SIB dovranno avere strumenti TLAC idonei pari almeno al 18% delle rispettive attività ponderate per il rischio, senza includere eventuali riserve di patrimonio di vigilanza applicabili. La TLAC dovrà inoltre essere equivalente ad almeno il 6,75% della misura dell'esposizione alla leva finanziaria di Basilea 3. Per ulteriori dettagli, cfr. Financial Stability Board, *Summary of findings from the TLAC impact assessment studies*, novembre 2015.

Il rapporto tra prestiti bancari e PIL è aumentato<sup>1</sup>



Sono attesi benefici marginali netti<sup>2</sup>



<sup>1</sup> Prestiti bancari al settore privato non finanziario. <sup>2</sup> La stima moderata del costo delle crisi (scenario di riferimento LEI) ipotizza un costo delle crisi sistemiche pari al 63% del PIL, mentre la stima aggiornata del costo delle crisi ipotizza un costo del 100% del PIL. Le linee tratteggiate indicano le stime corrispondenti se si tiene conto dell'impatto dell'introduzione dei nuovi requisiti TLAC e di una riduzione del 50% del costo della regolamentazione (effetto controbilanciante di "Modigliani-Miller").

Fonti: I. Fender e U. Lewrick, "La calibrazione dell'indice di leva finanziaria", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre 2015 (versione integrale disponibile solo in inglese); CBVB, *An assessment of the long-term economic impact of stronger capital and liquidity requirements*, agosto 2010; Bankscope; statistiche sul credito totale BRI; elaborazioni BRI.

dipendenza dal finanziamento all'ingrosso è diminuita (grafico VI.1). Il fabbisogno di capitale residuo è ormai prossimo o pari a zero in base alla maggior parte delle misure (tabella VI.3). Ad esempio, anche considerando l'obiettivo per i requisiti a regime (ossia ignorando ogni disposizione transitoria e includendo il buffer di conservazione del capitale del 2,5% e i requisiti aggiuntivi per le G-SIB, ove applicabili), il fabbisogno aggregato di CET1 è di soli €0,2 miliardi. Per di più, quest'ultimo è interamente dovuto alle più piccole tra le 230 banche monitorate dal CBVB. In termini di requisiti patrimoniali totali, che includono il CET1 nonché gli strumenti di capitale Tier 1 aggiuntivo e Tier 2, il fabbisogno di capitale aggregato è diminuito a €29,2 miliardi. Ciò equivale a meno dello 0,1% delle attività ponderate per il rischio totali delle banche, stando ai dati più recenti del CBVB (2016).

È importante rilevare che l'incremento del capitale è stato conseguito senza che vi siano particolari segnali di un impatto avverso di breve termine sul credito bancario all'economia reale. Ad esempio, i prestiti bancari al settore privato non finanziario in percentuale del PIL hanno continuato a crescere in numerose giurisdizioni (grafico VI.7, diagramma di sinistra). Ciò significa che un eventuale impatto a breve termine della nuova regolamentazione è stato di per sé modesto oppure è stato controbilanciato da politiche macroeconomiche<sup>9</sup>.

<sup>9</sup> Cfr. ad esempio S. Cecchetti, "The jury is in", *CEPR Policy Insights*, n. 76, dicembre 2014.

## Impatto macroeconomico

Un importante interrogativo per la politica economica è se questi obiettivi di patrimonializzazione più elevati avranno effetti benefici dal punto di vista macroeconomico. La valutazione dell'impatto economico di lungo periodo (long-term economic impact, LEI) fornisce un quadro adeguato per formulare una risposta.

Su questa base, l'analisi degli effetti dei livelli di capitale bancario più elevati comprende tre elementi principali (cfr. riquadro VI.D per i dettagli): 1) una stima dell'incremento del capitale connesso con i nuovi requisiti minimi (il "fabbisogno di capitale" implicito); 2) i benefici di un capitale maggiore sotto forma di minori costi delle crisi (attesi) (ossia la riduzione della probabilità di una crisi moltiplicata per i costi in termini di perdite di prodotto per un dato incremento del capitale bancario); e 3) la possibile perdita di prodotto dovuta a un eventuale incremento degli spread sui prestiti che potrebbe derivare dallo stesso aumento del capitale bancario. Il LEI fornisce stime molto prudenti per gli ultimi due elementi. Una volta corrette per definizioni di capitale più stringenti e per i calcoli delle attività ponderate per il rischio secondo Basilea 3, è possibile combinarle in un prospetto di benefici netti che indichi l'impatto macroeconomico stimato dell'aumento dei requisiti minimi per il rapporto CET1/RWA.

Il grafico VI.7 (diagramma di destra) illustra due serie di prospetti di benefici netti marginali, date stime alternative di costo delle crisi e un punto di partenza del 7% del rapporto CET1/RWA (in base alla tabella VI.3). Il primo prospetto (linea rossa

Coefficienti patrimoniali aggregati delle banche e fabbisogno di capitale<sup>1</sup>

Tabella VI.3

	Requisito a regime, in %		Requisiti patrimoniali di Basilea 3, in %		Fabbisogno di capitale basato sul rischio, mdi di EUR <sup>2</sup>		Fabbisogno combinato di capitale basato sul rischio e leva finanziaria, mdi di EUR <sup>2</sup>	
	Min.	Obiettivo <sup>3</sup>	Transitori	A regime	Min.	Obiettivo <sup>3</sup>	Min.	Obiettivo <sup>3</sup>
<b>Banche del gruppo 1</b>								
Patrimonio CET1	4,5	7,0-9,5	11,9	11,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Patrimonio Tier 1 <sup>4</sup>	6,0	8,5-11,0	13,2	12,2	0,0	3,4	0,0	3,4
Patrimonio totale <sup>5</sup>	8,0	10,5-13,0	15,8	13,9	0,0	12,8	0,0	12,8
Somma					0,0	16,2	0,0	16,2
<b>Banche del gruppo 2</b>								
Patrimonio CET1	4,5	7,0	13,1	12,8	0,0	0,2	0,0	0,2
Patrimonio Tier 1 <sup>4</sup>	6,0	8,5	13,8	13,2	0,0	2,9	4,3	7,2
Patrimonio totale <sup>5</sup>	8,0	10,5	16,0	14,5	0,3	5,6	0,3	5,6
Somma					0,3	8,6	4,6	13,0

<sup>1</sup> Il gruppo 1 è costituito dalle banche con un patrimonio Tier 1 superiore a €3 miliardi e aventi operatività internazionale. Il gruppo 2 è formato da tutte le altre banche. <sup>2</sup> Il fabbisogno è calcolato come somma delle singole banche per cui si osserva una carenza di capitale. Il calcolo comprende tutti i cambiamenti alle attività ponderate per il rischio (ad esempio, rischio di credito di controparte, portafoglio di negoziazione e cartolarizzazione nel portafoglio bancario) e i cambiamenti nella definizione di capitale. Il fabbisogno di Tier 1 e quello di patrimonio totale sono incrementali ipotizzando che i requisiti patrimoniali relativi al capitale di qualità più elevata siano pienamente soddisfatti. <sup>3</sup> Il fabbisogno al livello obiettivo comprende il buffer di conservazione del capitale e i requisiti patrimoniali aggiuntivi per 30 G-SIB, ove applicabile. <sup>4</sup> Il fabbisogno presentato nella riga del patrimonio Tier 1 si riferisce al fabbisogno di patrimonio Tier 1 aggiuntivo. <sup>5</sup> Il fabbisogno presentato nella riga del patrimonio totale si riferisce al fabbisogno di patrimonio Tier 2.

Fonte: CBVB, *Basel III monitoring report*, marzo 2016.

continua) illustra i risultati dello scenario di base del LEI originale, basati su costi delle crisi moderati del 63% del PIL in termini di valore attuale netto. Il secondo (linea nera continua) utilizza una stima di costo più elevata del 100% del PIL, che cerca di incorporare anche le crisi più recenti, molto costose. Anche per la stima di moderati costi delle crisi, i benefici di requisiti prudenziali minimi aggiuntivi piuttosto ampi superano chiaramente i costi.

In particolare, questi dati *sovrastimano intenzionalmente* il probabile costo di requisiti patrimoniali più elevati, mentre non riflettono gli effetti dei nuovi requisiti TLAC per le G-SIB. Le stime LEI ipotizzano che non vi siano riduzioni dei costi di raccolta legate al maggiore capitale, che sono invece state confermate da recenti studi della BRI ( riquadro VI.A). I due prospetti alternativi (grafico VI.7, diagramma di destra, linee tratteggiate) cercano di considerare almeno in parte questo effetto riducendo del 50% l'impatto del costo del capitale, come suggerisce la letteratura accademica (riquadro VI.D). Ciò dimezza l'impatto stimato sul prodotto. I piani adeguano anche i benefici marginali per gli effetti della TLAC, che dovrebbero ridurre sia i costi sia le probabilità della crisi per ogni dato livello di patrimonializzazione<sup>10</sup>.

La gamma di stime che ne risulta indica che vi sono ampi margini per le decisioni di calibrazione definitiva del CBVB. I benefici economici netti (misurati dall'impatto annuale sul livello del prodotto) dei più elevati requisiti patrimoniali si esauriscono solo dopo un significativo incremento dal livello di riferimento del 7% per il rapporto CET1/RWA. Entro tale intervallo, standard regolamentari più stringenti favoriscono la crescita, specie se introdotti gradualmente.

## L'attenzione delle autorità si sta spostando

Con la riforma della regolamentazione bancaria prossima al completamento, l'attenzione delle autorità si sta spostando. Un'area molto importante è quella degli sforzi per porre fine alla frammentazione prudenziale. Un'altra riguarda l'interazione tra la regolamentazione bancaria e i mercati finanziari, e il modo in cui gli sviluppi nel settore bancario possono interagire con quelli nel settore non bancario.

La frammentazione regolamentare dovrebbe rimanere un problema per i gruppi assicurativi con operatività internazionale ancora per un certo tempo, ma gli sforzi per risolverlo proseguono. In Europa, Solvibilità 2 sta creando un nuovo regime regolamentare armonizzato per l'intero settore assicurativo (riquadro VI.C). Ciò porrà fine alla frammentazione delle società assicuratrici europee, ma le nuove regole permettono un lungo periodo transitorio con disposizioni soggette all'approvazione delle autorità, il che può comportare differenze di attuazione temporanee. In questo contesto, sia i dirigenti delle compagnie assicurative sia gli investitori dovranno adeguarsi alla volatilità delle posizioni patrimoniali e, quindi, dei margini di solvibilità previsti dai nuovi standard. A livello internazionale, gli sforzi per stabilire un nuovo Insurance Capital Standard (ICS) mondiale cercano di rimediare alla frammentazione stabilendo un'equivalenza di ampia portata tra le regolamentazioni nazionali. Gli sviluppi tecnici proseguono. Una volta finalizzato, l'ICS sarebbe il primo standard patrimoniale completo a livello di gruppo che sia generalmente applicabile ai gruppi

<sup>10</sup> Si stima che la TLAC riduca i costi della crisi di 5,4 punti percentuali del PIL, mentre la probabilità di crisi sistemiche è ridotta del 26% rispetto alle stime LEI. Cfr. BRI, *Assessing the economic costs and benefits of TLAC implementation*, novembre 2015.

assicurativi operativi a livello internazionale. L'attuazione è prevista per il 2019, dopo un processo iniziale di valutazione e affinamento<sup>11</sup>.

Sono inoltre emersi timori per la liquidità dei mercati (Capitolo II), che hanno messo in luce il ruolo che gli investitori istituzionali e gli organismi di investimento collettivo del risparmio possono svolgere in futuri aggiustamenti del mercato. Date le crescenti posizioni di questi soggetti in obbligazioni societarie e altre attività relativamente illiquide, le decisioni di portafoglio possono mettere alla prova la liquidità dei mercati in situazioni di tensione. Ciò solleva l'interrogativo in merito al possibile ritardo della regolamentazione di fronte alla crescente importanza di questi operatori.

Una caratteristica strutturale essenziale dei mercati degli strumenti a reddito fisso, e in particolare di quelli delle obbligazioni private, è la loro continua dipendenza dai market-maker. La liquidità del mercato dipende in genere dall'intervento di questi intermediari specializzati in qualità di controparti di negoziazione in caso di squilibri *temporanei* tra la domanda e l'offerta. Le condizioni di liquidità nei mercati degli strumenti a reddito fisso e dei pronti contro termine si sono leggermente deteriorate negli ultimi anni, almeno sulla base di alcuni parametri e rispetto al periodo pre-crisi di ampia liquidità di mercato e premi di liquidità ridotti. Sebbene l'evidenza generale di eventuali cambiamenti strutturali della liquidità di mercato rimanga scarsa, è evidente che il comportamento dei market maker sta cambiando (Capitolo II)<sup>12</sup>. Meno chiare sono le cause di fondo e le implicazioni a livello regolamentare, ove ve ne fossero.

Sono in gioco sia fattori di domanda sia fattori di offerta e gli effetti netti saranno probabilmente diversi tra i vari segmenti del mercato. Dal lato dell'offerta, sembra che i market-maker stiano aumentando il prezzo dei loro servizi, anche se ciò non è forse immediatamente visibile nei consueti indicatori di liquidità del mercato. Questo adeguamento riflette fattori sia ciclici sia strutturali. Per quanto riguarda i fattori ciclici, le banche che operano in qualità di dealer in numerose giurisdizioni sembrano aver rivalutato la propria tolleranza al rischio all'indomani della crisi finanziaria, ridimensionando varie attività, tra cui quella di market-making. Dato che i dealer adeguano il proprio grado di leva finanziaria in modo prociclico, i mercati finanziari tendono a presentare dei cicli nelle condizioni di liquidità.

La politica monetaria influenzerà questi effetti ciclici, sostenendo la fiducia del mercato e agevolando le condizioni di finanziamento delle banche. Quest'ultima azione di sostegno, se trasmessa, dovrebbe favorire anche il finanziamento di altri market-maker (non bancari). Al tempo stesso, l'attuale contesto di bassi rendimenti e di rischi di mercato in aumento influenza il trade-off tra rischio e rendimento dei market-maker in quanto riduce i ricavi del mantenimento dei titoli in bilancio, mentre accresce la loro esposizione alle variazioni dei tassi di interesse. Ciò controbilancerà almeno in parte l'effetto di sostegno dell'ampio finanziamento bancario.

Sul piano strutturale, in aggiunta alla recente crescita delle contrattazioni elettroniche e dell'intermediazione non bancaria (Capitolo II), le autorità di regolamentazione bancaria stanno richiedendo ai principali market-maker di

<sup>11</sup> Associazione internazionale delle autorità di vigilanza assicurativa, *First public consultation on global insurance capital standard*, dicembre 2014, e *Relazione annuale 2013-14*, settembre 2014.

<sup>12</sup> Cfr. Comitato sul sistema finanziario globale, *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.



rafforzare i propri bilanci e i propri modelli di finanziamento. Evitando l'accumulo di una leva finanziaria eccessiva e di disallineamenti in termini di raccolta, il nuovo schema prudenziale punta a contenere il rischio che le banche siano costrette a ridurre bruscamente i propri bilanci per far fronte a shock avversi, come è avvenuto ad esempio per i broker-dealer statunitensi all'inizio della Grande Crisi Finanziaria<sup>13</sup>. Questi miglioramenti strutturali tutelano inoltre il sistema finanziario più in generale, riducendo il rischio che le crisi di liquidità e le eventuali "vendite forzate" ad esse collegate si diffondano tra le istituzioni e i mercati. Ciò rafforzerà la tenuta della liquidità dei mercati, anche se forse al costo di una certa riduzione dell'attività in tempi normali<sup>14</sup>. Ciò significa che market-maker più solidi si traducono in una maggiore liquidità del mercato.

È importante rilevare come questi sviluppi si stiano verificando proprio a fronte di una domanda per la liquidità di mercato e di una dipendenza dalla liquidità di mercato in aumento. I patrimoni in gestione degli asset manager sono costantemente aumentati negli ultimi anni (grafico VI.6, diagramma di sinistra), a indicazione di un notevole incremento della domanda potenziale di liquidità. I fondi che offrono rimborsi giornalieri sono stati in prima linea, come indica la presenza crescente di fondi comuni aperti nei mercati delle obbligazioni societarie. Negli Stati Uniti, ad esempio, detengono attualmente circa il 22% del debito privato stando ai dati sui conti finanziari, in aumento da circa l'8% del 2005. Per gli investitori può quindi rivelarsi più difficile del previsto liquidare le posizioni, in particolare quando si inverte il clima di fiducia<sup>15</sup>. Ne è un esempio il "taper tantrum" del maggio-luglio 2013 (Capitolo II), quando i rimborsi esercitarono pressioni significative sui fondi obbligazionari (grafico VI.6, diagramma di destra).

Cosa implicano questi sviluppi per la regolamentazione? Un elemento essenziale è che, indipendentemente dai vincoli regolamentari, i market-maker non intendono "afferrare un coltello che cade"<sup>16</sup>. Ciò significa che, nella transizione verso un contesto che eviti premi di liquidità eccessivamente ridotti, sono gli investitori, e non i market-maker, che devono internalizzare il rischio che la liquidità si prosciughi in caso di vendite massicce. A tal fine, la gestione del rischio di liquidità deve essere all'altezza. Le iniziative basate sul mercato, come le prove di stress di liquidità e le connesse informazioni, sono uno strumento essenziale. Ciò dovrebbe aiutare gli operatori a comprendere meglio i comportamenti reciproci, contribuendo a far prendere loro decisioni informate. Le misure regolamentari possono fornire sostegno, ad esempio,

<sup>13</sup> Cfr. H. S. Shin, "Market liquidity and bank capital", discorso tenuto alla London Business School, 27 aprile 2016.

<sup>14</sup> I risultati delle ricerche empiriche sull'impatto dei recenti cambiamenti regolamentari sulla liquidità del mercato non sono ancora inequivocabili. Mentre J. Dick-Nielson ("Dealer inventory and the cost of immediacy", saggio presentato alla Midwest Finance Association Annual Meeting, 2013) ipotizza che i recenti adeguamenti regolamentari possano aver fatto aumentare i costi di transazione delle obbligazioni societarie statunitensi, F. Trebbi e K. Xiao ("Regulation and market liquidity", mimeo, 2016) non rilevano alcun effetto negativo dell'azione regolamentare USA sulla liquidità del mercato del reddito fisso statunitense.

<sup>15</sup> Per riscontri sulla fragilità dei fondi comuni a causa delle complementarità strategiche tra gli investitori si veda Q. Chen, I. Goldstein e W. Jiang, "Payoff complementarities and financial fragility: evidence from mutual fund outflows", *Journal of Financial Economics*, vol. 97, 2010, pagg. 239-62.

<sup>16</sup> Cfr. I. Fender e U. Lewrick, "Cambia la marea – liquidità di mercato e market-making sugli strumenti a reddito fisso", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2015 (versione integrale disponibile solo in inglese).

sviluppando un'informativa standardizzata o indicazioni per la gestione della liquidità<sup>17</sup>.

In aggiunta, le autorità possono forse incentivare più direttamente gli investitori ad allineare meglio le loro attività e i rischi di liquidità. Un esempio è costituito dalle recenti misure prudenziali sui fondi comuni aperti statunitensi. Tali misure puntano ad affrontare le esternalità (provocate ad esempio da vendite forzate) che possono derivare dai rischi di rimborso cui è esposto il settore<sup>18</sup>. Le nuove regole obbligherebbero i gestori di fondi a mantenere un ammontare minimo di attività liquide che possano essere vendute entro tre giorni per soddisfare le esigenze di liquidità immediate, un approccio concettualmente simile al requisito LCR di Basilea 3, e imporrebbero un limite alle attività illiquide. Inoltre, le nuove disposizioni regolamentari consentirebbero, pur non rendendola obbligatoria, l'applicazione dello "swing pricing", un meccanismo volto a trasferire i costi di negoziazione connessi ai rimborsi agli investitori che chiedono la liquidazione delle loro posizioni al fine di tutelare gli altri investitori da una diluizione del valore patrimoniale netto. Tale meccanismo è ben noto in Europa: gli asset manager che operano in base alla normativa UCITS stanno utilizzando già da tempo varianti dello swing pricing. L'informativa disponibile è stata tuttavia generalmente limitata, rendendo difficile la valutazione dell'efficacia del meccanismo. In prospettiva, le autorità di regolamentazione dovranno continuare a monitorare l'impatto di queste misure sul settore dei fondi comuni, valutando al tempo stesso l'attuazione di requisiti simili in altri segmenti dell'industria del risparmio gestito, se necessario.

<sup>17</sup> Cfr. CSFG (2014, 2016), e FSB, *Strengthening oversight and regulation of shadow banking*, agosto 2013.

<sup>18</sup> Securities and Exchange Commission, *SEC proposes liquidity management rules for mutual funds and ETFs*, 22 settembre 2015.

## Capitale bancario e politiche creditizie: evidenza empirica

Le analisi dell'impatto macroeconomico dell'aumento del capitale bancario spesso presuppongono che l'incremento del capitale bancario accresca i costi di finanziamento totali (azioni più debito) e che ciò si traduca quindi in tassi sui prestiti più elevati e in una minore erogazione di credito. Quest'argomentazione si fonda sul fatto che si osservano deviazioni dal teorema di Modigliani-Miller (MM), il quale postula che la struttura del capitale è irrilevante ai fini del costo del finanziamento<sup>①</sup>.

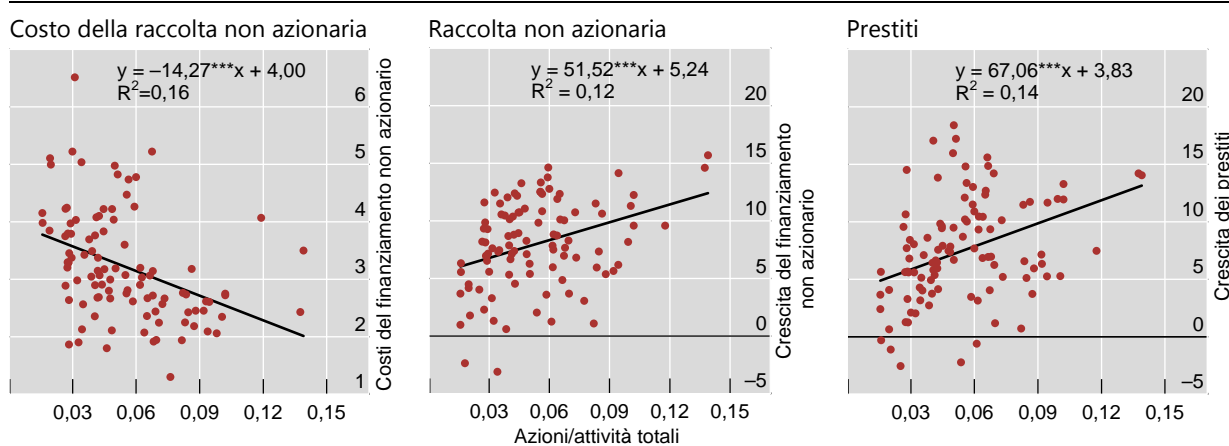
Le deviazioni dal teorema di MM sono in effetti ben documentate<sup>②</sup>, ma ciò non basta a stabilire che l'aumento del capitale bancario comporti una riduzione dei prestiti. Ricerche recenti indicano anzi che sarebbe vero il contrario: un capitale bancario più elevato va di pari passo con una maggiore erogazione di prestiti. Da una parte, uno studio dell'EBA (2015) rileva notevoli effetti positivi sul credito derivanti dall'aumento del capitale bancario per un campione di banche europee. Inoltre, Michelangeli e Sette (2016), utilizzando dati dettagliati sui mutui intermediati tramite Internet, mostrano come le banche meglio capitalizzate prestino di più<sup>③</sup>.

Un potenziale meccanismo che determina la relazione positiva tra offerta di prestiti e capitale bancario è il calo dei costi di raccolta per le banche meglio capitalizzate. Gambacorta e Shin (2016) rilevano che a un incremento di 1 punto percentuale del rapporto tra patrimonio netto e attività totali corrisponde una riduzione di 4 punti base dei costi della raccolta (non azionaria). Dato che la raccolta non azionaria rappresenta in media circa l'86% delle passività bancarie totali, gli effetti che ne derivano sul costo complessivo del finanziamento possono essere significativi e vanno a controbilanciare l'eventuale costo legato alla raccolta di capitale azionario aggiuntivo.

### Quadro sintetico sulla leva finanziaria delle banche<sup>1</sup>

Medie 1995-2012, in percentuale

Grafico VI.A



<sup>1</sup> Diagrammi a dispersione tra il livello medio della leva per un gruppo di 105 banche internazionali e una serie di indicatori bancari: costo medio della raccolta, tasso di crescita medio della raccolta non azionaria e tasso di crescita medio annuo dei prestiti. Ciascun punto rappresenta una banca; i valori sono calcolati come medie sul periodo 1995-2012; \*\*\* denota una significatività al livello dell'1%.

Fonti: L. Gambacorta e H. S. Shin (2016); Bankscope.

Il grafico VI.A illustra i livelli medi della leva finanziaria (definita come rapporto tra il patrimonio netto e il totale dell'attivo) per un campione di banche nel periodo 1995-2012. I tre diagrammi mostrano come la leva finanziaria delle banche sia legata ai costi della raccolta non azionaria (diagramma di sinistra), alla raccolta non azionaria (centro) e ai

prestiti erogati (diagramma di destra). Essendo basati su dati grezzi senza controllo statistico, i diagrammi a dispersione sottostimano la forza delle relazioni osservate. È tuttavia evidente che una minore leva finanziaria sia legata a costi di finanziamento del debito più bassi e a un tasso di crescita più elevato sia della raccolta non azionaria sia dell'erogazione di credito<sup>④</sup>.

① Cfr. F. Modigliani e M. Miller, "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment", *American Economic Review*, vol. 48, n. 3, 1958, pagg. 261-97. ② Cfr. ad esempio D. Miles, J. Yang e G. Marcheggiano, "Optimal bank capital", *The Economic Journal*, n. 123, 2013, pagg. 1-37. ③ Autorità bancaria europea, "2015 EU-wide transparency exercise results", Londra, 2015; V. Michelangeli ed E. Sette, "How does bank capital affect the supply of mortgages? Evidence from a randomized experiment", *BIS Working Papers*, n. 557, aprile 2016. ④ L. Gambacorta e H. S. Shin, "Why bank capital matters for monetary policy", *BIS Working Papers*, n. 558, aprile 2016. I risultati illustrati sono ancora più forti se si tiene conto delle condizioni cicliche e si includono gli effetti fissi a livello di banca e di tempo: all'incremento di 1 punto percentuale del rapporto tra capitale azionario e totale dell'attivo corrisponde una crescita annuale più elevata di 0,6 punti percentuali dei prestiti erogati.

## Digitalizzazione del settore finanziario: opportunità e sfide

Digitalizzazione e “fintech” sono termini generici che inglobano un’ampia gamma di innovazioni tecnologiche che influenzano il settore finanziario. Una caratteristica comune di tutte queste innovazioni è che il volume delle attività collegate rimane modesto, pur essendo in grado di trasformare i modelli di business e le culture aziendali delle banche. Esse tendono tutte a fornire nuovi modi di comunicare, archiviare ed elaborare le informazioni, nonché di accedere ai servizi finanziari. Di conseguenza, stanno cambiando il modo in cui le banche interagiscono tra loro e con i loro clienti. In aggiunta, molte di queste nuove tecnologie sono state create da società non finanziarie e, in alcuni casi, offrono ai clienti soluzioni per accedere ai servizi finanziari senza il coinvolgimento delle banche, il che accresce la concorrenza. La digitalizzazione fornisce quindi al settore bancario sia opportunità sia sfide<sup>①</sup>.

**Servizi di matching.** Una delle aree di particolare importanza per il settore bancario è quella delle tecnologie di matching. Negli ultimi anni, diverse piattaforme elettroniche hanno iniziato a offrire servizi di matching, spesso definiti finanziamento “crowdfunding” o “peer-to-peer”. In un modello di matching puro, le società che forniscono questi servizi non prendono o erogano prestiti esse stesse e quindi non assumono rischi in bilancio. Alcuni servizi di crowdfunding hanno iniziato ad andare oltre i contratti di debito, espandendosi in servizi quali il finanziamento con capitale di rischio e persino alcune tipologie di prodotti finanziari strutturati, e si pongono quindi in concorrenza più diretta con i tradizionali prodotti intermediati dalle banche. Alcuni istituti bancari hanno reagito a ciò iniziando a integrare tecnologie di crowdfunding nei loro modelli di business, ad esempio avviando collaborazioni formali con piattaforme di matching o sistemi analoghi.

**Big Data.** Il termine si riferisce alle enormi banche dati che contengono ingenti quantità di informazioni dettagliate su numerosi individui, spesso sotto forma di database interconnessi. Nella misura in cui le banche accumulano tali dati sui loro clienti, le tecnologie di Big Data possono essere utilizzate per personalizzare i servizi bancari in modo più efficace (ad esempio valutando la qualità creditizia dei loro clienti sulla base di un più ampio numero di parametri). Di conseguenza, dovrebbe esserci un miglior allineamento tra le condizioni dei singoli prestiti e i fattori di rischio, con un conseguente miglioramento della gestione del rischio e dei prezzi. Tuttavia, poiché società non finanziarie stanno accumulando Big Data sui loro clienti e stanno costituendo la capacità di analizzarli, potrebbero essere in grado di competere con le banche per offrire servizi finanziari, esercitando pressioni sui margini di queste ultime.

**Pagamenti digitali.** Nell’ambito dei pagamenti digitali, gli smartphone e altri dispositivi elettronici forniscono ormai accesso a vari servizi bancari e al tradizionale sistema dei pagamenti. Anche se le componenti di servizi di pagamento di queste applicazioni passano in genere per il tramite del settore bancario, alcuni fornitori possono offrire servizi finanziari aggiuntivi, quali strumenti di risparmio o di deposito. Ciò può accrescere la concorrenza e le pressioni sui costi per le banche.

**Distributed ledger.** Uno sviluppo potenzialmente più significativo nel segmento dei pagamenti è l’utilizzo più diffuso di tecnologie di tipo “distributed ledger” e “blockchain”. Questa innovazione fornisce un mezzo alternativo per registrare le informazioni finanziarie senza ricorrere a intermediari di fiducia<sup>②</sup>. Con un distributed ledger, è possibile per chiunque, in una data rete finanziaria, conoscere le risorse di tutti i partecipanti alla rete nonché la cronologia di tutte le transazioni. Questa capacità tecnologica di eseguire in modo esclusivo e verificabile le transazioni potrebbe essere applicata a un’ampia gamma di servizi finanziari. Alcune istituzioni finanziarie, ad esempio, hanno sperimentato l’utilizzo di distributed ledger per collocare e negoziare alcune tipologie di titoli, come ad esempio prestiti sindacati, o stanno considerando l’offerta di prestazioni quali “contratti smart” che consentano l’esecuzione e la verifica automatiche qualora siano soddisfatte determinate condizioni. In generale, la natura decentrata dei distributed ledger dovrebbe ridurre la necessità di alcuni servizi di tenuta di registri e back office, implicando che la negoziazione e il regolamento potrebbero essere forniti più rapidamente e a costi inferiori.

I trend della digitalizzazione stanno registrando una rapida evoluzione e gli eventuali effetti netti rimangono incerti. Sebbene alcuni aspetti della digitalizzazione sembrano accrescere la concorrenza per le banche, queste ultime hanno già investito risorse significative in queste tecnologie in modo da utilizzarle per migliorare i propri modelli di business e per ridurre i costi. Le autorità dovranno monitorare questi effetti al fine di espandere la portata settoriale della regolamentazione qualora fornitori di servizi meno regolamentati rafforzassero significativamente la propria posizione nell’offerta di servizi finanziari digitali.

<sup>①</sup> Cfr. ad esempio European Banking Federation, *The digital transformation of banks and the Digital Single Market*, giugno 2015.

<sup>②</sup> Cfr. Comitato per i pagamenti e le infrastrutture di mercato, *Digital currencies*, novembre 2015.

## Solvibilità 2: panoramica dei principali elementi

Solvibilità 2 è il nuovo schema di regolamentazione per le imprese assicurative nello Spazio economico europeo (comprendente i paesi UE nonché Islanda, Liechtenstein e Norvegia). È stato inizialmente adottato nel 2009<sup>①</sup>. Le nuove regole cercano di armonizzare la regolamentazione degli assicuratori in tutto lo SEE, introducendo il concetto di requisiti di solvibilità basati sul rischio. In tal modo, Solvibilità 2 adotta un approccio di bilancio complessivo che punta a riflettere tutti i rischi dal lato dell'attivo così come dal lato del passivo dei bilanci degli assicuratori, sulla base di valutazioni in linea con il mercato. Le nuove regole si applicano sia a livello di gruppo sia a livello di singole imprese assicurative. Saranno introdotte progressivamente nell'arco di un lungo periodo, a partire da gennaio 2016, e dovrebbero incidere significativamente sulle allocazioni di portafoglio e sulle riserve delle compagnie di assicurazione<sup>②</sup>.

**Requisiti patrimoniali basati sul rischio.** In modo molto simile a quanto avviene per la regolamentazione bancaria, Solvibilità 2 organizza i requisiti patrimoniali in tre pilastri: requisiti quantitativi (1° pilastro), aspetti qualitativi e controllo prudenziale (2° pilastro) e requisiti di informativa (3° pilastro). L'adeguatezza patrimoniale fa parte del primo pilastro ed è basata su due tipologie di regole: il Solvency Capital Requirement (SCR) e il Minimum Capital Requirement (MCR), unitamente a una "scala di intervento" per le autorità di vigilanza legata a entrambe le misure di capitale. L'SCR può essere visto come una riserva di solvibilità la cui carenza attiva l'intervento delle autorità; l'MCR è il livello minimo di capitale al disotto del quale una società è posta in stato di "run-off". L'SCR stipula che un assicuratore è adeguatamente patrimonializzato quando copre le perdite inattese con una probabilità del 99,5% su un orizzonte di un anno. Le poste di capitale idonee sono classificate in tre livelli, in funzione della loro capacità di assorbimento delle perdite. Come avviene con Basilea 2 e 3, le compagnie assicurative possono calcolare i coefficienti SCR tramite modelli interni, soggetti all'approvazione delle autorità, o applicare formule standardizzate.

**Moduli di rischio.** I rischi sono suddivisi in sei moduli di rischio – rischio di mercato, di controparte (insolvenza), vita, danni, salute e rischio immateriale – e ciascun modulo è ulteriormente suddiviso in sottomoduli. Gli effetti di diversificazione tra questi rischi sono riconosciuti, il che tenderà a favorire i conglomerati assicurativi. Vi è inoltre un requisito patrimoniale a fronte del rischio operativo e un adeguamento per effetti di assorbimento delle perdite (ad esempio derivanti da imposte differite). La struttura dei coefficienti per il rischio di mercato è forse l'innovazione più importante del nuovo schema. Il modulo rischio di mercato è a sua volta suddiviso in sette sottomoduli: rischio azionario, di spread, di tasso di interesse, immobiliare, di cambio, di concentrazione e di illiquidità (relativo al premio di illiquidità nel tasso di attualizzazione). Data l'importanza dei prodotti a reddito fisso per i portafogli assicurativi, i moduli rischio di spread e rischio di tasso di interesse sono essenziali. Nel modulo rischio di spread, che riguarda il rischio di una variazione di valore dovuta a una deviazione del prezzo di mercato effettivo da quello atteso del rischio di credito, i requisiti patrimoniali della formula standardizzata sono principalmente determinati dai rating esterni e dalla durata media finanziaria. Sia le obbligazioni sovrane sia quelle societarie (investment grade e prive di rating) ricevono un trattamento relativamente favorevole<sup>③</sup>. Il sottomodulo rischio di tasso di interesse (ossia la variazione di valore dovuta a una deviazione dei tassi di interesse effettivi da quelli attesi), a sua volta, riguarda rischi sia dal lato dell'attivo sia dal lato del passivo. Al fine di valutare il rischio di tasso di interesse netto, tutte le esposizioni pertinenti sono sottoposte a prove di stress tramite l'applicazione di stress al rialzo e al ribasso alla curva dei rendimenti. I requisiti patrimoniali vengono poi calcolati sulla base di ciò.

**Valutazioni in linea con il mercato.** Sebbene molte attività siano negoziate su mercati abbastanza spessi da produrre quotazioni e valori di mercato attendibili, lo stesso non può dirsi per le passività. Nel determinare il valore delle passività assicurative, Solvibilità 2 richiede quindi agli assicuratori di prevedere i flussi di cassa attesi legati alle passività future e di attualizzarli utilizzando un tasso di interesse privo di rischio (più un margine di rischio) per ottenere valori in linea con il mercato. Poiché tassi di attuazione diversi per le attività a fronte delle passività in bilancio possono creare disallineamenti delle valutazioni e provocare una volatilità artificiale dei bilanci, possono essere effettuati degli aggiustamenti rispetto ai tassi di attualizzazione degli assicuratori per controbilanciare parte dell'effetto delle oscillazioni a breve termine dei prezzi delle attività.

Nuovi requisiti di informativa, l'utilizzo per la prima volta di modelli interni e le diverse interpretazioni delle autorità nazionali delle singole regole possono complicare la transizione verso il nuovo schema dal punto di vista degli stakeholder. Un importante interrogativo riguarda la misura in cui le posizioni patrimoniali e quindi i margini di solvibilità risulteranno più volatili rispetto agli standard precedenti. Inoltre, con il posizionamento sullo stesso piano del trattamento di gruppo e di quello individuale, il nuovo standard dovrebbe generare significativi benefici di diversificazione per le grandi compagnie di assicurazione, accentuando le spinte al consolidamento. Interrogativi sull'equivalenza internazionale, a loro volta, dovrebbero incentivare ulteriormente la finalizzazione dello standard patrimoniale assicurativo armonizzato a livello mondiale (Insurance Capital Standard, ICS) da parte dell'Associazione internazionale delle autorità di vigilanza assicurativa (IAIS).

① Cfr. Commissione europea, *Direttiva 2009/138/CE* e *Direttiva 2014/51/UE*. ② Cfr. Comitato sul sistema finanziario globale, *Fixed income strategies of insurance companies and pension funds*, luglio 2011. ③ Cfr. CSFG (2011); le obbligazioni emesse dai governi centrali degli Stati membri e dalle banche centrali denominate e finanziate nella valuta nazionale dei governi ricevono un requisito per il rischio pari a zero, indipendentemente dal loro rating esterno.

## L'impatto economico di lungo periodo (long-term economic impact, LEI) di requisiti patrimoniali e di liquidità più stringenti

La metodologia LEI procede in due fasi: 1) valuta i *benefici attesi* nel lungo periodo del rafforzamento dei requisiti di adeguatezza patrimoniale delle banche tramite la riduzione delle perdite di prodotto attese dovute alle crisi bancarie sistemiche; e 2) confronta questi benefici con i *costi attesi* in termini di perdita di prodotto<sup>①</sup>. Nel calcolo di queste stime, il LEI adotta un approccio esplicitamente molto prudente, effettuando ipotesi che sovrastimano i costi e sottovalutano i benefici attesi.

**Benefici attesi.** Concettualmente, i benefici attesi sono basati sulla moltiplicazione della *probabilità* di crisi bancarie sistemiche, dati diversi coefficienti patrimoniali minimi, per i *costi* macroeconomici attesi (perdita di prodotto) di tali crisi qualora dovessero verificarsi. Per collegare le probabilità delle crisi ai livelli di patrimonializzazione, il LEI utilizza una serie di modelli e analisi del rischio di credito. Facendo la media dei risultati di tali modelli, produce un prospetto dei benefici. Tale prospetto evidenzia rendimenti marginali decrescenti (ossia l'effetto addizionale di capitale aggiuntivo diminuisce all'aumentare del livello di capitale). Per il coefficiente patrimoniale di partenza del 7% per il rapporto CET1/RWA (cfr. il testo principale), ciò produce una probabilità di crisi dell'1,6% tenendo in considerazione gli effetti dell'NSFR. Studi più recenti confermano perlopiù questi risultati<sup>②</sup>.

Le stime dei costi delle crisi sono tratte da studi accademici di casi di crisi. Il rapporto LEI rileva che il costo mediano per il prodotto di crisi bancarie sistemiche è pari al 63% del PIL in termini di valore attuale netto. Tuttavia, la variazione delle stime di costo è ampia, come hanno confermato studi successivi. Un limite della maggior parte di questi studi è che si basano solo su dati precedenti al 2007 e non integrano quindi l'impatto del più recente episodio di crisi. Fa eccezione Ball (2014), con risultati che implicano una perdita cumulata media ponderata in tutti i paesi OCSE di circa il 180% del PIL pre-crisi<sup>③</sup>. L'aggiunta di questa stima alla mediana pre-crisi accresce i costi delle crisi. La presente analisi presuppone una stima di costo aggiornata del 100%.

**Costi attesi.** Se l'aumento dei requisiti patrimoniali delle banche accresce i loro costi, queste ultime possono reagire innalzando gli spread sui prestiti per controbilanciare il calo della redditività del capitale (ROE). Così, i costi dell'indebitamento per le famiglie e le imprese potrebbero aumentare, con una conseguente riduzione degli investimenti e del prodotto. Per stimare l'entità di questo effetto nel lungo periodo, il LEI ipotizza che le banche mantengano un ROE costante trasferendo ai loro clienti *tutti* i costi aggiuntivi dell'aumento dei requisiti patrimoniali. Gli incrementi stimati degli spread sui prestiti sono stati quindi immessi in una molteplicità di modelli macroeconomici per valutarne l'impatto sul PIL.

Il risultato complessivo di questo esercizio è che a un incremento di 1 punto percentuale del rapporto CET1/RWA corrisponde un calo mediano dello 0,12% del livello del prodotto rispetto allo scenario di riferimento, se convertito in termini di Basilea 3 (con il valore corrispondente dei requisiti di liquidità pari a un calo del prodotto una tantum dello 0,08%)<sup>④</sup>. Per costruzione, questi risultati sovrastimano probabilmente i costi effettivi, dato che la metodologia LEI fa astrazione dagli effetti di Modigliani-Miller<sup>⑤</sup>. In pratica, ci si può aspettare che il ROE richiesto per le banche diminuisca al ridursi della loro leva e dei rischi per i loro azionisti<sup>⑥</sup>.

**Altri fattori.** Il carattere prudente dell'approccio LEI implica che eventuali effetti indiretti dei requisiti patrimoniali per le banche non abbiano verosimilmente un'incidenza significativa sulla valutazione di impatto complessiva. Uno di questi effetti potrebbe derivare dall'eventuale impatto prudenziale sulle attività di market-making delle banche (cfr. testo principale). L'eventuale riduzione di tale attività potrebbe accrescere i premi di liquidità e, in definitiva, incrementare i costi dell'emissione di debito in periodi normali. Per le banche, tuttavia, questi costi sono controbilanciati dalla riduzione del rischio in bilancio. Per gli emittenti non bancari, l'eventuale incremento dei costi sarebbe inferiore all'aumento degli spread sui prestiti bancari implicito nel LEI, in quanto tali emittenti potrebbero



ricorrere alle banche come fonte alternativa di finanziamento. Infine, l'impatto sui costi e sulle probabilità delle crisi dipenderebbe dal grado a cui gli investitori non bancari sottostimano il costo della necessità di liquidare attività in condizioni di mercato tese ("illusione della liquidità"), un rischio che dovrebbe diminuire all'aumentare dei premi di liquidità.

① Cfr. CBVB, *An assessment of the long-term economic impact of stronger capital and liquidity requirements*, agosto 2010. ② Cfr. I. Fender e U. Lewrick, "La calibrazione dell'indice di leva finanziaria", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre 2015 (versione integrale disponibile solo in inglese); i risultati originali del LEI sono convertiti in termini di rapporto CET1/RWA utilizzando un fattore di conversione di circa 0,78. ③ L. Ball, "Long-term damage from the great recession in OECD countries", *European Journal of Economics and Economic Policies*, vol. 11, n. 2, 2014, pagg. 149-60. ④ Convertiti dai risultati originali del LEI utilizzando un fattore di conversione di circa 0,78. ⑤ Il teorema di Modigliani-Miller afferma che, date certe ipotesi (come l'assenza di imposte, di costi legati a fallimenti, di costi di agenzia e di asimmetrie informative), il valore di una società non è influenzato dalle sue modalità di finanziamento. Cfr. F. Modigliani e M. Miller, "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment", *American Economic Review*, vol. 48, n. 3, 1958, pagg. 261-97. ⑥ Cfr. ad esempio D. Miles, J. Yang e G. Marcheggiano, "Optimal bank capital", *The Economic Journal*, n. 123, 2013, pagg. 1-37, che documenta un effetto controbilanciante del costo del capitale dell'ordine del 45-75% per un campione di banche britanniche.