

VI. Il sistema finanziario a un crocevia

A quasi sei anni dal culmine della crisi, il settore finanziario è ancora alle prese con le sue ricadute. Le imprese finanziarie si trovano a un crocevia. Il futuro profilo del settore dipenderà dall'evoluzione dell'atteggiamento verso il rischio implicita nella scelta dei modelli operativi. La rapidità dell'aggiustamento nel settore finanziario sarà essenziale affinché esso torni a essere un catalizzatore della crescita economica.

Le ferite del settore bancario si sono in parte rimarginate, ma il risanamento dei bilanci non è ancora completo. Benché il settore abbia rafforzato la propria situazione patrimoniale aggregata mediante la capitalizzazione di utili, i progressi non sono stati uniformi. Per completare l'opera sarà essenziale una redditività sostenibile. Numerose banche hanno difatti adottato modelli di business più prudenti, potenzialmente in grado di assicurare una maggiore stabilità degli utili, e ridotto l'operatività sui mercati dei capitali.

In prospettiva, l'elevato indebitamento rappresenta la principale fonte di vulnerabilità per le banche. Gli istituti che non hanno proceduto a un aggiustamento dopo la crisi devono fare i conti con le persistenti debolezze di bilancio dovute all'esposizione diretta a prenditori sovraindebitati e all'effetto negativo dell'eccesso di debito sulla ripresa economica (Capitoli III e IV). La situazione è particolarmente acuta in Europa, dove tuttavia le banche hanno intensificato gli sforzi nell'ultimo anno. Le banche nelle economie meno colpite dalla crisi ma in una fase avanzata di espansione finanziaria devono prepararsi a un rallentamento e a un deterioramento delle attività.

Il ruolo delle società finanziarie non bancarie è divenuto più prominente, di pari passo con l'accresciuta importanza che ha assunto l'intermediazione di mercato in seguito al ridimensionamento dell'attività bancaria. I bassi tassi ufficiali e la continua ricerca di rendimento hanno incentivato le emissioni di obbligazioni private, mentre le banche hanno dovuto fare i conti con un persistente svantaggio in termini di costi rispetto alla loro clientela di imprese. I portafogli delle società di asset management sono cresciuti significativamente negli ultimi anni; tali società sono ormai divenute un'importante fonte di credito. Tale evoluzione, unitamente all'elevata concentrazione dimensionale del settore del risparmio gestito, può influenzare le dinamiche dei mercati obbligazionari con implicazioni per il costo e la disponibilità di finanziamento di imprese e famiglie.

Dopo aver passato in rassegna l'andamento del settore finanziario lo scorso anno, il capitolo esamina i cambiamenti strutturali che hanno influenzato i modelli di business, nonché le sfide di breve periodo cui sono confrontate le istituzioni finanziarie, vuoi nell'affrontare le perdite pregresse, vuoi nel rafforzare le difese in vista di una possibile svolta nel ciclo finanziario.

Panoramica delle tendenze

A livello aggregato, il settore finanziario ha compiuto progressi nel superamento della crisi e nell'adeguamento al nuovo contesto economico e regolamentare. Le banche stanno accumulando capitale più rapidamente del previsto e la loro redditività sta migliorando. In alcuni paesi, tuttavia, persistono problemi legati alla qualità degli impieghi e agli utili. Il quadro nel settore assicurativo è simile, con una

crescita generalmente sostenuta dei premi, ma una redditività del capitale proprio (ROE) diseguale tra le varie giurisdizioni.

Settore bancario

Le principali tendenze che hanno caratterizzato il settore bancario sono il rafforzamento delle posizioni patrimoniali e una riduzione delle attività ponderate per il rischio (risk-weighted assets, RWA). Il settore ha compiuto progressi nella ricostituzione della base patrimoniale, principalmente mediante la capitalizzazione di utili favorita da una ripresa della redditività. Questi progressi non sono stati uniformi, tuttavia, poiché alcune banche (specie in Europa) continuano a presentare difficoltà. La riduzione delle RWA ha rispecchiato in alcuni casi un vero e proprio ridimensionamento del bilancio, ma in molti altri è ascrivibile a un calo dei pesi per il rischio medi applicati. Considerati i precedenti di segnalazioni di rischio eccessivamente ottimistiche da parte delle banche, quest'ultimo fattore potrebbe essere sintomatico di vulnerabilità nascoste.

Coefficienti patrimoniali

Le banche in tutto il mondo hanno continuato a rafforzare i coefficienti patrimoniali. Finora i progressi a livello di settore sono stati più rapidi rispetto al ritmo di aumento dei coefficienti minimi implicito nelle disposizioni transitorie di Basilea 3 (riquadro VI.A). Nell'anno fino a metà 2013 le grandi banche con operatività internazionale, in aggregato, avevano innalzato il rapporto medio fra Common Equity Tier 1 (CET1) e attività ponderate per il rischio dall'8,5 al 9,5% (tabella VI.1), portandolo con sei anni di anticipo a un valore ampiamente superiore a quello di riferimento del 7% (CET1 più buffer di conservazione del capitale) fissato per il 2019. Le banche di dimensioni più ridotte e maggiormente orientate al mercato regionale hanno raggiunto lo stesso coefficiente patrimoniale medio, ma partendo dal livello più elevato dell'8,8%. Va sottolineato che questi coefficienti si basano sulle nuove e più stringenti definizioni di capitale idoneo attualmente in fase di introduzione, che entreranno pienamente in vigore solo nel 2022.

Sono anche evidenti progressi per quanto riguarda la riduzione dell'ammanto patrimoniale delle banche in ritardo nell'adeguarsi ai nuovi requisiti. A metà 2013 tale ammanco era di €85,2 miliardi, in calo di €59,6 miliardi rispetto al livello di inizio anno. La riduzione si deve principalmente ai guadagni conseguiti dalle grandi banche con operatività internazionale, che hanno pressoché dimezzato il loro deficit. Per contro, l'ammanto delle banche più piccole è lievemente aumentato, pur rimanendo inferiore alla metà di quello degli istituti di maggiori dimensioni.

Il capitale di qualità migliore (CET1) delle banche è aumentato in rapporto alle attività ponderate per il rischio

Coefficienti di Basilea 3 a regime, valori percentuali

Tabella VI.1

	2009	2011		2012		2013
	31 dic.	30 giu.	31 dic.	30 giu.	31 dic.	30 giu.
Grandi banche con operatività internazionale	5,7	7,1	7,7	8,5	9,2	9,5
Altre banche	7,8	8,8	8,7	8,8	9,4	9,5

Fonte: Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria.

La riforma della regolamentazione: novità e attuazione

Al fine di ridurre al minimo i costi di transizione, l'attuazione dei nuovi standard patrimoniali sarà realizzata progressivamente nell'arco di più anni (tabella VI.A). Il coefficiente minimo dell'8% stabilito per il rapporto fra patrimonio totale e attività ponderate per il rischio (RWA) è già integralmente in vigore, ma gli indici che si basano sul patrimonio di qualità più elevata (Common Equity Tier 1 o CET1 e Tier 1 complessivo) entreranno a regime nel 2015. Il nuovo buffer di conservazione del capitale e il requisito patrimoniale addizionale per le banche di rilevanza sistemica globale (G-SIB), entrambi definiti in termini di CET1/RWA, diventeranno pienamente vincolanti nel 2019.

Tempistica di attuazione degli standard patrimoniali di Basilea 3¹

Tabella VI.A

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
CET1/RWA						
Minimo	4,0	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5
Più buffer:						
conservazione del capitale			0,625	1,25	1,875	2,5
G-SIB ²			0,625	1,25	1,875	2,5
Tier 1						
Minimo (in rapporto alle RWA)	5,5	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0
Indice di leva finanziaria (in rapporto alla misura dell'esposizione)	Osservazione	Informativa pubblica			Migrazione al primo pilastro	

¹ Le voci in grassetto indicano il valore a regime (in termini di coefficiente patrimoniale) di ciascuno standard. Le corrispondenti definizioni di patrimonio idoneo entrano pienamente in vigore nel 2022. ² Si riferisce al buffer massimo applicabile.

Lo scorso anno il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (CBVB) ha realizzato progressi riguardo a due elementi fondamentali del programma post-crisi di riforme regolamentari. Il primo consiste nei requisiti minimi di liquidità. L'indicatore di breve termine (liquidity coverage ratio, LCR) era stato pubblicato nel gennaio 2013 e la definizione di attività liquide di elevata qualità (HQLA) è stata ultimata un anno dopo. All'interno della nuova definizione è dato maggiore spazio alle linee di liquidità irrevocabili (committed liquidity facilities, CLF) offerte dalle banche centrali. Il riconoscimento delle CLF ai fini dell'LCR è ora consentito per tutte le giurisdizioni, nel rispetto di una serie di condizioni e limiti. Tali restrizioni intendono limitare l'impiego di CLF in tempi normali, incoraggiando le banche ad autoassicurarsi contro gli shock di liquidità, ma possono essere allentate nelle fasi di tensione, quando potrebbe altrimenti verificarsi un deficit dell'offerta di HQLA. Il Comitato ha inoltre sollecitato osservazioni in merito all'indicatore strutturale (net stable funding ratio, NSFR), l'altro standard di liquidità.

Un altro importante elemento completato nel gennaio 2014 è la definizione del denominatore dell'indice di leva finanziaria (leverage ratio) di Basilea 3, che consiste in un semplice rapporto fra il patrimonio di una banca e le sue esposizioni totali a integrazione dei requisiti patrimoniali basati sul rischio. La misura dell'esposizione rappresenta un passo avanti sotto due aspetti. In primo luogo, è universale, poiché supera le differenze nella rilevazione delle esposizioni fuori bilancio, compresi i derivati, dovute all'applicazione di criteri contabili diversi. La sua definizione si basa su prassi prudenziali consolidate e consente un elevato grado di comparabilità fra giurisdizioni. In secondo luogo, la misura adottata è esaustiva, poiché garantisce un'adeguata rilevazione delle fonti di leva finanziaria sia in bilancio sia fuori bilancio. Di conseguenza, i requisiti in termini di patrimonio richiesto a fronte di un'unità di esposizione saranno più severi dei requisiti impliciti in altri indici simili già adottati in alcune giurisdizioni. I primi riscontri indicano che, in media, la misura dell'esposizione supera di circa il 15-20% la corrispondente misura delle attività totali. A partire dal 2015 le banche saranno tenute a pubblicare l'indice, con l'obiettivo di trasformarlo in requisito minimo nell'ambito del primo pilastro entro il 2018, dopo la sua calibrazione definitiva.

A titolo di confronto, nel 2013 i due gruppi di banche hanno registrato profitti annui aggregati (al netto delle imposte e al lordo delle distribuzioni) di €482 miliardi, oltre quattro volte l'importo dell'ammancio patrimoniale.

L'incremento dei coefficienti patrimoniali si deve soprattutto all'aumento del capitale. Il grafico VI.1 (diagramma di sinistra), utilizzando dati tratti dai bilanci di esercizio pubblicati, presenta una scomposizione delle variazioni del rapporto tra common equity e attività ponderate per il rischio. Gli incrementi del patrimonio idoneo (diagramma di sinistra, segmenti gialli delle barre) hanno fornito in assoluto il contributo maggiore, in particolare per le banche nelle economie emergenti (EME) e per le istituzioni con rilevanza sistemica (non riportate).

L'accantonamento di utili ha avuto un ruolo centrale nel processo di ricapitalizzazione (grafico VI.1, diagramma di destra). A livello aggregato, gli utili non distribuiti sono stati all'origine di 2,8 dei 4,1 punti percentuali di aumento del rapporto tra capitale e RWA tra il 2009 e il 2013. Specularmente, la quota di utili distribuiti sotto forma di dividendi è diminuita di quasi 13 punti percentuali, al 33%. Le banche delle economie avanzate hanno ridotto tale quota di oltre 12 punti percentuali. Negli Stati Uniti, il calo del rapporto di distribuzione delle banche ha contrastato con il comportamento delle agenzie di emanazione governativa, le principali sottoscrittrici di mutui ipotecari. Queste istituzioni, a controllo pubblico, hanno distribuito i profitti al Tesoro statunitense, mantenendo riserve patrimoniali modeste.

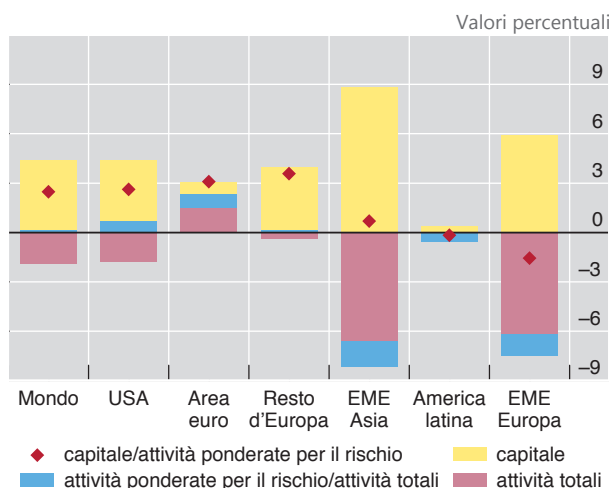
Considerato il contributo che ha sinora fornito all'aumento del patrimonio, la stabilità dei profitti sarà fondamentale per la resilienza del settore bancario nel futuro prossimo. In media, i profitti hanno continuato a recuperare terreno dai

La ricapitalizzazione accresce i coefficienti patrimoniali regolamentari delle banche¹

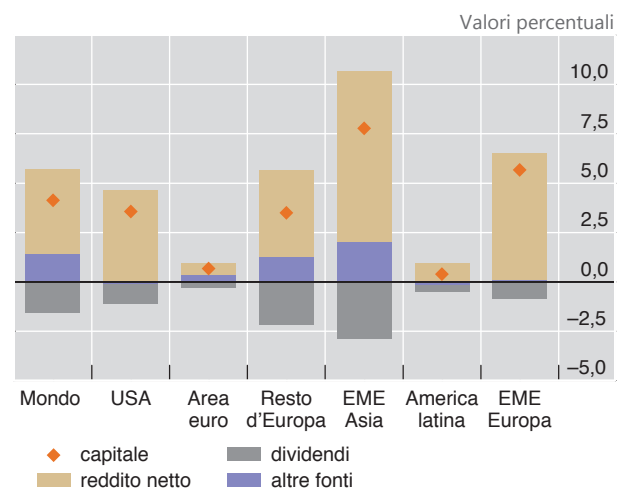
Variazioni tra fine 2009 e fine 2013

Grafico VI.1

Determinanti dei coefficienti patrimoniali



Fonti di capitale



¹ Il grafico scompone la variazione del rapporto fra common equity e attività ponderate per il rischio (diagramma di sinistra) e la variazione percentuale del common equity (diagramma di destra) nelle rispettive componenti additive. Le variazioni complessive sono indicate dai rombi. Il contributo di ciascuna componente è rappresentato dall'altezza del segmento corrispondente. Un contributo negativo indica che la componente ha avuto un effetto depressivo. Tutti i dati sono medie ponderate in base alle attività totali di fine 2013.

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

minimi della crisi, ma la loro ripresa è rimasta eterogenea a livello internazionale (tabella VI.2).

Al di fuori dell'area dell'euro, gli utili al lordo d'imposta delle banche sono aumentati lo scorso anno, pur rimanendo generalmente inferiori alle medie pre-crisi. Il contributo dei margini di interesse è stato inferiore agli anni precedenti: tali margini sono infatti rimasti perlopiù invariati a livello mondiale, e in alcuni casi, ad esempio negli Stati Uniti, sono persino diminuiti. Il contributo più elevato è provenuto dalla riduzione dei costi. Gli accantonamenti per perdite su crediti sono diminuiti nella maggioranza dei paesi, di riflesso alla ripresa economica e ai progressi compiuti nel riconoscimento delle perdite.

Nell'area dell'euro la situazione è alquanto diversa. I profitti sono rimasti bassi. Le tensioni legate al debito sovrano hanno continuato a incidere sulla qualità degli impieghi e il ristagno dell'economia ha compresso i ricavi. In vista della verifica della qualità degli attivi che la BCE condurrà nel corso di quest'anno, le banche si stanno impegnando più attivamente per risanare i propri bilanci, come attesta il recente aumento del tasso di cancellazione dei crediti.

I recenti sviluppi nel settore bancario cinese illustrano i benefici dell'accantonamento di utili quale riserva precauzionale a fronte delle perdite. Con l'indebolirsi della crescita economica in Cina, i prestatori di fondi in questo paese hanno dovuto affrontare difficoltà finanziarie e il volume dei prestiti problematici è lievitato.

Redditività delle maggiori banche

In percentuale delle attività totali¹

Tabella VI.2

Paese ²	Utile lordo di imposta			Margine di interesse netto			Accantonamenti per perdite su crediti			Costi operativi ³		
	2000-07	2008-12	2013	2000-07	2008-12	2013	2000-07	2008-12	2013	2000-07	2008-12	2013
Australia (4)	1,58	1,09	1,28	1,96	1,81	1,79	0,19	0,30	0,17	1,99	1,20	1,11
Canada (6)	1,03	0,85	1,06	1,74	1,58	1,65	0,24	0,25	0,17	2,73	1,85	1,78
Francia (4)	0,66	0,27	0,32	0,81	0,95	0,92	0,13	0,24	0,21	1,60	1,09	1,16
Germania (4)	0,26	0,06	0,10	0,68	0,81	0,99	0,18	0,16	0,18	1,38	1,15	1,55
Giappone (5)	0,21	0,40	0,68	1,03	0,89	0,77	0,56	0,19	0,02	0,99 ⁴	0,73 ⁴	0,60 ⁴
Italia (3)	0,83	-0,04	-1,22	1,69	1,82	1,58	0,40	0,67	1,43	2,27	1,79	1,84
Regno Unito (6)	1,09	0,19	0,23	1,75	1,12	1,12	0,31	0,54	0,36	2,02	1,27	1,55
Spagna (3)	1,29	0,77	0,50	2,04	2,32	2,32	0,37	0,94	0,96	2,29	1,61	1,75
Stati Uniti (9)	1,74	0,53	1,24	2,71	2,49	2,32	0,45	1,06	0,21	3,58	3,01	3,03
Svezia (4)	0,92	0,58	0,77	1,25	0,93	0,98	0,05	0,16	0,08	1,34	0,87	0,84
Svizzera (3)	0,52	-0,03	0,36	0,64	0,54	0,61	0,05	0,05	0,01	2,39	1,86	1,90
Brasile (3)	2,23	1,58	1,62	6,56	4,71	3,55	1,24	1,43	1,07	6,21	3,69	3,28
Cina (4) ⁵	1,62	1,61	1,86	2,74	2,34	2,38	0,31	0,29	0,25	1,12	1,02	1,01
India (3) ⁶	1,26	1,37	1,41	2,67	2,46	2,82	0,88	0,50	0,57	2,48	2,47	2,36
Russia (3)	3,03	1,64	2,04	4,86	4,56	4,15	0,87	1,59	0,80	4,95	2,73	2,68

¹ I valori relativi a periodi pluriennali sono medie semplici. ² Fra parentesi è riportato il numero di banche considerate nel 2013. ³ Costi per il personale e altri costi operativi. ⁴ Al netto dei costi per il personale. ⁵ La rilevazione inizia nel 2007. ⁶ La rilevazione inizia nel 2002.

Fonti: Bankscope; elaborazioni BRI.

Attingendo alle loro riserve, tuttavia, le cinque maggiori banche cinesi sono state in grado nel 2013 di assorbire un volume di perdite su crediti doppio rispetto all'anno precedente, hanno conseguito profitti consistenti e mantenuto coefficienti patrimoniali elevati.

L'attività di investment banking ha prodotto risultati contrastanti. I ricavi dai servizi di consulenza per operazioni di fusione e acquisizione e dall'attività di sottoscrizione titoli sono aumentati, sostenuti dalle emissioni molto vigorose di obbligazioni societarie. Per contro, la negoziazione di prodotti a reddito fisso e di materie prime sul mercato secondario si è indebolita, spingendo al ribasso i corrispondenti ricavi. Unitamente a un inasprimento dell'attività di vigilanza, ciò ha indotto diversi grandi operatori del mercato dei capitali a ridimensionare la propria attività di negoziazione. Anche il rischio legale è entrato in gioco: negli ultimi anni l'intensificarsi delle indagini pubbliche sulla manipolazione di benchmark di mercato ha dato luogo a multe molto ingenti.

Attività ponderate per il rischio

Il secondo fattore alla base del miglioramento dei coefficienti patrimoniali delle banche è stata la riduzione del denominatore, le attività ponderate per il rischio (grafico VI.1, diagramma di sinistra), che può riflettere il ridimensionamento dell'attivo totale (segmenti magenta) oppure una diminuzione delle RWA rispetto alle attività totali (segmenti blu). La maggior parte delle banche è cresciuta per dimensioni di bilancio, ma ha ridotto il peso medio per il rischio dei portafogli di attività. Nelle economie avanzate il calo del rapporto tra RWA e attività totali ha contribuito per 0,7 punti all'incremento medio di 3 punti percentuali dei coefficienti patrimoniali. Le banche dell'area dell'euro rappresentano un'eccezione, avendo ridotto anche i propri bilanci.

Il peso medio per il rischio dei portafogli bancari è di fatto in calo dal 2007. Nonostante la Grande Recessione e la debole ripresa, i rapporti tra RWA e attività totali risultavano diminuiti di circa il 20% nel 2013 rispetto a sei anni prima. Secondo gli osservatori di mercato, ciò non sarebbe dovuto solo a un'effettiva riduzione della rischiosità degli impieghi; le banche avrebbero ridefinito i modelli di rischio al fine di ridurre i coefficienti patrimoniali, sottovalutando il rischio e fornendo valutazioni ottimistiche delle attività. Questo spiegherebbe in parte il persistente sconto al quale le azioni delle banche quotano rispetto al valore contabile del loro patrimonio netto (grafico VI.8, diagramma di sinistra). Tale timore è accentuato dall'osservazione di una sensibile variazione fra i pesi per il rischio applicati ad attività simili da banche diverse.

In base alle fonti di mercato e a studi condotti dalle autorità di vigilanza, la dispersione delle RWA segnalate è difficilmente giustificabile alla luce delle esposizioni al rischio sottostanti. Essa è generalmente maggiore per le posizioni più complesse. Un'analisi mirata dei portafogli di prestiti e di quelli di negoziazione rileva che ciò dipende sia dalle prassi di vigilanza sia dalle scelte delle singole banche¹. Le diverse prassi riflettono gli elementi di discrezionalità previsti dagli standard di Basilea e, in taluni casi, anche scostamenti dagli standard stessi. Tra gli esempi figurano l'applicazione di soglie minime di patrimonio e l'utilizzo parziale del metodo standardizzato (non basato su modelli), come nel caso delle esposizioni creditizie verso soggetti sovrani (riquadro VI.B). Le stime di rischio ricavate dai modelli interni sulla base di campioni limitati di dati, unitamente all'ampia variazione

¹ Cfr. CBVB, *Regulatory Consistency Assessment Programme – second report on risk-weighted assets for market risk in the trading book*, dicembre 2013; e CBVB, *Regulatory Consistency Assessment Programme – analysis of risk-weighted assets for credit risk in the banking book*, luglio 2013.

Trattamento prudenziale delle esposizioni delle banche nei confronti di soggetti sovrani

La sensibilità al rischio costituisce il fulcro dello schema di regolamentazione prudenziale del patrimonio. Basilea 2 e Basilea 3 prescrivono requisiti patrimoniali minimi commisurati con il rischio di credito associato all'insieme delle esposizioni. La sensibilità al rischio si applica anche alle esposizioni verso soggetti sovrani.

Lo standard più rilevante per le banche con operatività internazionale è il metodo basato sui rating interni (IRB)^①. Esso prevede che venga effettuata una *differenziazione significativa* del rischio, richiedendo alle banche di valutare il rischio di credito dei singoli soggetti sovrani utilizzando una scala di rating dettagliata. Lo schema di Basilea si fonda sul presupposto che il sistema IRB sia impiegato nell'insieme di un gruppo bancario e per tutte le classi di attività. Le autorità nazionali di vigilanza, tuttavia, possono consentire alle banche di optare per un'applicazione graduale del metodo all'intero gruppo bancario e, unicamente per le esposizioni non significative in termini sia di dimensioni sia di rischio, di mantenere a tempo indeterminato il metodo standardizzato basato sui rating esterni.

Il metodo standardizzato prescrive di norma l'applicazione di pesi per il rischio positivi a tutte le esposizioni, fatta eccezione per quelle con merito di credito più elevato (da AAA ad AA). Ad esempio, assegna un peso del 20% alle esposizioni verso prenditori quotati A e del 100% a quelli quotati B. Le autorità nazionali di vigilanza, tuttavia, hanno la facoltà discrezionale di fissare un peso per il rischio inferiore per le esposizioni verso soggetti sovrani denominate e finanziate nella corrispondente moneta nazionale. Di conseguenza, sussiste una notevole variazione nei pesi applicati a tali esposizioni dalle grandi banche internazionali, comprese quelle di rilevanza sistemica globale. Proprio questa variazione costituisce un'importante determinante della variabilità complessiva delle attività ponderate per il rischio riscontrata fra le banche.

In genere i dati sulle valutazioni del rischio effettuate dalle singole banche non sono disponibili al di fuori della sfera delle autorità di vigilanza. Un'eccezione degna di nota è la lodevole iniziativa di trasparenza assunta dall'Autorità bancaria europea, che prevede la pubblicazione da parte delle grandi banche europee dei pesi per il rischio e delle esposizioni totali relativi alle diverse categorie di attività. Le informazioni pubblicate rivelano la presenza di un'ampia gamma di prassi diverse e una generale tendenza ad assegnare un peso inferiore alle esposizioni verso il soggetto sovrano del paese di origine.

Nel complesso, le banche assegnano un peso per il rischio pari a zero a oltre la metà del debito sovrano detenuto. Ciò è particolarmente vero per i portafogli cui applicano il metodo standardizzato, che includono la maggior parte delle esposizioni sovrane, ma anche per alcuni portafogli sottoposti al metodo IRB. È interessante notare che la tendenza a impiegare il metodo standardizzato, potenzialmente più permissivo, non è collegata alla capitalizzazione della banca, ma cresce all'aumentare della rischiosità percepita del prenditore. In particolare, nella stragrande maggioranza dei casi le esposizioni verso i soggetti sovrani dei paesi periferici dell'area dell'euro tendono a essere ponderate in base al metodo standardizzato e a ricevere così un peso pari a zero. Ciò accade in particolar modo nel caso delle banche che presentano esposizioni sovrane superiori al 10% del loro patrimonio.

Le banche attribuiscono al soggetto sovrano del loro paese di origine un peso per il rischio notevolmente inferiore rispetto alle banche di altri paesi. Questo trattamento preferenziale (*home bias*) risulta particolarmente pronunciato nel caso delle banche portoghesi, spagnole e irlandesi, e leggermente meno marcato in quello delle banche francesi, britanniche e austriache.

^① Per un approfondimento, cfr. il riquadro "Il trattamento del rischio sovrano nello schema di regolamentazione patrimoniale di Basilea" all'interno del capitolo "I tassi bassi stimolano i mercati creditizi mentre le banche perdono terreno", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre 2013.

nella valutazione delle posizioni di negoziazione, contribuiscono alla dispersione delle RWA. L'effetto combinato di queste differenti prassi suggerisce la possibilità che vi siano incoerenze nelle valutazioni dei rischi, e quindi nei coefficienti regolamentari.

Si pone pertanto la questione di quale sia la risposta ufficiale appropriata di fronte alla necessità di migliorare l'attendibilità e la comparabilità delle RWA (Capitolo V della *Relazione annuale* dello scorso anno). Il metodo basato sui rating interni (metodo IRB) dovrebbe rimanere un elemento fondamentale dell'impianto

regolamentare, poiché stabilisce un legame essenziale con il processo decisionale delle banche e consente una naturale e auspicabile diversità di valutazione del rischio tra le banche. Ciò che occorre è stringere il legame con una misura oggettiva dei rischi sottostanti e migliorare i presidi prudenziali. Da una parte, l'introduzione dell'indice di leva finanziaria (leverage ratio) offre a un tempo una forma di tutela da valutazioni eccessivamente ottimistiche dei rischi e un'utile prospettiva complementare sulla solvibilità di una banca. D'altra parte, le iniziative in corso per comprendere le cause della variazione indesiderata nelle RWA evidenziano la necessità di garantire un rigoroso processo di convalida dei modelli delle banche da parte delle autorità di vigilanza e di migliorare la coerenza tra le diverse giurisdizioni. Inoltre, altre misure, come l'imposizione di vincoli più stringenti sulle ipotesi dei modelli e l'introduzione di un'informativa pubblica maggiore su tali ipotesi, possono parimenti migliorare la confrontabilità delle RWA. Queste opzioni sarebbero preferibili all'imposizione di un modello regolamentare unico, come ad esempio un insieme comune di pesi per il rischio, che potrebbe favorire comportamenti imitativi e una concentrazione del rischio.

Settore assicurativo

Le società assicurative, al pari delle banche, si stanno riprendendo dalla crisi. Quest'ultima ha colpito le parti centrali dell'attività delle compagnie di assicurazione, provocando una marcata diminuzione del valore dei loro investimenti e un calo della crescita dei premi. Le società che hanno venduto protezione mediante derivati su crediti hanno parimenti subito perdite. La ripresa della crescita dei premi e del capitale è stata in parte diversa nel ramo vita e nel ramo danni, e riflette la composizione iniziale dell'attivo delle imprese.

Le compagnie di assicurazione del ramo danni hanno assorbito la riduzione di valore dell'attivo dovuta alla crisi grazie alle ampie riserve patrimoniali. Attualmente, stanno ricostituendo tali riserve attraverso l'aumento dei premi, che nella maggior parte dei mercati sono tornati a salire negli ultimi due o tre anni (tabella VI.3). La redditività della gestione tecnica in termini di combined ratio (indicatore che rapporta

Redditività del settore assicurativo

In percentuale delle attività totali

Tabella VI.3

	<i>Ramo danni</i>						<i>Ramo vita</i>					
	Crescita dei premi			Rendimento degli investimenti			Crescita dei premi			Rendimento degli investimenti		
	2008	2010	2013	2008	2010	2013	2008	2010	2013	2008	2010	2013
Australia	4,5	5,1	7,1	7,4	6,7	5,0	-11,1	2,4	12,1
Francia	2,0	4,4	2,3	2,7	2,8	2,1	-8,5	5,0	-5,5 ¹	-1,1	7,4	5,1
Germania	1,0	-3,4	3,9	4,0	3,3	2,9	1,0	7,1	1,0 ¹	1,3	4,6	5,4
Giappone	-4,1	-0,1	2,8	1,3	1,0	1,0	2,8	3,8	2,2
Paesi Bassi	8,4	4,5	1,3 ¹	4,0	3,4	2,9 ¹	-0,1	-11,5	-13,4 ¹	-2,0	0,7	6,5
Regno Unito	8,7	0,9	-2,0	6,2	3,7	3,1	-29,2	-4,7	5,2
Stati Uniti	-0,6	-0,5	4,4	4,3	3,6	3,2	2,4	13,6	4,3	11,9	13,8	7,6

¹ Dati del 2012.

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

il costo dei sinistri e le spese di gestione ai premi) è parimenti in miglioramento, nonostante i picchi di spesa per sinistri dovuti a catastrofi naturali. Il settore della riassicurazione ha anch'esso rafforzato la base patrimoniale, avvalendosi di fonti alternative di capitale. Il mercato delle obbligazioni catastrofali, duramente colpito all'indomani della crisi, ha segnato una ripresa dopo il 2010 e le emissioni sono in aumento. La crescita dei premi nelle EME è rimasta sostenuta, spinta in molti paesi dall'espansione economica, e sta restringendo l'ampio divario di penetrazione dei prodotti assicurativi rispetto ai mercati maturi.

In confronto al ramo danni, la ripresa nel ramo vita è stata meno robusta. Gli assicuratori in questo segmento sono stati maggiormente penalizzati durante la crisi a causa della concomitanza di perdite legate alle garanzie insite nei loro prodotti e di un aumento del valore delle passività dovuto al calo dei tassi di interesse. Sebbene i premi incassati si stiano riprendendo dal pronunciato calo subito durante la crisi, la loro crescita è ancora inferiore a quella degli oneri per sinistri e dei riscatti.

La crescita dei premi ha controbilanciato i modesti risultati della gestione finanziaria. I bassi rendimenti delle obbligazioni di alta qualità, una categoria fondamentale di attività per gli assicuratori, continuano a frenare i ricavi da investimenti. Il ROE ha recuperato terreno dal minimo segnato durante la crisi, ma rimane inferiore alla media storica. Le prospettive modeste di crescita e i bassi rendimenti di altre categorie di attività hanno indotto una ricerca di rendimento da parte delle compagnie di assicurazione, alimentando la domanda di titoli più rischiosi (Capitolo II).

I cambiamenti intervenuti nella regolamentazione inaspriscono i requisiti patrimoniali degli assicuratori e impongono vincoli più stringenti per la valutazione delle attività e delle passività a lungo termine. Essi dovrebbero pertanto accrescere la resilienza del settore a shock avversi, nonché l'interesse delle compagnie di assicurazione per i titoli a reddito fisso con flussi di pagamento regolari, tra cui le obbligazioni societarie.

In prospettiva, gli assicuratori, in particolare quelli del ramo vita, sono esposti al rischio di tasso di interesse. L'offerta limitata di attività investibili a lunga scadenza amplifica tale rischio, accentuando il disallineamento in termini di durata media finanziaria tra attività e passività. Da questo punto di vista, i derivati possono fornire un'efficace copertura e gli assicuratori beneficerebbero delle riforme dell'infrastruttura del mercato over-the-counter, che dovrebbero ridurre il rischio di controparte. Ma il rischio di interesse deriva anche dalle garanzie e da altri elementi opzionali incorporati nei prodotti di assicurazione vita con caratteristiche di investimento. Tale rischio è complesso, più difficile da prevedere e da coprire. In questo caso, le riserve di capitale rappresentano una linea di difesa migliore.

Credito bancario e finanziamento sul mercato dei capitali

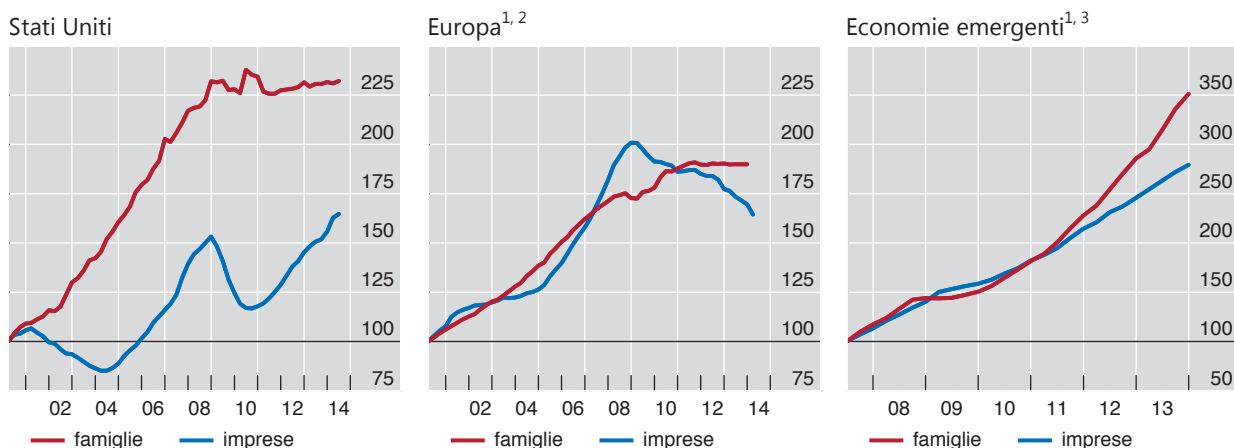
La crisi e le sue conseguenze hanno arrestato la crescita tendenziale dei finanziamenti intermediati dalle banche. Nelle economie avanzate più colpite, il credito bancario alle imprese ha perso terreno a favore delle forme di finanziamento di mercato. Nelle economie emergenti sono cresciute entrambe le fonti di raccolta, ma quella basata sul mercato lo ha fatto a un ritmo più sostenuto.

Nel periodo immediatamente successivo alla crisi, le banche nelle economie più colpite hanno ridotto l'erogazione di credito al fine di risanare i propri bilanci (grafico VI.2, diagrammi di sinistra e centrale). Successivamente il credito erogato alle famiglie da questi intermediari è rimasto stabile, mentre quello concesso alle imprese è diminuito, soprattutto in Europa. Il ristagno della crescita del credito si spiega in parte con la domanda limitata di prestiti di famiglie eccessivamente indebitate e con la fiacchezza della ripresa economica. Ma vi hanno contribuito

Tendenze divergenti del credito bancario

Periodo iniziale = 100, valori nominali

Grafico VI.2



¹ Medie ponderate in base al PIL e alle PPA del 2005. ² Area dell'euro e Regno Unito. ³ Argentina, Cina, Corea, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Messico, Polonia e Russia.

Fonti: Datastream; statistiche nazionali; stime BRI.

anche fattori dal lato dell'offerta: le banche con bilanci deboli sono state più restie a espandere gli impieghi (grafico VI.3, diagramma di sinistra).

Per contro, il credito bancario è stato vigoroso nei mercati emergenti (grafico VI.2, diagramma di destra). Particolarmente sostenuta è stata la crescita del credito alle famiglie, favorita dai bassi tassi di interesse e dai capitali in fuga dalle economie colpite dalla crisi.

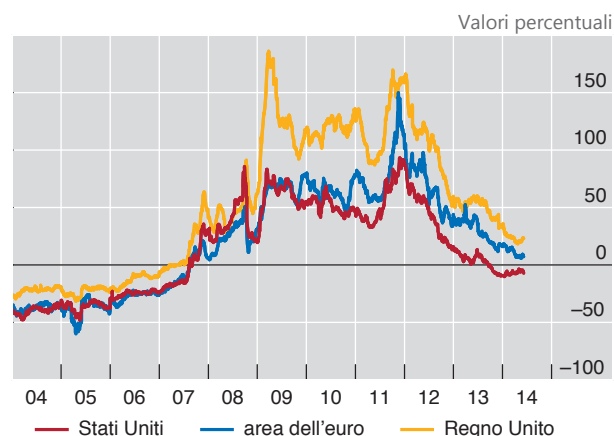
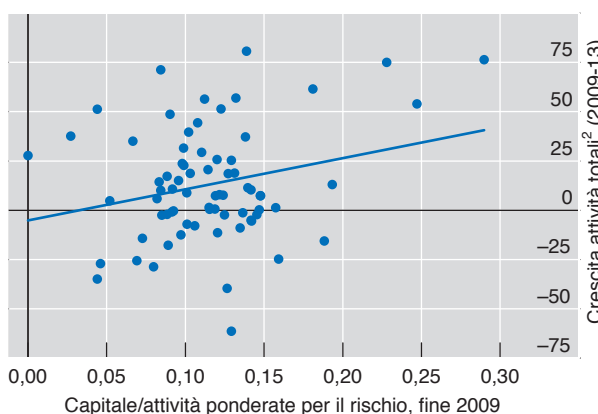
Sia nelle economie avanzate sia in quelle emergenti le imprese si sono finanziate in misura crescente sui mercati obbligazionari, incontrando una forte domanda

Ostacoli al credito bancario

Grafico VI.3

Carenze patrimoniali¹

Costo della raccolta³



¹ Campione di 71 banche in 16 economie avanzate. La relazione positiva riportata concorda con l'analisi di regressione di Cohen e Scatigna (2014). ² In moneta locale. ³ Differenziale corretto per il valore delle opzioni di rimborso (option-adjusted spread) di un sottoindice bancario, meno differenziale corrispondente di un sottoindice di imprese non finanziarie, diviso per il differenziale del sottoindice di imprese non finanziarie. I sottoindici comprendono le attività in moneta locale.

Fonti: B. Cohen e M. Scatigna, "Banks and capital requirements: channels of adjustment", *BIS Working Papers*, n. 443, marzo 2014; Bank of America Merrill Lynch; Bankscope; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

degli investitori. Le società di asset management, alla ricerca di rendimento, hanno infatti fornito finanziamenti a tassi molto interessanti, che le banche non sono state in grado di eguagliare. Di fatto, gli attuali costi di finanziamento delle banche sono superiori a quelli delle imprese (grafico VI.3, diagramma di destra). Questo svantaggio di costo è probabilmente destinato a persistere fintantoché perdureranno timori per la solidità delle banche (si veda oltre).

La ricerca di rendimento da parte degli investitori ha inoltre influito sugli standard creditizi. Le emissioni di strumenti di qualità inferiore sono impennate (Capitolo II). Ne sono un esempio i titoli sovrani dei paesi periferici dell'area dell'euro e gli strumenti di debito bancario ibrido.

Aggiustamenti strutturali nel settore finanziario

La crisi ha prodotto un impatto duraturo sugli intermediari finanziari in tutto il mondo. Costrette da esigenze di redditività, spinte da cambiamenti del quadro regolamentare (riquadro VI.A) e motivate dai segnali del mercato, numerose banche hanno ridefinito il proprio mix operativo. Parallelamente, il settore del risparmio gestito è cresciuto, consolidando la propria posizione nel finanziamento degli investimenti. Tutto ciò ha modificato il panorama finanziario nazionale e internazionale.

Cambiamenti nei modelli di business

Dall'analisi dei bilanci delle singole banche emergono tre modelli operativi che possono essere utilmente impiegati per classificare un campione di grandi banche a livello mondiale². Due di essi differiscono principalmente per le modalità di provvista: le banche che perseguono il modello "retail" ottengono gran parte della loro raccolta da depositanti al dettaglio ed effettuano principalmente attività basilari di intermediazione, in particolare l'erogazione di prestiti. Le banche "wholesale" detengono anch'esse un'ampia quota dell'attivo sotto forma di prestiti, ma attingono una parte significativa della loro provvista dal mercato del finanziamento all'ingrosso. Infine, le banche "trading" sono particolarmente attive nei mercati dei capitali. Esse hanno una quota solo modesta di prestiti in bilancio, effettuano una consistente attività di negoziazione e di investment banking, e si finanziano principalmente sui mercati obbligazionari e interbancari.

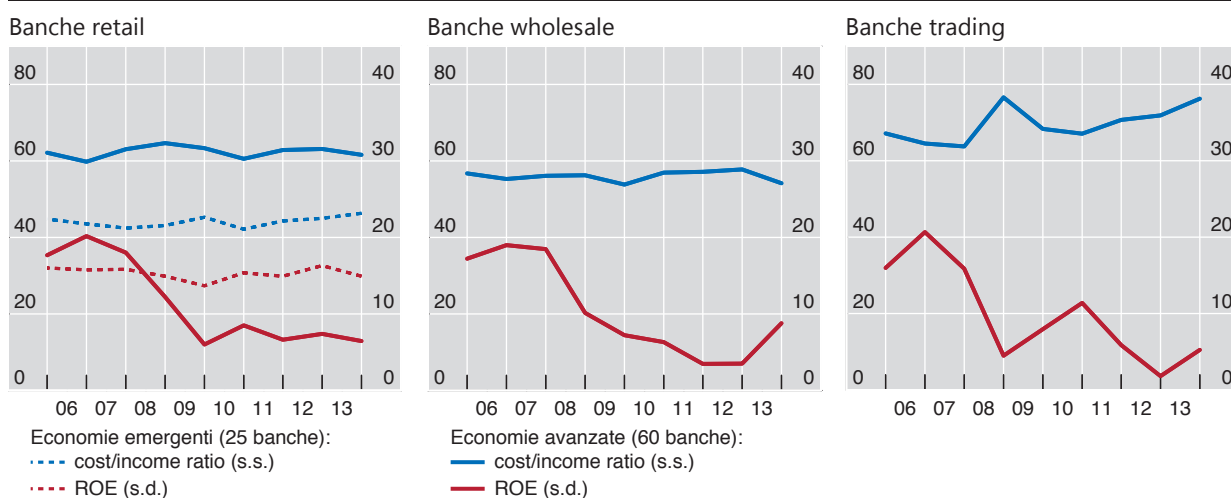
I risultati reddituali e l'efficienza di questi tre modelli di business sono significativamente variati negli ultimi sette anni (grafico VI.4). Lo scoppio della crisi ha fatto precipitare il ROE di tutti questi modelli nelle economie avanzate (linee rosse). Mentre per le banche retail il ROE si è stabilizzato dopo il 2009, per le banche trading e per quelle wholesale ha invece subito drastiche oscillazioni. La situazione è qualitativamente simile in termini di redditività dell'attivo (return on assets, ROA), una misura alternativa che sostanzialmente non risente della leva finanziaria. Per le banche trading, la cui performance è stata peraltro deludente, l'elevata remunerazione del personale ha gonfiato i cost/income ratio, che sono risultati sistematicamente superiori a quelli del resto del settore (linee blu). Le banche con sede nelle EME, che avevano prevalentemente adottato un modello retail e che erano rimaste perlopiù immuni alla crisi, hanno conseguito una

² Per la descrizione di una metodologia che permette di individuare un certo numero di modelli operativi e assegnare a ciascuno di essi le banche del campione, cfr. R. Ayadi, E. Arbak e W. De Groen, *Regulation of European banks and business models: towards a new paradigm?*, Centre for European Policy Studies, 2012.

Efficienza e stabilità degli utili vanno di pari passo

Valori percentuali

Grafico VI.4



Fonti: Bankscope; stime BRI.

performance stabile favorite da una maggiore efficienza in termini di costi rispetto alle loro omologhe delle economie avanzate.

Dopo la crisi molte banche hanno adeguato le proprie strategie, in linea con la performance relativa dei vari modelli operativi (tabella VI.4). Nel campione in esame, un terzo degli istituti di credito che all'inizio della crisi finanziaria nel 2007 rientrava nelle categorie wholesale o trading (19 su 54) era passato al modello retail nel 2012. Nello stesso periodo, invece, poche banche sono passate dal modello retail a un altro modello di business (tre su 38), a conferma della relativa attrattività

Modelli di business: l'attività bancaria tradizionale riacquista popolarità

Numero di banche¹

Tabella VI.4

		Modello di business nel 2007			Totale
		Retail	Wholesale	Trading	
Modello di business nel 2005	Retail	34	10	3	47
	Wholesale	1	23	0	24
	Trading	3	1	17	21
Totale		38	34	20	92
		Modello di business nel 2013			Totale
		Retail	Wholesale	Trading	
Modello di business nel 2007	Retail	35	3	0	38
	Wholesale	14	18	2	34
	Trading	5	2	13	20
Totale		54	23	15	92

¹ Le voci in corsivo indicano il numero di banche che a inizio periodo perseguivano il modello di business indicato nella riga corrispondente e a fine periodo perseguivano il modello di business indicato nella colonna corrispondente. In base a un campione di 92 banche di economie avanzate ed emergenti.

Fonti: Bankscope; elaborazioni BRI.

di un modello incentrato su fonti di reddito e di provvista stabili. Questo recente andamento contrasta con gli sviluppi prima della crisi. Dal 2005 al 2007 solo quattro banche su 45 erano passate al modello retail. Parallelamente, il facile accesso al finanziamento e gli elevati profitti da negoziazione avevano indotto un quarto delle banche con un modello retail nel 2005 (13 su 47) ad adottare un modello diverso nel 2007.

Evoluzione dell'attività bancaria internazionale

Un aspetto essenziale dei modelli di business delle banche con operatività internazionale riguarda la provenienza geografica della provvista rispetto alla destinazione degli impieghi (grafico VI.5, diagramma di sinistra). A un'estremità vi sono le banche tedesche e giapponesi, le cui posizioni internazionali sono perlopiù transfrontaliere e finanziate nel paese di origine. All'estremo opposto vi sono le banche spagnole, canadesi e australiane, che si avvalgono delle dipendenze estere sia per ottenere che per concedere finanziamenti nel paese ospitante. Tra questi due estremi, le banche belghe e svizzere attingono a fonti di provvista geograficamente diversificate e presentano ingenti posizioni transfrontaliere, contabilizzate perlopiù nei centri finanziari internazionali come Londra, New York, Parigi o i Caraibi.

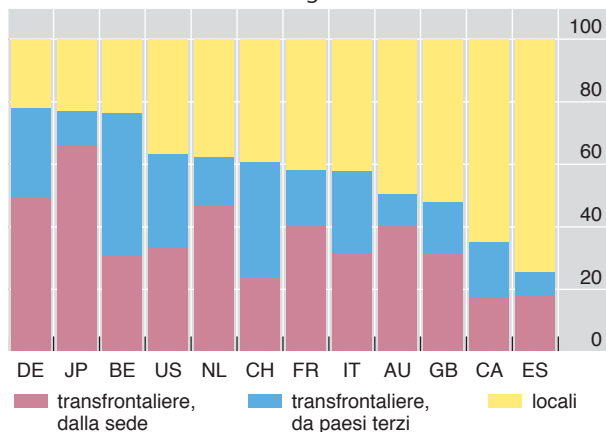
Negli ultimi cinque anni l'attività bancaria internazionale condotta tramite dipendenze all'estero ha dato prova di maggiore resilienza rispetto all'attività transfrontaliera. Ciò è chiaramente visibile nella relazione positiva tra, da un lato, la quota di intermediazione effettuata in loco sul totale degli impieghi esteri di un

Il profilo geografico dell'intermediazione bancaria internazionale è importante

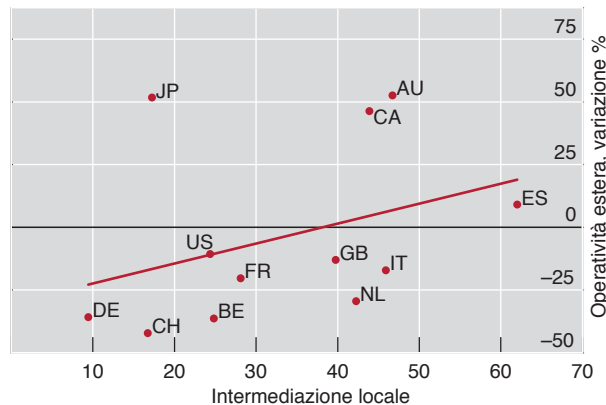
Valori percentuali

Grafico VI.5

Attività estere, in base al luogo di contabilizzazione¹



L'attività di intermediazione locale accresce la resilienza²



Banche con sede legale in: AU = Australia; BE = Belgio; CA = Canada; CH = Svizzera; DE = Germania; ES = Spagna; FR = Francia; GB = Regno Unito; IT = Italia; JP = Giappone; NL = Paesi Bassi; US = Stati Uniti.

¹ A fine del 4° trimestre 2013. Transfrontaliere, dalla sede = posizioni transfrontaliere contabilizzate dalla sede della banca nel paese di origine, più stima del finanziamento transfrontaliero delle posizioni nette positive nei confronti dei residenti nel paese di origine; Transfrontaliere, da paesi terzi = posizioni transfrontaliere contabilizzate al di fuori del paese di origine della banca creditrice; Locali = posizioni contabilizzate nel paese di residenza del prenditore. ² Intermediazione locale = $\sum \min\{LC_{ni}, LL_{ni}\} / FC_n$, dove LC_{ni} (LL_{ni}) corrisponde alle attività (passività) locali nel paese i contabilizzate dalle banche con sede legale in un paese n . L'operatività estera è definita come somma di attività e passività estere. Fra il trimestre Q e il 4° trimestre 2013 si è verificata una variazione percentuale, riportata, dell'operatività estera. Q è il trimestre nel periodo 2° trimestre 2008-2° trimestre 2009 in cui il grado di operatività estera in un particolare sistema nazionale ha raggiunto il livello massimo.

Fonti: statistiche bancarie consolidate BRI (in base al rischio ultimo e al mutuatario immediato); statistiche bancarie BRI su base locale per nazionalità.

sistema bancario e, dall'altro, la crescita complessiva di tali impieghi (grafico VI.5, diagramma di destra). Ad esempio, gli impieghi esteri delle banche australiane sono aumentati sensibilmente per effetto della crescente attività delle loro dipendenze in Nuova Zelanda e nell'Asia emergente. Analogamente, le condizioni favorevoli in America latina hanno permesso alle banche spagnole di aumentare le attività estere, malgrado le pressioni generali sulle banche europee per ridurre il credito estero al fine di preservare il capitale per i mercati nazionali.

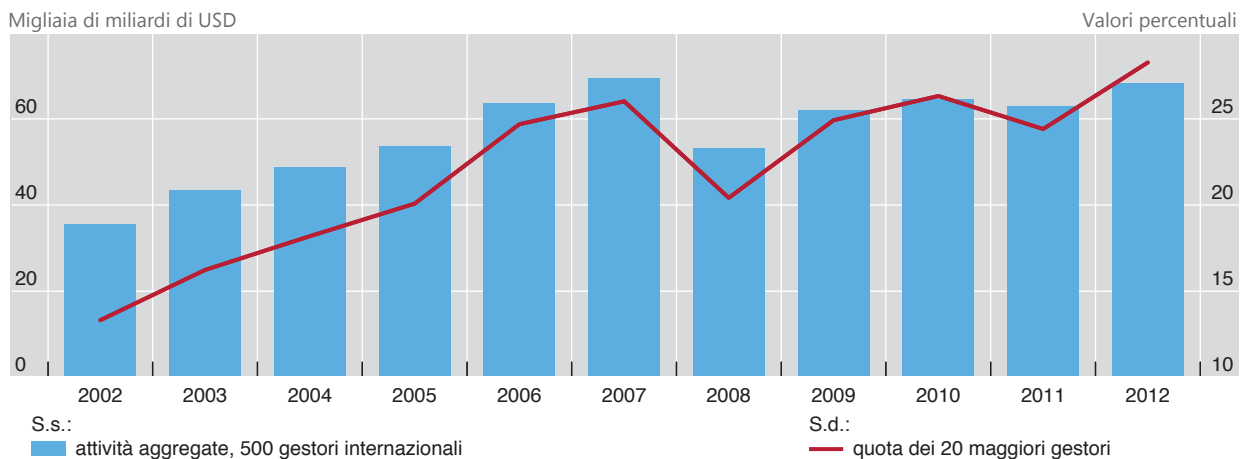
L'attività transfrontaliera, al contrario, durante la crisi aveva subito i contraccolpi del congelamento della liquidità, che aveva messo sotto pressione i mercati finanziari internazionali. Da allora, il credito bancario transfrontaliero ha registrato una flessione, che spiega in gran parte il calo delle attività estere delle banche svizzere e tedesche negli ultimi cinque anni. Al riguardo, il notevole aumento degli impieghi transfrontalieri degli istituti bancari giapponesi, principalmente nei confronti di residenti negli Stati Uniti e nell'Asia emergente, rappresenta un'eccezione degna di nota.

L'ascesa del settore dell'asset management

In seguito alla riorganizzazione delle linee di business delle banche e al ridimensionamento di alcune loro attività sul mercato dei capitali, l'intermediazione finanziaria per il tramite dei mercati ha guadagnato terreno. La crescita del settore del risparmio gestito ne è un esempio lampante. Poiché sono responsabili dell'investimento di ampi portafogli mobiliari, gli asset manager possono avere un impatto significativo sul funzionamento del mercato, sulle dinamiche dei prezzi delle attività e, in definitiva, sui costi di finanziamento di amministrazioni pubbliche, imprese e famiglie.

Le società di asset management (asset management companies, AMC) gestiscono portafogli di titoli per conto degli investitori finali, sia al dettaglio sia all'ingrosso. Esse investono il risparmio delle famiglie e le eccedenze di liquidità delle piccole imprese, ma anche somme ingenti per conto di investitori istituzionali, come fondi pensione pubblici e privati, compagnie di assicurazione, tesorerie aziendali e fondi di ricchezza sovrani.

Le forme contrattuali possono variare considerevolmente in termini di struttura e caratteristiche dei prodotti, in funzione degli obiettivi di investimento dei clienti. Ad esempio, i fondi comuni di investimento aperti e chiusi riuniscono i capitali dei singoli investitori in portafogli più ampi, gestiti su base collettiva. Per contro, i fondi pensione pubblici e privati possono affidare alle AMC capitali che vengono gestiti in conti segregati sulla base di mandati creati su misura per le esigenze dei clienti. Nella maggior parte dei casi, le AMC non mettono a rischio il proprio bilancio nella gestione di detti patrimoni. Offrono invece, a fronte di una commissione, economie di scala e di scopo sotto forma di competenze nella selezione dei titoli, nell'esecuzione e nel timing delle transazioni, nonché nell'amministrazione dei portafogli. Vi sono tuttavia eccezioni. Ad esempio, gli hedge fund gestiscono attivamente i portafogli seguendo strategie di investimento improntate a un'elevata propensione al rischio e a un rilevante ricorso alla leva finanziaria. I gestori di hedge fund partecipano al fondo con il proprio patrimonio e sono remunerati sulla base della performance. Una forma nascosta di leva finanziaria riguarda in maniera analoga le rassicurazioni implicite fornite dai fondi monetari sulla preservazione del capitale. La AMC responsabile di tali fondi potrebbe sentirsi in dovere di coprire eventuali ammanchi dovuti a una performance scadente del portafoglio. La copertura, esplicita o implicita, dei prestiti assunti da un fondo da parte del gruppo che gestisce il fondo stesso è un altro fattore in grado di mettere a repentaglio il bilancio delle AMC.



Fonti: Towers Watson; stime BRI.

Il settore del risparmio gestito ha registrato una crescita sostenuta negli ultimi anni. Sebbene l'eterogeneità dei profili delle AMC e dei prodotti complichino la misurazione statistica, le stime indicano che le masse totali in gestione sono nell'ordine di decine di migliaia di miliardi di dollari USA (grafico VI.6). Nonostante la breve riduzione delle dimensioni del portafoglio aggregato registrata durante la crisi, principalmente per le minori valutazioni piuttosto che il disimpegno dei clienti, nel 2012 le AMC gestivano un volume di fondi doppio rispetto a 10 anni prima.

La crescita del settore ha coinciso con un incremento della quota di mercato dei maggiori operatori: le AMC leader del mercato gestiscono infatti oltre un quarto dei patrimoni totali in gestione (grafico VI.6, linea rossa). La concentrazione è massima al vertice, dove un ristretto gruppo di operatori domina le classifiche. Molte di queste AMC sono affiliate e/o operano all'interno dello stesso gruppo di grandi istituzioni finanziarie di rilevanza sistemica.

L'ascesa del settore del risparmio gestito presenta sia opportunità sia rischi per la stabilità finanziaria. Da un lato, il rafforzamento dell'intermediazione finanziaria basata sul mercato può fornire a imprese e famiglie un canale complementare rispetto al credito bancario (cfr. il riquadro VI.C per un esempio). La crescita dei portafogli delle AMC rispecchia infatti la ricomposizione del finanziamento all'economia reale, dove il peso delle banche è diminuito a vantaggio di quello dei mercati. La maggiore diversità delle fonti di raccolta può rappresentare un punto di forza nella misura in cui una fonte può ovviare a eventuali problemi di offerta dell'altra. Ciò detto, il nesso fra incentivi e obiettivi che influenza le scelte delle AMC può incidere negativamente sulle dinamiche del mercato e sui costi di finanziamento dell'economia reale. I gestori di portafogli sono valutati sulla base dei risultati di breve periodo, e i ricavi sono legati alle oscillazioni dei flussi di capitali dei clienti. Questo sistema può accentuare la prociclicità dei prezzi delle attività, alimentando la dinamica di mercato nelle fasi di espansione e dando luogo a brusche fughe da alcune classi di attività nei momenti di tensione.

Una maggiore concentrazione del settore può rafforzare questo effetto. Le singole imprese che gestiscono ampi portafogli di attività possono talvolta esercitare un influsso sproporzionato sulle dinamiche di mercato. Ciò vale in particolare nel caso in cui diversi gestori all'interno della stessa società condividano ricerche e idee di investimento e applichino le stesse valutazioni del rischio prodotte dal vertice. La minore diversità del mercato indebolisce la capacità del sistema di

Il finanziamento degli investimenti infrastrutturali

Gli investimenti infrastrutturali, se adeguatamente mirati e definiti, possono favorire la crescita potenziale. Nelle economie sia emergenti sia avanzate vi è la necessità di creare o rinnovare importanti opere infrastrutturali legate al trasporto o all'energia. In molti paesi la difficile situazione dei conti pubblici impone limiti precisi alla disponibilità di finanziamenti pubblici, rendendo ancora più importante promuovere il finanziamento privato dei progetti di questo tipo. Per poter realizzare tale potenziale occorrono chiarezza riguardo al concepimento e al funzionamento dei progetti, e una gamma diversificata di strumenti di finanziamento.

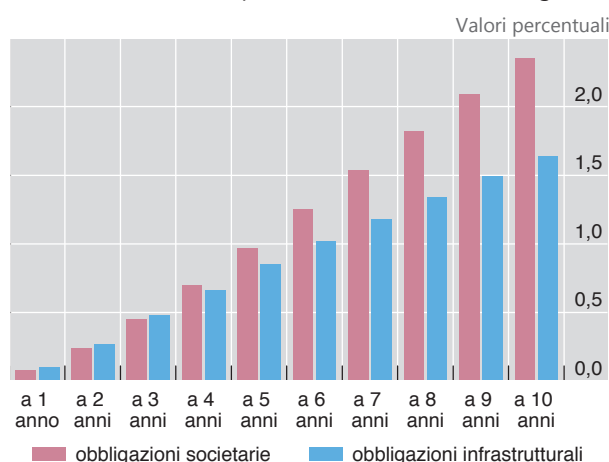
Uno dei principali ostacoli che si frappongono a un maggiore ruolo dei finanziamenti privati è l'incertezza relativa alla realizzazione futura dei progetti. Per gli investitori privati l'attrattiva di un progetto dipende spesso dalla strutturazione dei contratti giuridici che disciplinano la distribuzione dei rischi e dei flussi finanziari. Un'errata definizione dei contratti può portare a uno sfioramento dei costi e persino al fallimento del progetto stesso. Anche i rischi politici rivestono un ruolo determinante. Ad esempio, laddove in passato si siano spesso modificati per ragioni politiche i prezzi praticabili dai concessionari delle infrastrutture, la percezione di tali rischi sarà di gran lunga maggiore. I finanziatori privati saranno disposti a sostenere i costi fissi necessari a costituire le competenze del caso soltanto se sapranno di poter investire in progetti ben pianificati, che non rischiano di essere cancellati o pesantemente modificati nel corso del lungo periodo di gestazione e realizzazione. In caso contrario, privilegeranno categorie di attività meno complesse.

Un altro fattore in grado di attirare investimenti di portafoglio a lungo termine è una maggiore diversificazione degli strumenti di finanziamento. Le obbligazioni infrastrutturali, ad esempio, sono strumenti potenzialmente appetibili per i fondi pensione e le compagnie di assicurazione. Nell'arco del lungo ciclo di vita dei progetti infrastrutturali, il rischio di credito insito in queste obbligazioni tende a ridursi più rapidamente rispetto a quanto avviene nel caso di obbligazioni societarie comparabili (grafico VI.C, diagramma di sinistra)¹. Le obbligazioni infrastrutturali tendono inoltre a offrire una maggiore stabilità in termini di rating e tassi di recupero più elevati in caso di default. Anche veicoli di investimento specializzati, come i fondi di investimento in infrastrutture, possono attirare nuovi investitori offrendo la possibilità di diversificare il rischio su più progetti in settori o paesi distinti. Ciò nonostante, i prestiti bancari rimangono la principale forma di capitale di debito per il finanziamento delle

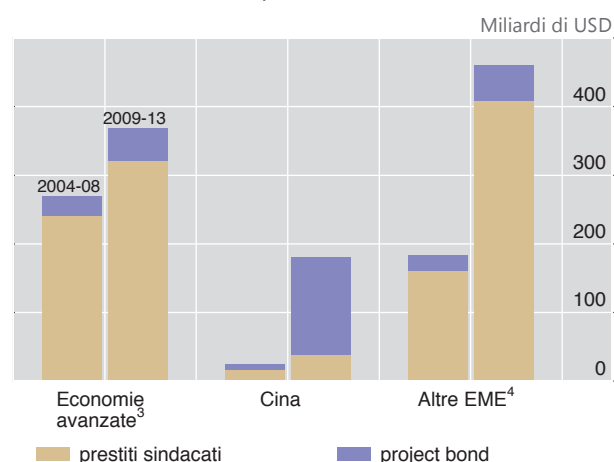
Finanziamento delle opere infrastrutturali: profilo delle insolvenze, volumi e composizione

Grafico VI.C

Rischio relativamente più basso sulle scadenze lunghe¹



Aumento dei volumi dopo la crisi²



¹ Tassi di insolvenza cumulati delle obbligazioni investment grade. ² Emissioni aggregate nei periodi 2004-08 e 2009-13. Le emissioni in moneta locale sono convertite in dollari USA al tasso di cambio prevalente alla data di emissione. ³ Australia, Canada, Europa occidentale, Giappone e Stati Uniti. ⁴ Altre economie emergenti: Africa, America latina, Asia emergente esclusa la Cina, Europa centrale e orientale e Medio Oriente.

Fonti: Moody's Investors Service, "Infrastructure default and recovery rates 1983-2012 H1", Special Comment, 18 dicembre 2012; Bloomberg; Dealogic; elaborazioni BRI.

infrastrutture (grafico VI.C, diagramma di destra). Se da un lato tali prestiti presentano vantaggi durante le fasi di realizzazione e di iniziale operatività, dall'altro le obbligazioni potrebbero essere usate maggiormente per i progetti già avviati o per la privatizzazione di infrastrutture esistenti. Nelle economie emergenti, la loro emissione è collegata allo sviluppo dei mercati nazionali in moneta locale^②.

^① Pertanto, i titoli di debito infrastrutturali a più lunga scadenza non sono necessariamente più rischiosi di quelli corrispondenti con scadenza più breve. Cfr. M. Sorge, "La natura del rischio di credito nel 'project finance'", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre 2004, pagg. 97-108. ^② Per maggiori dettagli, cfr. T. Ehlers, F. Packer ed E. Remolona, "Infrastructure and corporate bond markets in Asia", in A. Heath e M. Read (ed.), *Financial Flows and Infrastructure Financing*, paper redatto per la conferenza annuale della Reserve Bank of Australia, marzo 2014.

far fronte a episodi di tensione. Un altro potenziale timore legato alla concentrazione è che i problemi operativi o legali delle grandi AMC possano produrre effetti sistemici di vasta entità.

Qual è la reale solidità delle banche?

Occorre ancora che le banche intraprendano misure importanti per accrescere la loro resilienza e assicurare la sostenibilità a lungo termine dei modelli di business prescelti. Al fine di riconquistare la fiducia dei mercati, gli istituti di credito in diversi paesi colpiti dalla crisi devono continuare a risanare i propri bilanci, riconoscendo le perdite e ricapitalizzandosi. Ciò ridurrebbe i loro costi di finanziamento e rafforzerebbe la loro capacità di intermediazione. Al tempo stesso, le banche che operano in (o sono altrimenti esposte a) paesi che di recente hanno attraversato una fase di boom finanziario dovrebbero astenersi da un'espansione eccessiva e assicurarsi di avere le risorse necessarie per assorbire le perdite derivanti da un'eventuale svolta del ciclo finanziario (Capitolo IV).

Le banche in una fase di ripresa dalla crisi

Le banche direttamente colpite dalla crisi finanziaria non si sono ancora del tutto riprese. Sebbene, come già accennato, le loro posizioni patrimoniali siano migliorate, gli analisti e i mercati rimangono scettici. Questo pessimismo trova riscontro nei rating "stand-alone", che rispecchiano la solidità finanziaria intrinseca delle banche senza tenere conto di eventuali garanzie esplicite e implicite offerte dalla casa madre o dallo Stato, nonché nei rating "all-in", che stimano l'affidabilità creditizia complessiva. Esso è altresì evidente nella valutazione del patrimonio netto di alcune banche e nei differenziali che il mercato applica al debito bancario.

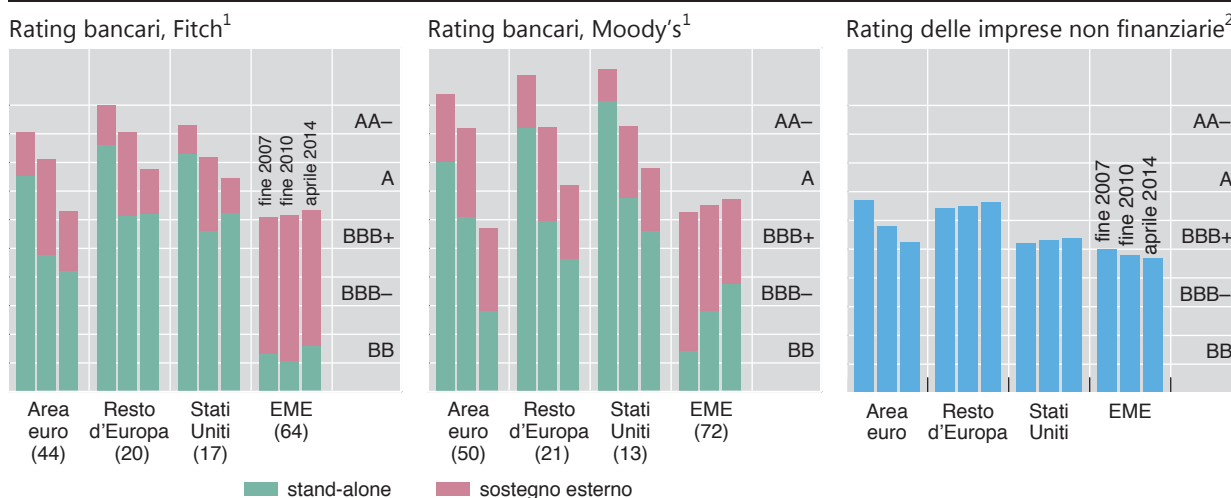
Nell'aprile 2014 i rating stand-alone delle banche su entrambe le sponde dell'Atlantico erano inferiori di diversi gradi ai rispettivi livelli pre-crisi (grafico VI.7, diagrammi di sinistra e centrale, segmenti verdi delle barre). La crisi aveva messo a nudo la natura oltremodo ottimistica dei rating del 2007, innescando un'ondata di marcati declassamenti. Le valutazioni della solidità intrinseca delle banche da parte delle principali agenzie di rating hanno continuato a essere riviste al ribasso anche dopo il 2010, mostrando segni marginali di miglioramento solo più di recente.

Un livello basso e in calo dei rating stand-alone può minare la fiducia nel settore bancario. Anzitutto, solleva dubbi sulle valutazioni condotte dalle stesse banche, secondo cui la loro solidità finanziaria starebbe migliorando. In aggiunta, esso implica che per migliorare il proprio merito di credito le banche debbano fare un affidamento maggiore che in passato sul sostegno esterno. Tuttavia, essendo alle prese con problemi finanziari propri, o nel tentativo di ridurre l'esposizione

I rating delle banche restano bassi

Medie ponderate in base alle attività

Grafico VI.7



¹ Numero di banche fra parentesi. ² Moody's.

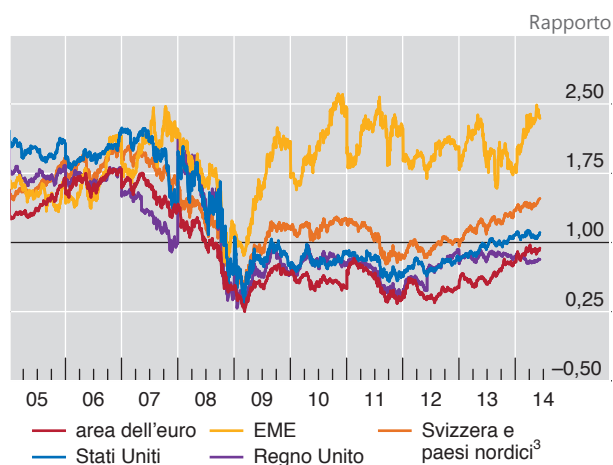
Fonti: Fitch Ratings; Moody's; elaborazioni BRI.

dei contribuenti ai rischi del settore finanziario, i governi hanno evidenziato una minore capacità e una minore propensione a fornire un sostegno di questo tipo. Di conseguenza, i rating all-in delle banche si sono deteriorati di pari passo, o in misura ancora maggiore, dei rating stand-alone (grafico VI.7, diagrammi di sinistra e centrale, somma dei segmenti verdi e rossi delle barre).

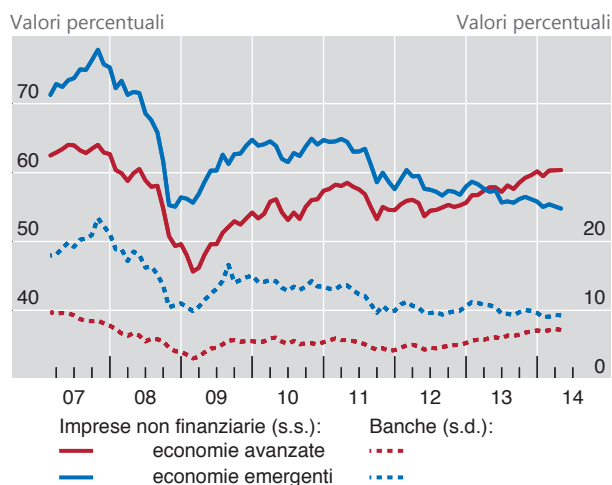
Anche gli indicatori basati sui prezzi desunti dai mercati creditizi e azionari denotano un clima di scetticismo, specie in relazione alle banche dell'area dell'euro e del Regno Unito. Considerati i rating creditizi delle imprese non finanziarie (grafico VI.7, diagramma di destra), tale scetticismo ha dato luogo a un differenziale positivo tra i costi di finanziamento delle banche e quelli che i loro potenziali clienti possono ottenere sul mercato (grafico VI.3, diagramma di destra). Unitamente a una lenta ripresa dei mercati interbancari e pronti contro termine, ciò ha ridotto il vantaggio di costo delle banche, facendo perdere loro terreno rispetto all'intermediazione basata sui mercati dei capitali. In aggiunta, i rapporti prezzo/valore contabile (price-to-book) per le banche dell'area dell'euro e del Regno Unito sono rimasti sistematicamente inferiori all'unità, a differenza di quelli delle banche statunitensi, le quali sembrano aver riconquistato la fiducia dei mercati (grafico VI.8, diagramma di sinistra).

Nonostante gli sforzi di ricapitalizzazione post-crisi, permangono dubbi sulla qualità dei bilanci di alcune banche. L'accresciuta raccolta di nuovi fondi ha contribuito all'aumento tendenziale della capitalizzazione di mercato delle banche, sia in termini assoluti che rispetto al valore contabile delle passività (grafico VI.8, diagramma di destra, linee rosse). Tuttavia, la capacità del capitale di assorbire le perdite future è drasticamente ridotta dalle perdite non riconosciute sulle attività ereditate dal passato. Le perdite non riconosciute distorcono gli incentivi delle banche, dirottando risorse verso il sostegno di prenditori in difficoltà a scapito del finanziamento di nuovi progetti. Man mano che si palesano, tali perdite vanno ad accrescere l'incidenza dei crediti deteriorati sul totale dei prestiti. A distanza di sei anni dall'apice della crisi, tale incidenza ha continuato ad aumentare nei paesi periferici dell'area dell'euro (grafico VI.9, diagramma di sinistra), dove peraltro i

Rapporto prezzo/valore contabile¹



Rapporto di capitalizzazione²



¹ Basato su 200 grandi banche. Gli aggregati sono calcolati come capitalizzazione complessiva di mercato delle istituzioni con sede legale in una particolare regione, divisa per il valore contabile totale corrispondente del patrimonio netto. ² Capitalizzazione di mercato a livello regionale, divisa per la somma della capitalizzazione di mercato a livello regionale e del valore contabile delle passività a livello regionale; medie dei tre mesi precedenti; in base al campione di entità elencate di Moody's KMV. ³ Paesi nordici = Danimarca, Norvegia e Svezia.

Fonti: Datastream; Moody's; elaborazioni BRI.

nuovi prestiti sono rimasti modesti. Analogamente, le banche dell'Europa centrale segnalano dal 2008 un'incidenza dei crediti deteriorati persistentemente elevata, se non addirittura in rapida crescita (grafico VI.9, diagramma di destra).

Negli Stati Uniti la situazione è assai diversa. Dopo il 2009 il settore bancario del paese ha registrato un progressivo calo della quota di crediti deteriorati, che a fine 2013 era scesa sotto il 4%. Assieme alla crescita sostenuta degli impieghi, tale andamento indica che il settore ha compiuto progressi considerevoli nel superamento della crisi. Le persistenti difficoltà sul fronte dei mutui ipotecari, tuttavia, hanno mantenuto oltre il 7% la quota di crediti deteriorati delle due maggiori agenzie di emanazione governativa nel 2013.

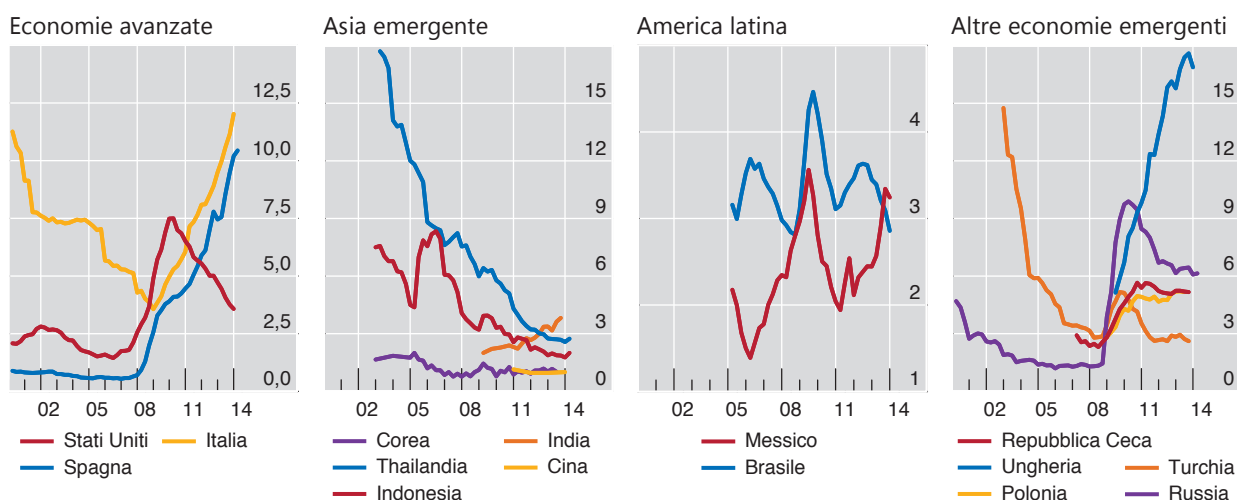
Imporre un risanamento dei bilanci rappresenta un'importante sfida nell'area dell'euro, resa più difficile da un prolungato periodo di tassi di interesse estremamente bassi. Nella misura in cui favorisce ampi margini di interesse, il livello contenuto dei tassi fornisce una boccata d'ossigeno alle banche in difficoltà. Tuttavia, esso riduce anche il costo dell'acquiescenza (forbearance), ossia il mantenimento a galla di prenditori insolventi al fine di rinviare il riconoscimento delle perdite, e incoraggia pertanto tale prassi. L'esperienza del Giappone degli anni novanta dimostra che, se protratta nel tempo, l'acquiescenza non solo destabilizza il settore bancario direttamente, ma fa anche da freno all'offerta di credito e ne determina un'allocatione distorta (Capitolo III). Ciò sottolinea l'importanza della verifica della qualità degli attivi da parte della BCE, che punta ad accelerare il processo di risanamento dei bilanci, ponendo le basi per la conduzione di stress test credibili.

L'obiettivo delle prove di stress è quello di ripristinare e rafforzare la fiducia del mercato nel settore bancario. In definitiva, tuttavia, sarà la capacità delle banche stesse di valutare i propri rischi che sosterrà questa fiducia su base continuativa. Donde l'importanza delle iniziative ufficiali volte a promuovere la trasparenza, l'affidabilità e l'armonizzazione internazionale dei sistemi di misurazione del rischio, nonché l'informativa pubblica.

I crediti deteriorati assumono andamenti divergenti

In percentuale dei prestiti totali

Grafico VI.9



Le definizioni differiscono a seconda dei paesi.

Fonti: FMI, *Financial Soundness Indicators*; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

Le banche a uno stadio avanzato di boom finanziario

Nei paesi che hanno di recente registrato boom finanziari le banche potrebbero essere più deboli di quanto sembrano. Questa preoccupazione riguarda soprattutto gli istituti di credito esposti a quelle economie emergenti in cui le prospettive apparentemente favorevoli del credito e le ottime potenzialità di profitto sono dipese da un'espansione instabile basata sulla leva finanziaria. Una preoccupazione simile vale anche per l'attività bancaria in alcune economie avanzate, come la Svizzera e i paesi nordici, dove le elevate valutazioni (grafico VI.8, diagramma di sinistra) potrebbero riflettere una crescita rapida del credito e un andamento esuberante dei prezzi degli immobili (Capitolo IV).

In base a diversi indicatori, il quadro che si staglia per le banche delle EME è ottimistico. In primo luogo, l'incidenza dei crediti deteriorati sui prestiti totali delle banche con sede in alcuni paesi dell'Asia e dell'America latina è stata bassa e in calo, collocandosi su livelli prossimi o inferiori al 3% circa a fine 2013 (grafico VI.9, secondo e terzo diagramma). A questo riguardo fa eccezione l'India, dove tale incidenza è aumentata. In secondo luogo, i rating creditizi attribuiti da Fitch e da Moody's alle grandi banche delle EME sono rimasti stabili e sono persino migliorati leggermente su base aggregata dal 2007 (grafico VI.7). I corrispondenti rapporti prezzo/valore contabile sono inoltre risultati elevati, oscillando intorno a 2 negli ultimi cinque anni (grafico VI.8, diagramma di sinistra).

Ciò detto, in passato gli indicatori di questo tipo non sono stati efficaci nel segnalare la presenza di vulnerabilità. A causa della sua natura retrospettiva, l'incidenza dei crediti deteriorati sul totale dei prestiti nelle economie avanzate è aumentata soltanto nel 2008, quando la crisi era già in atto (grafico VI.9, diagramma di sinistra). Analogamente, i rating creditizi e le valutazioni di mercato pre-crisi non hanno messo in guardia dalle imminenti tensioni finanziarie.

Per contro, le misure dell'espansione del credito e della crescita dei prezzi immobiliari, che si sono dimostrati affidabili indicatori di allerta precoce, lanciano segnali di allarme per diverse economie emergenti (Capitolo IV). A questi avvertimenti

fanno eco gli indici di capitalizzazione, che rapportano il valore di mercato del capitale azionario al valore contabile delle passività (grafico VI.8, diagramma di destra, linee blu). Sulla scia di un'espansione dei bilanci basata sulla leva finanziaria, questi indici sono progressivamente diminuiti a livello aggregato, sia per le banche sia per le imprese non finanziarie nelle EME. Pertanto, qualunque evento che destasse lo scetticismo degli investitori deprimerebbe gli indici di capitalizzazione da un livello iniziale già basso, mettendo potenzialmente a repentaglio la stabilità finanziaria. Il settore delle imprese non finanziarie delle EME è una componente importante del quadro, non solo perché è la principale fonte di rischio di credito per le banche nazionali, ma anche perché di recente è entrato nella catena dell'intermediazione (Capitolo IV).

A indicazione del crescente scetticismo degli investitori, i rapporti prezzo/valore contabile delle banche cinesi hanno registrato un andamento divergente rispetto a quelli di altre EME, evidenziando un calo negli ultimi cinque anni. A tale scetticismo hanno contribuito i legami espliciti e impliciti tra le banche soggette a regolamentazione e gli intermediari appartenenti al sistema bancario ombra. Le statistiche nazionali indicano che il credito non bancario alle imprese non finanziarie private si è settuplicato tra la metà del 2008 e la fine del 2013, accrescendo la propria quota sul credito totale del paese dal 10 al 25%. Le fragilità che accompagnano questa rapida espansione sono state messe in evidenza da una serie di insolvenze e di problemi presso gli istituti bancari ombra cinesi, e hanno contribuito a una drastica riduzione dell'offerta interna di credito nel primo trimestre 2014. Gli analisti del settore si aspettano che tali difficoltà si ripercuotano sulle banche, non da ultimo poiché esse hanno agito da emittenti e distributrici di prodotti del sistema bancario ombra.

Le autorità nelle EME devono allertare le banche sulla portata dei rischi attuali, garantire l'applicazione di una rigorosa gestione dei rischi e rafforzare le misure macroprudenziali. Per cominciare, il deterioramento delle prospettive di crescita in queste economie richiede una revisione al ribasso delle previsioni sugli utili. Inoltre, le autorità dei mercati emergenti dovranno gestire le ripercussioni del progressivo rientro dal grado di accomodamento monetario nelle economie avanzate. Le tensioni di mercato collegate a tale rientro (Capitoli II e IV) hanno evidenziato l'importanza di una corretta gestione del rischio di interesse e del rischio di cambio. Più in generale, l'accumulo di vulnerabilità finanziarie sottolinea come sia necessario non lasciarsi ingannare da un falso senso di sicurezza e riesaminare gli strumenti macroprudenziali già utilizzati in passato (riquadro VI.D). Le economie emergenti sono state fra le prime ad adottare tali strumenti e hanno maturato una notevole esperienza riguardo al loro funzionamento e alla loro efficacia. Tale esperienza può fornire le basi per un ulteriore affinamento e miglioramento dell'impostazione della politica macroprudenziale.

L'efficacia degli strumenti prudenziali anticiclici

Le politiche volte a risolvere le vulnerabilità macrofinanziarie necessitano di strumenti efficaci che adottino una prospettiva di sistema. Negli ultimi anni varie giurisdizioni hanno rafforzato l'orientamento sistemico dei rispettivi assetti prudenziali ridisegnando gli strumenti macroprudenziali esistenti e introducendone di nuovi, al fine di attenuare i rischi derivanti dal ciclo finanziario. Strumenti analoghi sono inoltre stati inseriti negli standard internazionali. Per quanto sia prematuro cercare di trarre conclusioni definitive sull'efficacia degli strumenti di nuova introduzione, come i buffer patrimoniali anticiclici, l'esperienza storica di alcune giurisdizioni con strumenti simili può offrire alcuni utili spunti.

Il parametro di riferimento per valutare l'efficacia dei singoli strumenti dipende dall'obiettivo ricercato. Nel caso degli strumenti anticiclici esistono due obiettivi complementari: il primo, più circoscritto, è proteggere le istituzioni finanziarie dagli effetti del ciclo; il secondo, più generale, è mitigare il ciclo finanziario. Il conseguimento dell'obiettivo circoscritto non garantisce il conseguimento dell'obiettivo più generale, come conferma l'esperienza maturata sinora dalle autorità con i principali strumenti anticiclici.

Buffer patrimoniali e accantonamenti dinamici

Varie giurisdizioni hanno introdotto un requisito patrimoniale anticiclico, al fine di accrescere la resilienza delle banche a fronte del rischio accumulato durante i boom creditizi. La Svizzera ha attivato uno strumento di questo tipo nel 2013, mirato al mercato ipotecario interno. Le prime indicazioni disponibili fanno ritenere che lo strumento sia più efficace nel rafforzare i bilanci bancari che non nel rallentare la crescita dei mutui ipotecari o influenzarne il costo. Questa esperienza rispecchia quella della Spagna con gli accantonamenti dinamici. Un volume maggiore di accantonamenti ha in parte aiutato le banche spagnole ad attutire l'impatto dello scoppio della bolla immobiliare, ma non aveva impedito che tale bolla si formasse.

Rapporti fra valore del prestito e valore della garanzia (LTV) e fra servizio del debito e reddito (DSTI)

Questi strumenti sono utilizzati da più tempo in varie giurisdizioni. Le evidenze indicano che essi contribuiscono a migliorare la resilienza delle banche accrescendo quella dei debitori. Vari studi rilevano che un abbassamento del rapporto LTV massimo consentito riduce la sensibilità delle famiglie agli shock relativi al reddito e ai prezzi degli immobili. L'impatto sul ciclo del credito non è documentato in modo altrettanto esauriente, ma l'esperienza suggerisce che un inasprimento dei massimali sui rapporti LTV e DSTI durante le fasi di forte ascesa rallenta in qualche misura la crescita del credito in termini reali e l'aumento dei prezzi degli immobili. In particolare, una riduzione standard del rapporto DSTI massimo consentito provoca una decelerazione di 4-7 punti percentuali della crescita del credito nell'anno successivo, mentre un suo innalzamento produce effetti meno chiari[Ⓛ].

Requisiti di liquidità/obblighi di riserva variabili nel tempo

Come nel caso dei buffer patrimoniali, un innalzamento dei buffer di liquidità impatta chiaramente sulla resilienza delle banche. Vi sono inoltre indicazioni che gli strumenti macroprudenziali legati alla liquidità possono essere efficaci nel migliorare la resilienza a livello di sistema[Ⓜ]. Le evidenze della loro efficacia nell'attenuare il ciclo del credito sono invece meno solide. Gli studi sull'impatto di un aumento della riserva obbligatoria rilevano un ampliamento del differenziale fra tassi attivi e tasso ufficiale e una contrazione del credito, senza tuttavia effetti duraturi.

[Ⓛ] Cfr. S. Claessens, S. Ghosh e R. Mihet, "Macro-prudential policies to mitigate financial system vulnerabilities", *Journal of International Money and Finance*, vol. 39, dicembre 2013, pagg. 153-185; e K. Kuttner e I. Shim, "Can non-interest rate policies stabilise housing markets? Evidence from a panel of 57 economies", *BIS Working Papers*, n. 433, novembre 2013. [Ⓜ] Per uno studio del net stable funding ratio, cfr. CBVB, *An assessment of the long-term economic impact of stronger capital and liquidity requirements*, agosto 2010.