

## VI. Rischi vecchi e nuovi nel panorama finanziario

I cambiamenti della percezione del rischio, i nuovi schemi di regolamentazione e i tassi di interesse persistentemente bassi nelle economie avanzate hanno plasmato il comportamento e i modelli operativi delle istituzioni finanziarie dopo la crisi. Le banche stanno ancora adattandosi alle nuove disposizioni regolamentari e adoperandosi per riconquistare la fiducia dei mercati, mentre gli investitori istituzionali ridimensionano le esposizioni tradizionali. Contestualmente, la crescente influenza degli asset manager sta ridefinendo i contorni del rischio sistemico.

Le banche delle economie sviluppate continuano a registrare risultati peggiori rispetto a quelle delle economie emergenti (EME). Gli istituti bancari hanno destinato buona parte dei loro utili al miglioramento dei coefficienti patrimoniali, il che fa ben sperare per il futuro. Tuttavia, nonostante questi miglioramenti, i mercati rimangono scettici sugli intermediari che operano in un contesto difficile a fronte di bassi tassi di interesse e di un'attività economica sottotono. Laddove persistano, tali condizioni sono destinate a erodere i profitti e ad accrescere ulteriormente l'esposizione delle banche al rischio di tasso di interesse, mettendo in discussione la loro capacità di tenuta. Per contro, le banche godono ancora della fiducia dei mercati nelle EME, dove le condizioni interne favorevoli continuano a celare i crescenti squilibri finanziari (Capitolo III).

La fase prolungata di bassi tassi di interesse è stata particolarmente difficile per gli investitori istituzionali. A fronte della lievitazione dei valori delle passività e dei rendimenti modesti delle attività, le compagnie di assicurazione hanno sperimentato nuove strategie di investimento e trasferito sempre più spesso i rischi alla clientela. Sebbene sinora siano state efficaci, queste misure potrebbero non bastare a contrastare i futuri effetti negativi della stabilizzazione delle valutazioni azionarie e dell'erosione dei rendimenti nei mercati del reddito fisso. Di fronte a difficoltà simili, i fondi pensione stanno registrando disavanzi ampi e crescenti, che potrebbero incidere negativamente sull'economia reale.

L'attività di intermediazione svolta dai mercati dei capitali ha colmato il vuoto lasciato dalle banche in difficoltà. In particolare, il settore dell'asset management è cresciuto rapidamente, sostenendo l'attività economica, ma creando al tempo stesso nuovi rischi. Quand'anche queste società di gestione operino con un basso grado di leva, i loro mandati di investimento possono dar luogo a comportamenti affini alla leva finanziaria, che amplificano e propagano le tensioni. Negli ultimi anni gli asset manager hanno risposto alle esigenze degli investitori a caccia di rendimento dirigendo gli investimenti alle economie emergenti. Ciò ha alimentato ulteriormente i boom finanziari in queste aree, probabilmente acuendo le vulnerabilità. Più in generale, l'impatto potenziale delle società di asset management sulla stabilità finanziaria ha spinto le autorità a tenerle sotto osservazione.

Il presente capitolo è articolato come segue. Dopo una disamina dei risultati recenti delle banche e dei progressi nel rafforzamento della loro solidità, la prima sezione analizza le sfide a medio termine. Le due sezioni seguenti contengono analisi simili dedicate alle compagnie assicurative e ai fondi pensione. L'ultima sezione descrive le nuove tipologie di rischio create dal settore dell'asset management e tratta delle possibili risposte delle autorità.

## Banche: le sfide provocate o mascherate dalle percezioni del mercato

La performance delle banche è stata influenzata dalle condizioni divergenti nelle economie avanzate e in quelle emergenti. Per quanto i loro profitti abbiano risentito della crescita economica moderata, dei bassi tassi di interesse e degli elevati costi dovuti a contenziosi, le banche delle economie avanzate hanno rafforzato i propri bilanci in risposta alle riforme regolamentari. Tuttavia, il persistente scetticismo del mercato ha minato il loro vantaggio in termini di costi di raccolta, che rappresenta la base stessa della loro funzione di intermediazione. Per contro, le banche delle EME hanno mantenuto la fiducia dei mercati e beneficiato dei boom finanziari interni, alcuni dei quali sono ormai in fase avanzata.

### Risultati reddituali e iniziative per ricostituire la solidità finanziaria

Il settore bancario ha registrato risultati eterogenei negli ultimi sei anni. Mentre gli utili delle banche statunitensi sono stati elevati e solidi, quelli di molti istituti europei sono stati nel 2014 nettamente inferiori ai livelli registrati nell'immediato dopo-crisi (tabella VI.1). Parallelamente il reddito netto da interessi, la principale

#### Redditività delle maggiori banche

In percentuale delle attività totali

Tabella VI.1

	Utile lordo di imposta				Margine di interesse netto				Accantonamenti per perdite su crediti			
	2009 -10	2011 -12	2013	2014	2009 -10	2011 -12	2013	2014	2009 -10	2011 -12	2013	2014
Australia (4)	1,04	1,18	1,27	1,28	1,89	1,82	1,78	1,75	0,43	0,20	0,17	0,11
Canada (6)	0,84	1,05	1,05	1,06	1,63	1,63	1,65	1,60	0,34	0,20	0,17	0,16
Francia (4)	0,31	0,23	0,32	0,22	1,02	0,98	0,89	0,82	0,30	0,21	0,20	0,15
Germania (4)	0,11	0,14	0,10	0,18	0,85	0,87	0,99	0,91	0,22	0,13	0,17	0,10
Giappone (5)	0,14	0,55	0,59	0,70	1,01	0,89	0,83	0,81	0,37	0,10	0,08	0,02
Italia (3)	0,36	-0,61	-1,32	-0,06	1,84	1,71	1,59	1,57	0,70	0,79	1,48	1,06
Regno Unito (6)	0,27	0,26	0,22	0,39	1,15	1,10	1,08	1,14	0,74	0,38	0,35	0,11
Spagna (3)	1,00	0,35	0,47	0,73	2,44	2,36	2,32	2,29	0,92	1,15	0,96	0,80
Stati Uniti (9)	0,58	0,95	1,24	1,11	2,69	2,41	2,32	2,23	1,52	0,47	0,21	0,20
Svezia (4)	0,48	0,64	0,74	0,75	0,96	0,87	0,95	0,88	0,29	0,06	0,07	0,06
Svizzera (3)	0,41	0,18	0,38	0,29	0,55	0,57	0,73	0,78	0,05	0,01	0,01	0,01
Brasile (3)	2,29	1,66	1,38	1,66	5,37	4,51	3,84	3,76	1,54	1,29	1,20	0,98
Cina (4)	1,51	1,78	1,86	1,83	2,12	2,37	2,38	2,45	0,26	0,27	0,25	0,33
India (3)	1,37	1,41	1,41	1,15	2,28	2,78	2,82	2,81	0,46	0,60	0,57	0,68
Russia (3)	1,22	2,60	2,04	0,96	5,12	4,16	4,15	3,49	2,98	0,28	0,79	1,58

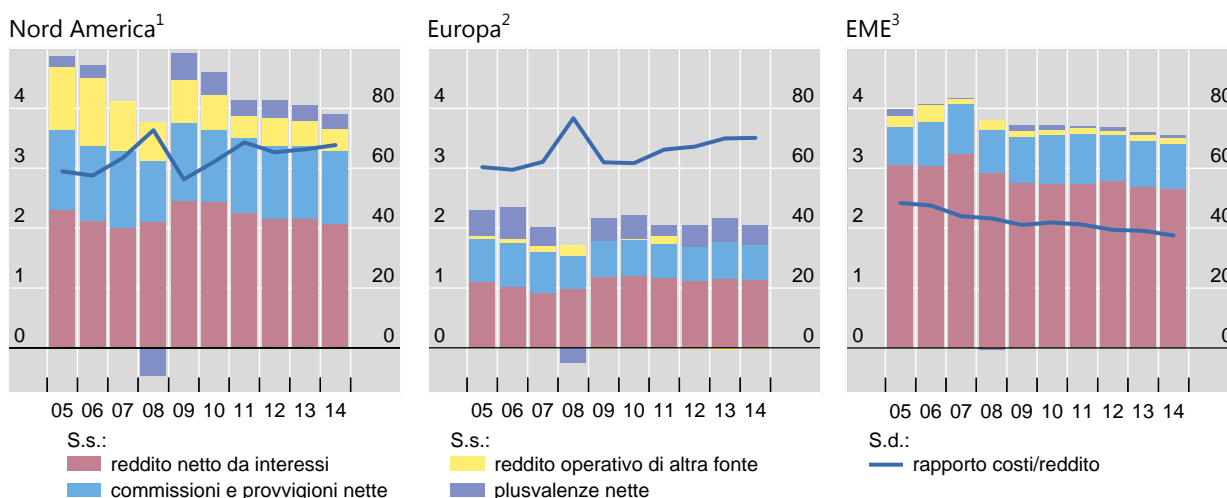
I valori relativi a periodi pluriennali sono medie semplici; fra parentesi è riportato il numero di banche considerate.

Fonti: Bankscope; elaborazioni BRI.

## La redditività del settore bancario è contenuta

Valori percentuali

Grafico VI.1



Cfr. la tabella VI.1 per il numero di banche in ciascun gruppo. Ricavi segnalati in rapporto al totale dell'attivo.

<sup>1</sup> Canada e Stati Uniti. <sup>2</sup> Francia, Germania, Italia, Regno Unito, Spagna, Svezia e Svizzera. <sup>3</sup> Brasile, Cina, India e Russia.

Fonti: Bankscope; elaborazioni BRI.

fonte di ricavi delle banche, si è lievemente ridotto su entrambe le sponde dell'Atlantico (grafico VI.1, diagramma a sinistra e diagramma centrale). Poiché i modesti ricavi non sono stati controbilanciati da riduzioni delle spese operative, i rapporti costi/ricavi delle banche delle economie avanzate sono progressivamente saliti tra il 2009 e il 2014 (linee blu). Per converso, le banche delle EME hanno registrato un calo di tali rapporti e, ad eccezione degli istituti russi, hanno mantenuto utili elevati.

I profitti sono stati la principale determinante dei costanti miglioramenti del patrimonio di vigilanza delle banche sia delle economie avanzate sia delle EME. Agli utili non distribuiti è riconducibile gran parte dell'incremento del 45% del patrimonio Core Equity Tier 1 (CET1) delle grandi banche tra la metà del 2011 e la metà del 2014 (grafico VI.2, linea rossa). A fronte di un lieve calo delle attività ponderate per il rischio, i corrispondenti coefficienti regolamentari CET1 sono saliti in misura compresa fra il 7 e l'11% circa nello stesso periodo. Per poter rappresentare un miglioramento inequivocabile della capacità di tenuta delle banche, il calo dei pesi di rischio medi, indicato dal crescente divario tra la linea blu e quella gialla, dovrebbe riflettere un approccio prudente che favorisca i prenditori meno rischiosi.

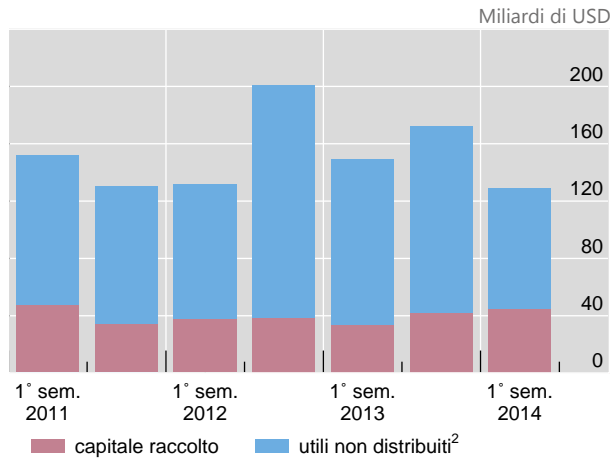
Alcune scelte strategiche denotano effettivamente una maggiore prudenza. Ad esempio, dopo la crisi la rivalutazione del rapporto fra costi e benefici ha indotto numerose banche a ridurre o ad annunciare un ridimensionamento delle unità di investment banking. Questa ricalibrazione dei modelli di business ha contribuito a una riduzione dell'attività di market-making (riquadro VI.A). Analogamente, le lezioni della crisi e la recente profonda riforma della regolamentazione hanno indotto le banche a muoversi con cautela nei mercati delle cartolarizzazioni (cfr. anche il riquadro VI.B).

Ciò nonostante, permangono timori che il calo generale dei pesi di rischio sia in parte il risultato di comportamenti opportunistici. Per economizzare capitale, le

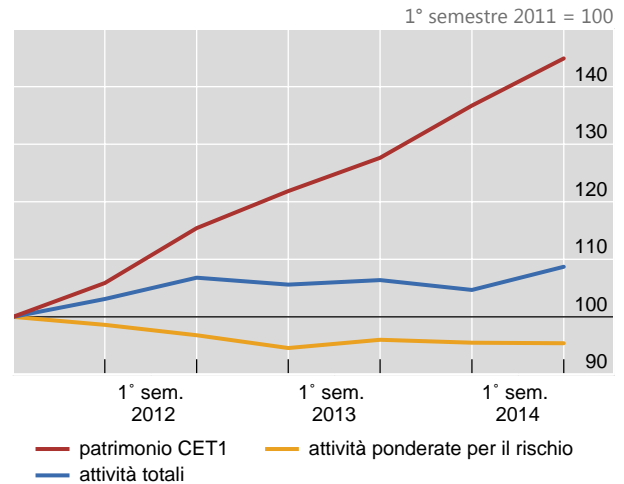
## Le banche costituiscono riserve di capitale<sup>1</sup>

Grafico VI.2

Fonti di patrimonio CET1



Evoluzione delle posizioni patrimoniali delle banche<sup>3</sup>



<sup>1</sup> Banche con operatività internazionale aventi un patrimonio Tier 1 superiore a €3 miliardi; CET1 = Core Equity Tier 1. <sup>2</sup> Utili netti di imposta meno dividendi sulle azioni ordinarie. <sup>3</sup> In base alle definizioni di Basilea 3.

Fonti: Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, *Basel III Monitoring Report*, marzo 2015; elaborazioni BRI.

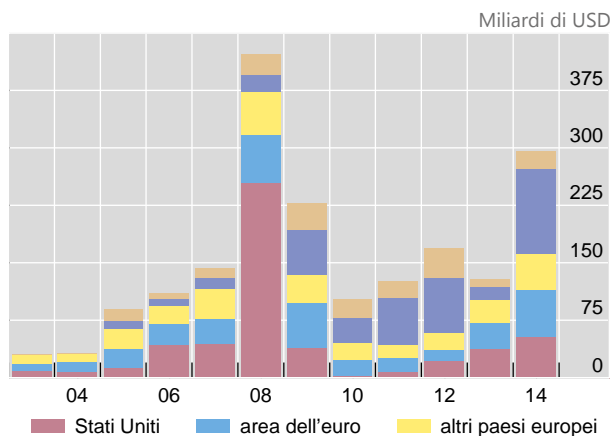
banche hanno un incentivo a orientare al ribasso le loro stime sul rischio. Per rassicurare investitori e osservatori che le banche non cedano a questo incentivo, le autorità di vigilanza devono essere in una posizione tale da poter convalidare le stime di rischio in modo regolare, trasparente e convincente.

Dal lato del passivo, le banche hanno approfittato dei bassi tassi di interesse per emettere titoli nella parte intermedia della struttura patrimoniale, atti quindi ad assorbire le perdite (grafico VI.3, diagramma di sinistra). Le emissioni nette di debito subordinato e azioni privilegiate, i cosiddetti strumenti finanziari "mezzanine", hanno registrato un'impennata nel 2008, principalmente per effetto delle

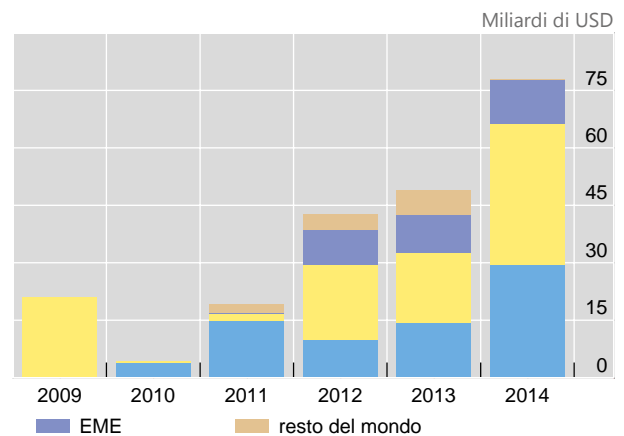
## Le banche accrescono la capacità di assorbimento delle perdite

Grafico VI.3

Strumenti mezzanine<sup>1</sup>



Emissioni di CoCo



<sup>1</sup> Compresa obbligazioni di qualità elevata (investment grade) e azioni privilegiate.

Fonti: Bloomberg; Dealogic; elaborazioni BRI.

ricapitalizzazioni promosse dal governo statunitense. Successivamente, gran parte delle emissioni nette è provenuta dalle banche europee e da quelle delle EME, con un calo temporaneo nel 2013 dovuto all'anticipazione di nuovi standard prudenziali in Cina. Parte delle emissioni di strumenti mezzanine a livello mondiale è costituita da obbligazioni contingent convertible (CoCo) che possono essere computate nel patrimonio di vigilanza (grafico VI.3, diagramma di destra). Finora le emissioni di CoCo sono state confinate a un modesto numero di banche in alcuni paesi.

Sebbene buona parte degli strumenti mezzanine collocati dalle banche non sarà computabile nel patrimonio di vigilanza, il recente incremento delle emissioni è in linea con le nuove iniziative delle autorità volte a razionalizzare la risoluzione delle banche in fallimento. Un documento consultivo del Financial Stability Board illustra le modalità con cui le banche di rilevanza sistemica globale (G-SIB) dovrebbero costituire capacità di assorbimento delle perdite in caso di risoluzione. Queste proposte puntano ad assicurare che le ristrutturazioni bancarie avvengano in modo ordinato, e quindi a ridurre le ripercussioni sistemiche dei fallimenti nonché l'onere per i contribuenti (riquadro VI.C).

## Sfide e rischi a venire

Il periodo prolungato di bassi tassi di interesse nelle economie avanzate offusca le prospettive delle banche. Poiché in tali condizioni il costo dei depositi e di altre forme di provvista raggiunge rapidamente la soglia minima, il calo dei rendimenti sui titoli di nuova acquisizione, la compressione dei premi a termine e la diminuzione dei tassi attivi in mercati dei prestiti competitivi erodono progressivamente il reddito netto da interessi (riquadro VI.D). La conseguente flessione della redditività potrebbe indebolire la principale fonte di capitale, ossia gli utili non distribuiti, e di conseguenza anche la capacità di tenuta delle banche.

Un livello persistentemente basso dei tassi di interesse, inoltre, accresce l'esposizione delle banche al rischio di rialzo dei tassi. Proprio come il calo dei rendimenti ha spinto verso l'alto le valutazioni negli ultimi anni, l'inevitabile normalizzazione potrebbe generare perdite. Il patrimonio netto delle banche si ridurrebbe, in quanto il valore delle loro passività a breve duration è perlopiù insensibile alle variazioni dei tassi di interesse. Ciò contrasta con i benefici che un aumento dei tassi di interesse ha per gli assicuratori del ramo vita e per i fondi pensione, le cui attività hanno in genere duration nettamente più brevi delle rispettive passività (cfr. infra). Sottolinea inoltre l'importanza delle iniziative delle autorità volte a costituire presidi regolamentari contro il rischio di tasso di interesse nel portafoglio bancario.

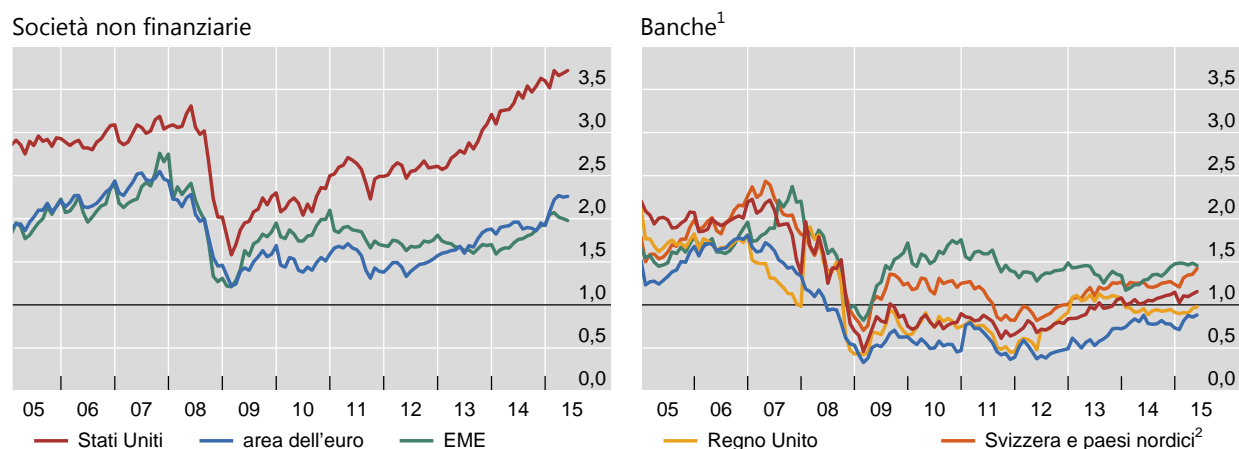
Le perdite su crediti osservate di recente indicano che le sfide di alcune banche delle economie avanzate vanno al di là dei margini di profitto e del rischio di tasso di interesse. In particolare, grandi banche italiane e spagnole hanno ripetutamente registrato sul loro portafoglio crediti perdite nettamente superiori a quelle delle concorrenti (tabella VI.1). Studi di settore attribuiscono solo una parte delle perdite del 2014 al risanamento dei bilanci indotto dalla verifica della qualità degli attivi della BCE, evidenziando anzi che le perdite potrebbero aumentare ancora prima di ridursi.

Gli indicatori basati sulle quotazioni segnalano che i mercati hanno un'opinione meno favorevole delle banche delle economie avanzate rispetto a quelle delle EME. Nel contesto di generale ottimismo, ravvisabile negli elevati rapporti tra prezzo e valore di libro (price-to-book) delle azioni del settore non finanziario (grafico VI.4,

## I mercati azionari denotano un clima di scetticismo riguardo alle banche

Rapporti price-to-book

Grafico VI.4

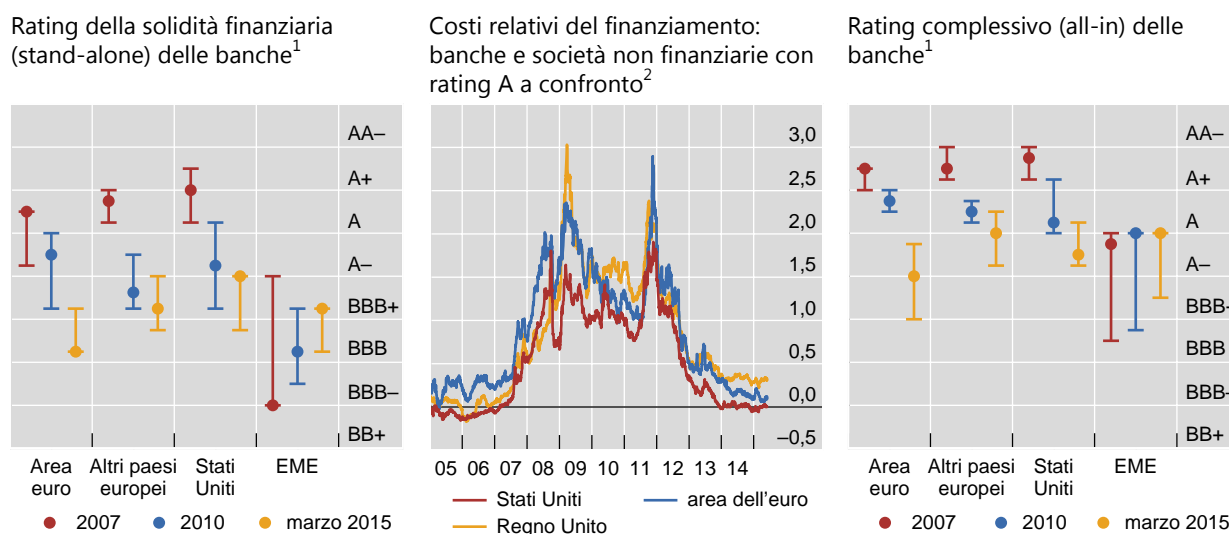


<sup>1</sup> Gli aggregati sono calcolati come capitalizzazione complessiva di mercato delle istituzioni con sede legale in una particolare regione, divisa per il valore contabile totale corrispondente delle passività. <sup>2</sup> Danimarca, Norvegia e Svezia.

Fonti: Bank of America Merrill Lynch; Datastream; elaborazioni BRI.

diagramma di sinistra), gli investitori azionari sembrano poco entusiasti nei confronti delle banche statunitensi, svizzere e dei paesi nordici e piuttosto pessimisti sulle banche britanniche e dell'area dell'euro (diagramma di destra). Di analogo parere sono le agenzie di rating: i rating della solidità finanziaria o stand-alone, che misurano la capacità di tenuta in assenza di sostegno esterno, si sono nettamente deteriorati durante le crisi dei subprime e del debito sovrano sia per le banche europee sia per quelle statunitensi, e da allora non si sono più ripresi (grafico VI.5, diagramma di sinistra). Per contro, le banche delle EME vantano in media rapporti price-to-book elevati e un rating stand-alone in crescita. Rimane da vedere, tuttavia, se questo voto di fiducia sarà mantenuto anche in caso di deterioramento delle condizioni locali (Capitolo III).

Non riuscendo a rassicurare i mercati, le banche delle economie avanzate hanno perso negli ultimi anni gran parte del loro vantaggio in termini di raccolta, un fattore cruciale per il loro successo. Due determinanti che tendono ad autorafforzarsi sono responsabili di questa perdita di terreno. In primo luogo, la maggiore incertezza sulle banche delle economie avanzate sia durante sia dopo la crisi finanziaria ha indotto gli operatori ad applicare loro un premio significativo rispetto alle società non finanziarie (SNF) con rating analogo fino al 2012 (grafico VI.5, diagramma centrale). Tale premio si è ridotto successivamente, ma incide ancora sulle banche dell'area dell'euro e, soprattutto, del Regno Unito. In secondo luogo, mentre i rating delle SNF sono rimasti perlopiù stabili dalla crisi, le banche hanno registrato un protratto deterioramento dei propri rating complessivi (all-in), che valutano sia la solidità finanziaria intrinseca sia il sostegno esterno (grafico VI.5, diagramma di destra). La conseguente perdita del vantaggio di raccolta potrebbe in parte spiegare il declino delle tradizionali attività di intermediazione delle banche e la concomitante ascesa delle fonti di finanziamento del mercato dei capitali (cfr. infra).



<sup>1</sup> I trattini corrispondono rispettivamente al 20° e all'80° percentile ponderato per le attività; il punto rappresenta la mediana ponderata per le attività. In base ai rating della solidità finanziaria (financial strength rating, diagramma di sinistra) e ai rating complessivi a lungo termine (long-term issuer rating, diagramma di destra) assegnati alle banche da Moody's. <sup>2</sup> 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: Bank of America Merrill Lynch; Fitch Ratings; Moody's; elaborazioni BRI.

La recente crisi del debito sovrano, unitamente al trattamento prudentiale delle esposizioni sovrane da parte delle autorità nazionali, ha contribuito a una diminuzione del credito alle imprese da parte delle banche europee<sup>1</sup>. Contrariamente alla filosofia di base degli standard prudenziali internazionali, le autorità nazionali hanno permesso che i requisiti sulle esposizioni nei confronti dei rispettivi soggetti sovrani fossero meno stringenti di quelli applicati alle esposizioni verso imprese con caratteristiche di rischio simili ( riquadro VI.E). Pertanto, quando i premi per il rischio sui titoli di Stato si sono impennati durante la crisi del debito sovrano, i connessi coefficienti patrimoniali e di liquidità sono rimasti pressoché invariati. Le banche dell'area dell'euro, in particolare, hanno approfittato delle conseguenti opportunità di profitto, sostituendo il credito alle imprese con obbligazioni sovrane. A fare le spese di questa dislocazione del credito sono stati soprattutto i soggetti che non avevano accesso ai mercati dei capitali, come le piccole e medie imprese.

## Compagnie di assicurazione: alle prese con i venti contrari dei bassi tassi di interesse

Sebbene nel settore bancario l'impatto dei bassi tassi di interesse non si sia ancora manifestato appieno, in quello assicurativo ha già provocato serie difficoltà. Da una parte, la persistenza di bassi tassi di interesse ha inciso negativamente sulla redditività delle compagnie di assicurazione, deprimendo il rendimento sui nuovi

<sup>1</sup> Cfr. B. Becker e V. Ivashina, "Financial repression in the European sovereign debt crisis", Swedish House of Finance, *Research Paper*, n. 14-13.

investimenti. Contestualmente, le nuove regole contabili per l'attualizzazione delle prestazioni future hanno sostituito i tassi di interesse più elevati del passato, prevalenti alla stipula dei contratti, con quelli attuali, più bassi, facendo lievitare il valore delle passività. In questo contesto, e nonostante il clima favorevole sui mercati azionari, i rating creditizi segnalano la presenza di preoccupazioni per le società assicurative.

La modesta performance delle società del ramo danni nel 2014 è stata il risultato di forze contrastanti. Ad esempio, una crescita sostenuta dei premi ha favorito la redditività in diversi paesi (tabella VI.2). Tra la metà del 2013 e la metà del 2014 essa ha contribuito a una lieve flessione (al 94%) del combined ratio (dato dalla somma di perdite nella gestione tecnica, spese e risarcimenti dei sinistri, divisa per la raccolta premi) degli assicuratori europei. Per contro, nel caso delle compagnie statunitensi le spese elevate e le perdite per catastrofi hanno spazzato via gran parte dei guadagni derivanti dalla crescita dei premi, dando luogo a un combined ratio del 99%. Al contempo, cali continui e diffusi dei rendimenti sugli investimenti hanno depresso la redditività delle compagnie assicurative del ramo danni in quasi tutti i centri principali.

Nonostante le sfide legate all'elevata dipendenza dal reddito da investimenti, le società di assicurazione del ramo vita hanno registrato risultati in miglioramento. A questo riguardo sono stati determinanti la riduzione dei costi e il maggiore contributo delle nuove linee di business, in particolare la vendita di prodotti di asset management. In base alle stime di settore, il ROE di queste società è aumentato da meno del 10% nel 2012 a circa il 12% nel 2014.

Alcune tendenze nel settore delle assicurazioni vita concordano con una gestione più prudente del rischio. Ad esempio, la quota crescente di prodotti di asset management all'interno delle passività delle compagnie nordamericane, svizzere e britanniche (grafico VI.6, diagramma di sinistra) segnala il trasferimento di

## Redditività del settore assicurativo

In percentuale

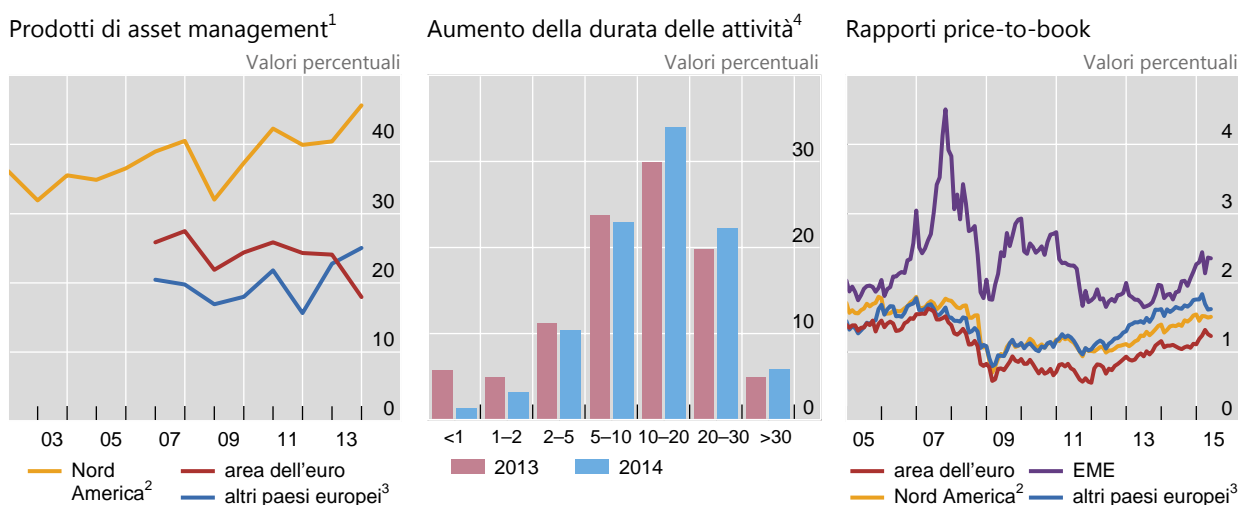
Tabella VI.2

	<i>Ramo danni</i>						<i>Ramo vita</i>					
	Crescita dei premi			Rendimento degli investimenti			Crescita dei premi			Rendimento degli investimenti		
	2010	2012	2014	2010	2012	2014	2010	2012	2014	2010	2012	2014
	-11	-13		-11	-13		-11	-13		-11	-13	
Australia	3,4	8,0	1,6	7,2	6,2	6,0	5,8	4,9	29,7	...	...	...
Francia	3,9	0,9	1,7	2,4	2,1	1,7	-5,4	-1,0	...	3,2	4,9	...
Germania	-0,4	3,8	4,0	3,4	3,3	3,0	1,3	2,5	...	4,0	5,0	...
Giappone	1,0	4,7	3,7	1,5	1,8	1,2	5,3	0,2	6,3	...	...	...
Paesi Bassi	3,4	0,2	...	2,0	2,0	...	1,1	-8,4	-12,1	5,4	4,8	...
Regno Unito	2,3	3,5	3,9	3,6	3,6	2,7	-0,8	-0,2	2,0	...	...	...
Stati Uniti	1,5	3,1	5,9	3,7	3,4	2,9	10,3	-3,1	11,0	4,8	4,6	4,6

I valori relativi a periodi pluriennali sono medie semplici.

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





<sup>1</sup> In rapporto alle passività per polizze vita, infortuni e malattie. Per prodotti di asset management si intendono le passività relative a gestioni separate (compagnie statunitensi) o le passività per polizze unit-linked (compagnie europee). <sup>2</sup> Canada e Stati Uniti. <sup>3</sup> Regno Unito e Svizzera. <sup>4</sup> Valore contabile delle disponibilità in titoli sovrani di paesi OCSE delle compagnie di assicurazione tedesche, quote sul totale, per classe di scadenza.

Fonti: Deutsche Bundesbank; Datastream; SNL; elaborazioni BRI.

rischio finanziario alla clientela. Dal lato dell'attivo, le compagnie europee hanno incrementato la duration dei propri portafogli obbligazionari (diagramma centrale), riducendo quindi le stime del gap di duration<sup>2</sup>. Queste ultime segnalano un miglioramento della solidità di bilancio, ma dovrebbero essere interpretate con cautela considerata la loro sensibilità alle ipotesi sui tassi di attualizzazione e sul comportamento degli assicurati.

Al tempo stesso, il profilo di rischio degli attivi delle compagnie di assicurazione si è deteriorato negli ultimi anni, seppur da un punto di partenza prudente. Le società assicurative sono spinte dalla regolamentazione e dai mandati istituzionali a detenere prevalentemente titoli di qualità investment grade, ma la distribuzione dei loro portafogli si è modificata a favore delle attività che, in questa categoria, presentavano i rating inferiori, a scapito di quelle con rating migliore (grafico VI.7) Questa variazione potrebbe essere in parte dovuta al peggioramento del merito di credito dei titoli in essere. Ma concorda altresì con la ricerca attiva di rendimento. E mentre le imprese statunitensi hanno operato principalmente nei mercati delle obbligazioni societarie e dei mutui ipotecari, quelle europee hanno cercato rendimento nei titoli di Stato. Di fatto le autorità nazionali hanno incoraggiato questo comportamento nella misura in cui hanno consentito alle società di assicurazione, come anche alle banche, di applicare pesi di rischio nulli persino alle obbligazioni sovrane con rating bassi e in calo.

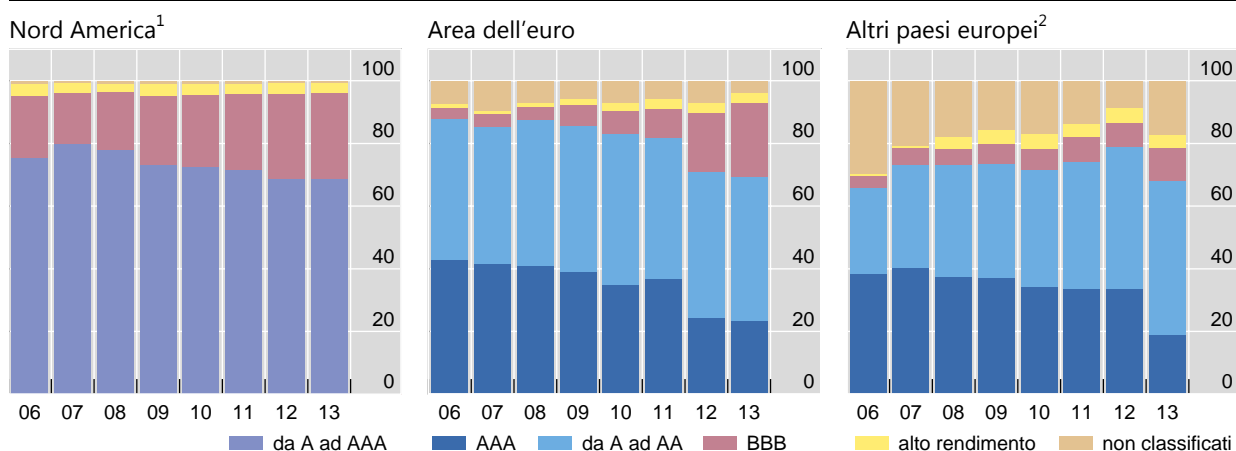
I mercati azionari e le agenzie di rating denotano percezioni diverse del settore assicurativo. I rapporti price-to-book sono in aumento dal 2011 nelle principali economie avanzate e da metà 2014 sono cresciuti anche nelle EME, da livelli già

<sup>2</sup> Cfr. Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (EIOPA), *Financial Stability Report*, dicembre 2014, pag. 37.

## Le compagnie di assicurazione accrescono gli investimenti in strumenti con rating inferiore

In percentuale dei titoli con rischio di credito

Grafico VI.7



<sup>1</sup> Canada e Stati Uniti. <sup>2</sup> Danimarca, Norvegia, Regno Unito e Svizzera.

Fonti: SNL; elaborazioni BRI.

elevati (grafico VI.6, diagramma di destra). Ciò potrebbe riflettere un miglioramento della solidità finanziaria, ma anche una generale euforia del mercato (Capitolo II). Per contro, i rating delle compagnie di assicurazione si sono deteriorati significativamente durante la crisi finanziaria e da allora non hanno evidenziato pressoché alcun miglioramento. Una probabile causa di ciò è la preoccupazione che la crescita delle commissioni e dei premi, che ha contribuito in misura rilevante ai recenti profitti delle società assicurative, finisca per esaurirsi.

## Fondi pensione: disavanzi crescenti

Le condizioni nei mercati finanziari, unitamente ai cambiamenti demografici, hanno esercitato notevoli pressioni sui fondi pensione. La causa principale delle loro difficoltà è il livello persistentemente basso dei tassi di interesse, che deprime sia i rendimenti degli investimenti sia i tassi di attualizzazione. Il calo dei tassi di attualizzazione, a sua volta, fa aumentare il valore attuale delle passività dei fondi pensione in misura maggiore di quello delle loro attività, che hanno in genere duration molto più brevi. Ciò amplifica i disavanzi dei fondi, e potrebbe finire per incidere sull'economia più in generale.

I tassi di attualizzazione variano sensibilmente da un paese all'altro. In base ad analisi di settore sui fondi pensione aziendali nelle economie avanzate essi si collocavano nel 2013 dal 4% in Nord America all'1,5% in Giappone. Questa disparità riflette differenze nelle condizioni dei mercati locali e nei principi contabili. La maggior parte degli approcci contabili lega il tasso di attualizzazione al rendimento di lungo periodo atteso sulle attività del fondo o ai rendimenti prevalenti sul mercato sui titoli a basso rischio, come le obbligazioni ad alto rating. In entrambi i casi il tasso di attualizzazione in genere diminuisce al diminuire dei rendimenti obbligazionari, ma in misura diversa a seconda delle giurisdizioni e dei settori all'interno di una stessa giurisdizione.

Il settore dei fondi pensione statunitensi fornisce una buona illustrazione dell'impatto dei principi contabili. Stando a fonti nazionali, ad esempio, il tasso di attualizzazione medio basato sui rendimenti dei fondi pensione pubblici statunitensi può essere superiore di 300 punti base a quello segnalato da alcuni fondi del settore privato. Per capire quali siano le implicazioni, basti pensare che una riduzione di 400 punti base del tasso di attualizzazione farebbe aumentare il valore delle passività di un tipico fondo pensione statunitense di oltre l'80%. Ciò detto, le modifiche recenti e in corso dei principi contabili USA dovrebbero ridurre questo divario.

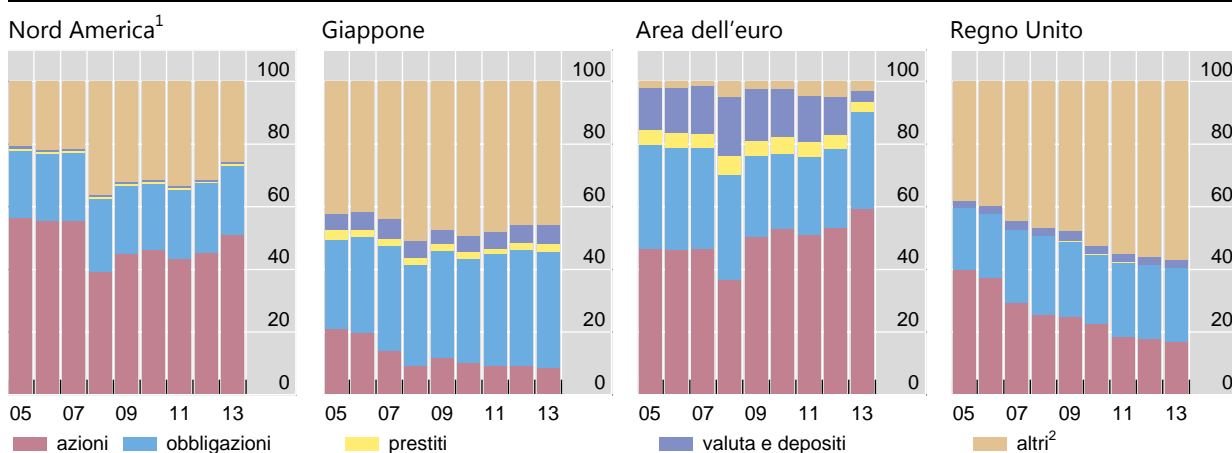
A fronte di tassi di interesse estremamente bassi, i provvedimenti delle autorità hanno offerto un sollievo temporaneo. Ad esempio, le autorità di regolamentazione hanno acconsentito a incrementi del tasso di attualizzazione nel 2012, in parte in risposta ai timori del settore che i tassi prevalenti avessero determinato un disallineamento tra i rapporti fra valore attuale delle attività e valore attuale delle passività (funding ratio) e le condizioni di finanziamento intrinseche dei fondi pensione. Questo provvedimento è stato in alcuni casi diretto (ad esempio con l'introduzione di soglie minime per il tasso di attualizzazione in Svezia e tassi di sconto a lungo termine più elevati in Danimarca) e in altri indiretto (ad esempio con l'impiego di orizzonti temporali più lunghi, di 25 anni, per il calcolo di corridoi dei tassi negli Stati Uniti). Analogamente, le modifiche regolamentari negli Stati Uniti nel 2012 hanno reso vantaggioso per i fondi trasferire contratti alle compagnie assicurative e pagare le prestazioni sotto forma di capitale.

Cambiamenti di questo tipo negli obblighi contrattuali fanno parte di una strategia di gestione del rischio di lungo periodo nel settore. Nella maggior parte dei principali mercati si è osservata la tendenza a una maggiore crescita dei piani a contribuzione definita, nell'ambito dei quali i membri sopportano i rischi di investimento, rispetto ai piani a prestazione definita, che garantiscono un certo reddito ai membri. Concretamente, la quota stimata dei piani a contribuzione definita sulle passività aggregate dei fondi pensione è aumentata dal 39% nel 2004 al 47% nel 2014. Tale tendenza dovrebbe proseguire in quanto i fondi pensione

## Segnali di allontanamento dei fondi pensione dagli investimenti azionari

In percentuale delle attività finanziarie totali

Grafico VI.8



<sup>1</sup> Canada e Stati Uniti. <sup>2</sup> Compresi gli investimenti in quote di fondi comuni.

Fonti: OCSE; elaborazioni BRI.

devono far fronte all'aumento del valore attuale delle loro obbligazioni dovuto all'aumento dell'aspettativa di vita stimata.

Parallelamente, i fondi pensione hanno reagito al calo dei rendimenti delle attività riducendo l'esposizione ai rischi tradizionali e incrementando quella ai cosiddetti investimenti alternativi. Tra questi figurano investimenti immobiliari, hedge fund, private equity e materie prime. Le stime di settore rivelano che la quota di tali investimenti nei portafogli di attività dei fondi pensione è aumentata dal 5% nel 2001 al 15% nel 2007 e al 25% nel 2014, a fronte di un corrispondente calo di 20 punti percentuali della quota di azioni. I fondi pensione britannici hanno avuto un ruolo trainante in questo cambiamento (grafico VI.8, diagramma di destra), al pari di quelli statunitensi, per i quali il ridimensionamento dell'esposizione azionaria sembra essere stato mascherato da notevoli incrementi delle valutazioni.

Nonostante il sostegno pubblico e le iniziative dei singoli fondi, i fondi pensione si trovano a dover affrontare problemi crescenti. Ad esempio, a fine 2014 i funding ratio erano inferiori ai livelli pre-crisi sia negli Stati Uniti sia in Europa. La situazione è destinata a peggiorare laddove i tassi di interesse si mantengano bassi, deprimendo ulteriormente sia i rendimenti delle attività sia i tassi di attualizzazione utilizzati per valutare le passività. In base a studi di settore relativi agli Stati Uniti, un calo di 35 punti base seguito da un altro di 60 punti base del tasso di sconto e rendimenti sulle attività corrispondentemente bassi ridurrebbero il funding ratio medio di circa 10 punti percentuali, intorno al 70% in due anni.

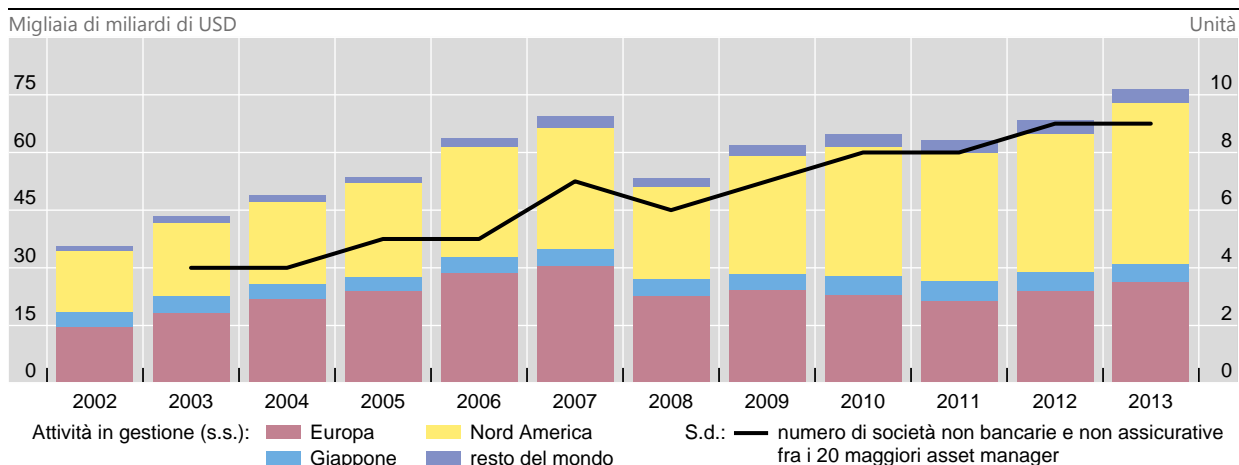
Le difficoltà di finanziamento dei fondi pensione potrebbero avere ripercussioni più ampie. Nel caso dei piani a prestazione definita le passività sono un obbligo contrattuale dello sponsor del fondo, che può essere un'impresa manifatturiera o una società di servizi. Pertanto, dal momento che disavanzi insostenibili si traducono prima o poi in esborsi per lo sponsor, vi è la possibilità di ripercussioni negative sugli utili e potenzialmente anche sulla solvibilità delle imprese. Anche i piani a contribuzione definita possono avere effetti simili, ma tramite canali diversi. Un calo del valore delle attività di un piano a prestazione definita comporta una flessione del flusso di redditi futuro dei suoi membri. Se un simile scenario fosse diffuso, determinerebbe un incremento del saggio di risparmio e quindi un calo della domanda aggregata.

## Dopo la crisi i rischi nel sistema finanziario sono cambiati

Il panorama finanziario è notevolmente cambiato dopo la crisi. Mentre le banche hanno perso terreno in veste di intermediari, gli asset manager – che gestiscono ad esempio fondi comuni di investimento, fondi di private equity e hedge fund – hanno risposto in misura crescente alle esigenze degli investitori a caccia di rendimento. Di conseguenza, nuove tipologie di rischio hanno acquisito rilevanza.

Il settore del risparmio gestito ha registrato una crescita sostenuta nell'ultimo decennio. Nonostante una battuta d'arresto a metà della crisi, che ha rispecchiato principalmente minusvalenze da valutazione, le masse in gestione a livello mondiale sono aumentate da circa \$35 000 miliardi nel 2002 a \$75 000 miliardi nel 2013 (grafico VI.9). Il settore rimane molto concentrato: il 40% dei patrimoni complessivi è in mano ai 20 maggiori gestori.

La composizione del settore è cambiata nel tempo. A livello geografico, nell'ultimo decennio è cresciuta di 11 punti percentuali la quota di mercato degli



Fonti: Towers Watson, *The World's 500 Largest Asset Managers*, 2014; elaborazioni BRI.

asset manager nordamericani, che attualmente gestiscono oltre la metà delle masse totali e circa due terzi dei patrimoni dei 20 maggiori gestori. In termini di tipologie, i gestori indipendenti hanno rapidamente scalzato dai vertici quelli di proprietà delle banche e delle società di assicurazione (grafico VI.9, linea nera).

Con la riduzione dell'assunzione di rischio da parte del settore bancario, gli asset manager hanno svolto un ruolo centrale insieme con i loro clienti e con i consulenti di investimento di tali clienti. Nelle loro raccomandazioni di investimento i consulenti sembrerebbero attribuire notevole importanza alla performance recente delle attività. Pertanto, dal momento che all'indomani della crisi i rendimenti delle attività delle EME sono stati migliori di quelli delle attività dei mercati avanzati, è probabile che le raccomandazioni dei consulenti di investimento abbiano contribuito ai forti afflussi registrati negli ultimi anni verso i fondi dei mercati emergenti (Capitolo II).

L'abbondante disponibilità di finanziamenti nel mercato obbligazionario ha ridotto sensibilmente gli indici di capitalizzazione delle imprese delle EME, dati dalla capitalizzazione di borsa divisa per la somma della stessa capitalizzazione di borsa e del valore contabile delle passività. Nonostante il vigore dei mercati azionari, l'ingente raccolta delle banche e delle imprese non finanziarie delle EME tra il 2010 e il 2014 ha ridotto significativamente i loro indici di capitalizzazione, portandoli su livelli non più osservati dalla fine del 2008, nel pieno delle turbolenze finanziarie internazionali (grafico VI.10, diagramma di sinistra). Questa tendenza, pur essendosi in parte invertita agli inizi del 2015, ha minato la capacità delle imprese di assorbire le perdite, rendendo le EME vulnerabili a un inasprimento delle condizioni di raccolta.

Questa vulnerabilità si è sviluppata di pari passo con la crescente dipendenza delle EME dai finanziamenti veicolati dagli asset manager con operatività internazionale (Capitolo III). In generale, i modelli di business delle società di asset management (che prendono a riferimento indici di mercato e attribuiscono una notevole importanza alla performance relativa), nonché le strutture di investimento da loro offerte (ad esempio veicoli di investimento collettivi), incentivano comportamenti miopi, potenzialmente destabilizzanti nell'eventualità di shock

avversi. Nel caso dei gestori che investono in attività delle EME il problema è ancora maggiore<sup>3</sup>. I fondi specializzati nelle EME fanno riferimento a un numero ben più limitato di indici benchmark maggiormente correlati tra loro rispetto ai fondi che investono nelle economie avanzate. Di conseguenza, è più elevato il rischio che gli shock finanziari colpiscano simultaneamente un'ampia gamma di investitori in fondi dei mercati emergenti, producendo afflussi e deflussi sincronizzati.

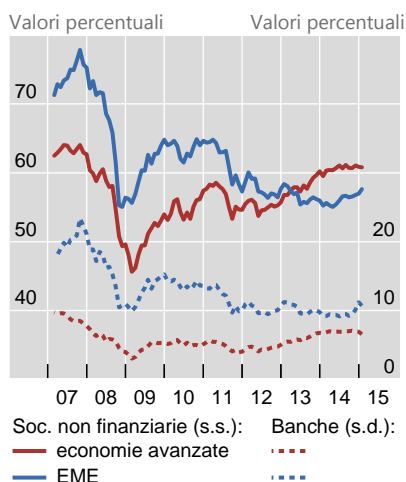
Flussi di capitali che amplificassero le oscillazioni di prezzo sarebbero destabilizzanti. La possibilità che si verifichino dinamiche di questo tipo emerge dalla relazione storica tra i rendimenti sugli indici generali di mercato e i flussi di investimenti (grafico VI.10, diagramma centrale e diagramma di destra). Nel caso dei fondi statunitensi e delle EME, gli afflussi seguono periodi di alti rendimenti (barre a destra dello zero) e rafforzano in genere l'aumento dei rendimenti contemporanei (barre in corrispondenza dello zero). In un simile scenario gli afflussi di capitali alimentano boom azionari e obbligazionari persistenti. Questo meccanismo funzionerebbe tuttavia anche in direzione opposta. In caso di contrazione i deflussi accentuerebbero la debolezza dei rendimenti e deprimerebbero in modo persistente i mercati.

In prospettiva, la questione fondamentale è se gli asset manager possano assumere le funzioni di intermediazione che le banche hanno abbandonato. Il successo delle istituzioni finanziarie nello svolgimento di tali funzioni dipende dalla loro capacità di sopportare perdite temporanee senza difficoltà. Ma questa capacità si è di recente ridotta nel settore dell'asset management, dove gli investitori al dettaglio stanno progressivamente subentrando a quelli istituzionali in veste di

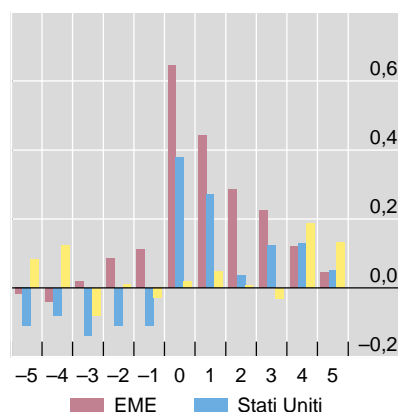
### Cresce la vulnerabilità delle EME alla volatilità dei flussi di investimenti

Grafico VI.10

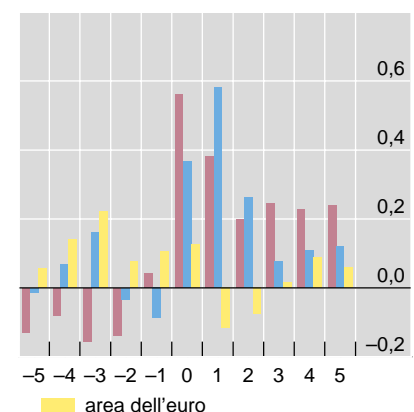
#### Rapporti di capitalizzazione<sup>1</sup>



#### Fondi azionari, correlazioni flussi-rendimenti<sup>2</sup>



#### Fondi obbligazionari, correlazioni flussi-rendimenti<sup>2</sup>



<sup>1</sup> Capitalizzazione di mercato a livello regionale, divisa per la somma del valore contabile delle passività a livello regionale; medie dei tre mesi precedenti; in base al campione di entità elencate di Moody's KMV. <sup>2</sup> Correlazione fra i flussi di fondi e i rendimenti di un indice generale fra il gennaio 1998 (azioni dell'area dell'euro) / metà 2000 (azioni statunitensi e delle EME) / metà 2003 (obbligazioni statunitensi e delle EME) / gennaio 2009 (obbligazioni dell'area dell'euro) e il gennaio 2015. L'asse delle ascisse indica quanti mesi di anticipo (numeri negativi) o ritardo (numeri positivi) hanno i flussi rispetto ai rendimenti per la stima delle correlazioni.

Fonti: Bank of America Merrill Lynch; Bloomberg; EPFR; Moody's; elaborazioni BRI.

<sup>3</sup> Cfr. K. Miyajima e I. Shim, "Gli asset manager nelle economie emergenti", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre 2014 (versione integrale disponibile solo in inglese).

investitori finali. Gli investitori al dettaglio hanno bilanci più modesti, orizzonti temporali più brevi, una minore tolleranza al rischio, e quindi una capacità inferiore di assorbire le perdite. Il comportamento delle famiglie britanniche durante la recente crisi finanziaria ne fornisce una riprova<sup>4</sup>.

Queste problematiche diventano più importanti all'aumentare dei patrimoni gestiti da una singola società. Le decisioni prese da un singolo asset manager di grandi dimensioni possono provocare flussi di fondi con significative ripercussioni a livello di sistema. Per affrontare la questione, il Financial Stability Board e l'International Organization of Securities Commissions hanno pubblicato una proposta su come individuare le istituzioni finanziarie non bancarie e non assicurative di rilevanza sistemica globale<sup>5</sup>.

Più di recente il dibattito in seno alle autorità ha considerato le società di asset management come un gruppo distinto, che dà luogo a nuovi rischi finanziari. Particolare attenzione è stata dedicata alle strutture di incentivi di tali società, che possono generare comportamenti sincronizzati e quindi amplificare le oscillazioni dei mercati finanziari. L'introduzione di restrizioni sulla movimentazione dei portafogli di investimento potrebbe limitare le oscillazioni legate agli incentivi e, allungando di fatto gli orizzonti temporali degli asset manager, potrebbe stabilizzarne il comportamento di fronte a shock avversi temporanei. Analogamente, l'imposizione di limiti al grado di leva potrebbe contenere l'amplificazione degli shock. Inoltre, il rischio di riscatti potrebbe essere affrontato con riserve di liquidità e, sulla linea delle recenti modifiche alle regole sui fondi statunitensi del mercato monetario, con restrizioni ai riscatti rapidi dai fondi gestiti. Ciò potrebbe immunizzare gli asset manager da cambiamenti precipitosi del clima di fiducia degli investitori al dettaglio, rafforzando la capacità di assorbimento delle perdite del settore.

Un'iniziativa complementare delle autorità punterebbe a rinvigorire istituzioni che hanno svolto efficacemente la funzione di intermediazione in passato. Le banche ne sono il principale esempio. Le iniziative in atto mirate a rafforzare la capacità di tenuta delle banche e la loro trasparenza potenzierebbero la loro capacità di intermediazione, non da ultimo aiutandole a riconquistare la fiducia dei mercati. E poiché la capacità di tenuta dipende in modo cruciale dalla capacità di generare utili sostenibili, essa sarebbe favorita da riforme che rafforzino la crescita e da una normalizzazione tempestiva della politica monetaria nelle economie avanzate, nonché da ulteriori iniziative per limitare gli squilibri finanziari nelle economie emergenti.

<sup>4</sup> Cfr. A. Haldane, "The age of asset management?", intervento alla London Business School, aprile 2014.

<sup>5</sup> Financial Stability Board e International Organization of Securities Commissions, *Assessment methodologies for identifying non-bank non-insurer global systemically important financial institutions*, documento consultivo, marzo 2015.

## Market-making in calo: cause e conseguenze

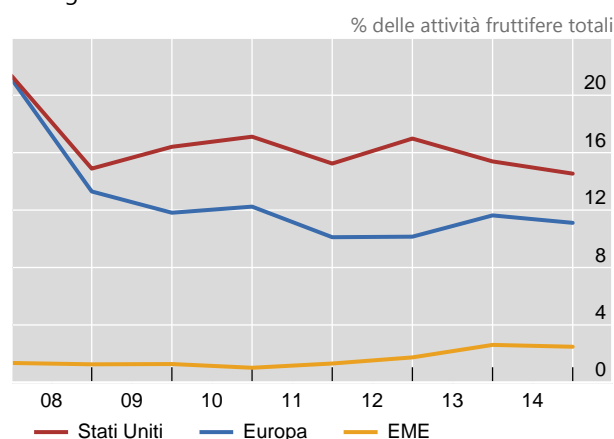
Le recenti indicazioni di una ridotta liquidità sul mercato (Capitolo II) hanno attirato l'attenzione di autorità e analisti su importanti fornitori di tale liquidità, ossia gli intermediari specializzati noti anche come market-maker. Vari sono i fattori all'origine dell'apparente disimpegno dei market-maker. Alcuni riguardano la riconsiderazione da parte dei dealer del loro atteggiamento nei confronti dell'assunzione di rischio e della sostenibilità dei loro modelli operativi dopo la crisi. Altri le riforme regolamentari che puntano ad allineare maggiormente i costi del market-making e di altre attività legate alle negoziazioni ai rischi sottostanti e ai rischi che tali attività generano per il sistema finanziario. Il raggiungimento di questo obiettivo consentirebbe la transizione verso una liquidità di mercato potenzialmente inferiore, ma più robusta.

I market-maker sono importanti fornitori di servizi di liquidità. Essi si impegnano infatti con i propri portafogli a operare sia come acquirenti sia come venditori nelle transazioni poste in essere dai clienti in presenza di temporanei squilibri tra domanda e offerta. È generalmente riconosciuto che il prezzo eccessivamente basso dell'attività di market-making ha contribuito a creare prima della crisi un'"illusione di liquidità", ossia l'impressione fuorviante che la liquidità sarebbe stata sempre disponibile in abbondanza. Dopo il tracollo collegato alla crisi la liquidità di mercato è stata erosa dal calo delle consistenze di obbligazioni societarie e altri titoli negoziabili delle banche (grafico VI.A, diagramma di sinistra; cfr. anche il grafico II.11, diagramma di sinistra). Comprendere le cause di questa dinamica recente è importante per valutare la solidità della liquidità di mercato in futuro.

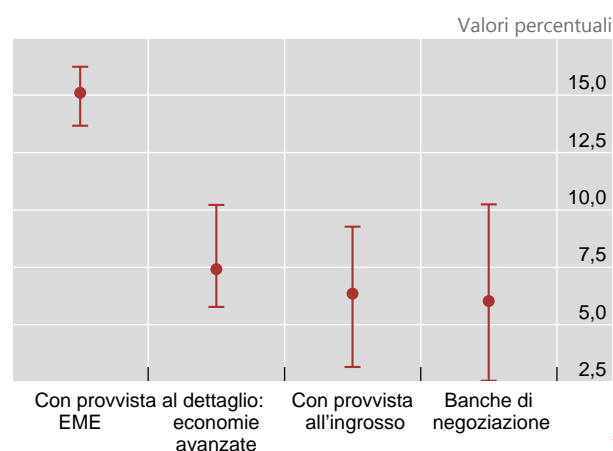
### I portafogli dei dealer cambiano mentre vacilla il modello di banca di negoziazione

Grafico VI.A

Titoli detenuti dalle maggiori banche a fini di negoziazione<sup>1</sup>



Return-on-equity dei vari modelli di business<sup>2</sup>



<sup>1</sup> Campione di 18 banche europee, sette banche statunitensi e otto banche delle EME. <sup>2</sup> Intervallo dei return-on-equity annuali dal 2008 al 2013 (trattini) e della media corrispondente (punto). Cfr. R. Roengpitya, N. Tarashev e K. Tsatsaronis, "I modelli di business delle banche", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre 2014.

Fonti: Bankscope; elaborazioni BRI.

In primo luogo, l'attività di market-making dopo la crisi ha perso slancio in parte per effetto di una ridotta tolleranza dei dealer nei confronti dei rischi di valutazione e di finanziamento delle attività in portafoglio<sup>①</sup>. In numerose giurisdizioni i dealer hanno incrementato i premi di rischio richiesti e hanno rivisto la loro gestione del rischio per riflettere meglio il rapporto fra costi e benefici di aree operative alternative. Ciò ha portato a un innalzamento dei prezzi dei servizi di market-making, specie nei mercati meno liquidi come quelli delle obbligazioni societarie, ma in misura diversa a seconda dei paesi e delle tipologie di clienti.



In secondo luogo, le difficoltà post-crisi hanno spinto le banche a rivedere i propri modelli di business. I risultati non sono molto lusinghieri per i market-maker: negli ultimi anni le banche che si sono dedicate soprattutto all'attività di commercial banking sono state più efficienti e hanno conseguito generalmente utili più elevati e meno volatili rispetto a quelle che hanno perseguito strategie basate sulla negoziazione e sull'investment banking, il modello di business più strettamente collegato ai servizi di market-making (grafico VI.A, diagramma di destra)<sup>②</sup>. Di conseguenza, alcune banche hanno abbandonato o significativamente ridimensionato l'attività di negoziazione, mentre altre (di recente in Germania e nel Regno Unito) hanno annunciato importanti ristrutturazioni delle proprie unità di investment banking.

Stando a una recente indagine presso i principali dealer, anche le riforme regolamentari hanno influito sull'attività di market-making<sup>③</sup>. In particolare, gli intermediari interpellati rilevavano l'effetto restrittivo prodotto dai requisiti in materia di leva finanziaria e capitale sulle attività con bassi margini ed elevato ricorso a titoli di proprietà, come le operazioni di negoziazione finanziate pronti contro termine. Evidenziavano inoltre il costo crescente di detenere titoli a reddito fisso in portafoglio.

Tuttavia, l'impatto netto sulla liquidità di mercato dipende da una serie di fattori aggiuntivi. Uno di questi è la capacità dei market-maker di cogliere i benefici in termini di costo derivanti dalle nuove tecnologie di trading. Un altro è la capacità di altri operatori di mercato di occupare lo spazio lasciato dai market-maker tradizionali. Ciò determina altresì in che misura i maggiori costi del market-making sono trasmessi ai clienti e, in definitiva, alla comunità degli investitori più in generale.

Dal punto di vista delle politiche, un aspetto chiave è se le tendenze in atto nel market-making contribuiranno a evitare le crisi di liquidità. Affinché ciò avvenga, tali tendenze dovrebbero allineare il prezzo dei servizi di market-making in circostanze normali con gli elevati costi del prosciugamento della liquidità in periodi di tensione. Un tale riallineamento difficilmente potrà evitare che uno shock di proporzioni eccezionali paralizzi i mercati finanziari, ma dovrebbe scoraggiare quei comportamenti finanziari che danno per scontata la liquidità ed escludono ingenuamente la possibilità di un crollo dei prezzi, anche a fronte dell'accumularsi di eccessi. Riducendo la vulnerabilità degli operatori agli shock di liquidità ordinari farebbe diminuire le probabilità che tali shock si autoalimentino e compromettano la liquidità a livello di sistema.

<sup>①</sup> Cfr. Comitato sul sistema finanziario globale, "Market-making and proprietary trading: industry trends, drivers and policy implications", *CGFS Papers*, n. 52, novembre 2014. <sup>②</sup> Cfr. R. Roegpitya, N. Tarashev e K. Tsatsaronis, "I modelli di business delle banche", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre 2014. <sup>③</sup> Cfr. l'appendice 4 della pubblicazione citata nella nota<sup>①</sup>.

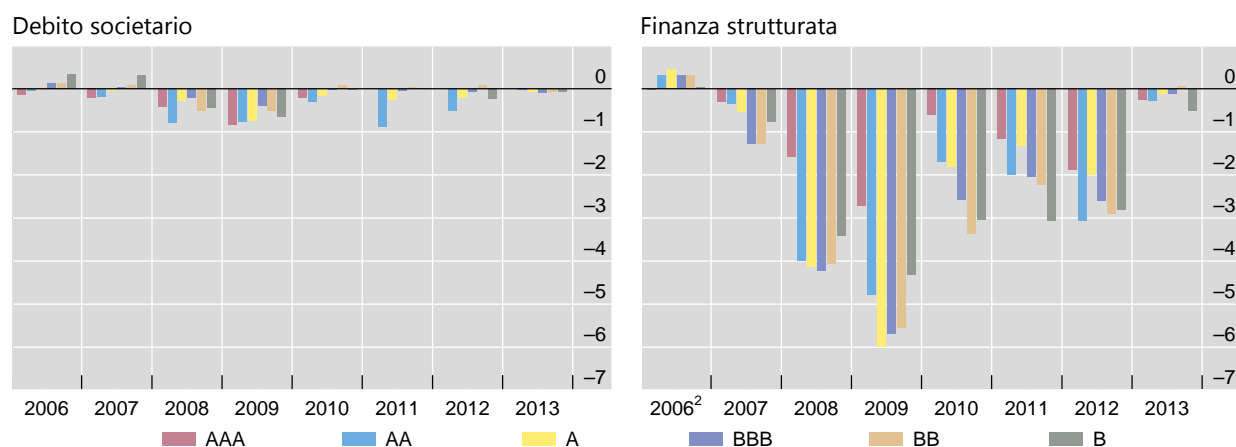
## I rischi della finanza strutturata e la risposta della regolamentazione

La crisi finanziaria ha portato alla luce la presenza di gravi falle nel mercato delle cartolarizzazioni. Nel 2008-09 il brusco abbassamento dei rating dei titoli a reddito fisso costrinse le banche ad accrescere rapidamente il patrimonio per coprire le esposizioni mantenute in bilancio. Se per le obbligazioni il declassamento fu pari in media a meno di un gradino (notch), per le tranches di cartolarizzazioni con rating analogo esso fu addirittura di tre-sei notch (grafico VI.B). Inoltre, i declassamenti delle obbligazioni societarie si fecero meno frequenti dal 2009, mentre quelli dei prodotti cartolarizzati proseguirono fino a 2012 inoltrato. Queste divergenze palesavano i problemi inerenti ai modelli di rischio utilizzati, che avevano gonfiato i rating di alcune tranches senior, riducendo così artificialmente i pesi per il rischio applicati a tali strumenti in virtù della regolamentazione. In aggiunta, la convinzione non giustificata che i rischi potessero essere stimati con un elevato grado di precisione accresceva la probabilità che le tranches in posizione intermedia all'interno della struttura patrimoniale delle cartolarizzazioni fossero fortemente sottocapitalizzate.

### Le valutazioni del rischio di credito oscillano<sup>1</sup>

Variazioni di rating annue medie, in termini di gradi (notch)

Grafico VI.B



<sup>1</sup> In base all'intero universo di Fitch. Il colore di ciascuna barra corrisponde al rating a inizio anno, la sua altezza alla variazione media nel corso dell'anno. Un valore positivo (negativo) indica un miglioramento (peggioramento) del rating. <sup>2</sup> Solo strumenti statunitensi.

Fonti: Fitch Ratings; elaborazioni BRI.

Le modifiche apportate di recente al trattamento prudenziale delle cartolarizzazioni fanno tesoro di questi insegnamenti<sup>①</sup>. Il nuovo schema contiene disposizioni di "comply or explain" ("applicazione o spiegazione") per incentivare le banche a fare minore ricorso ai rating esterni. Limita inoltre il numero di metodi a disposizione per il computo del patrimonio di vigilanza e semplifica il loro ordine gerarchico. Un'importante novità dello schema rivisto è che introduce salvaguardie regolamentari contro la sottocapitalizzazione pur mantenendo la sensibilità al rischio, ossia continuando a richiedere una dotazione patrimoniale commisurata al grado di rischio delle esposizioni.

In linea con il principio di sensibilità al rischio della regolamentazione, le cartolarizzazioni meno complesse e più trasparenti dovrebbero essere soggette a requisiti patrimoniali inferiori. Per questo motivo, il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria e la International Organization of Securities Commissions hanno insieme proposto una lista di criteri intesi a favorire lo sviluppo di cartolarizzazioni semplici e trasparenti<sup>②</sup>.

La valutazione dei rischi relativi alle cartolarizzazioni di questo tipo continuerà comunque a essere soggetta a considerevole incertezza. Non tenere conto di questo fatto equivarrebbe ad aumentare significativamente la probabilità che le tranche siano gravemente sottocapitalizzate.

Le tranche di cartolarizzazioni presentano la peculiarità di concentrare potenzialmente l'incertezza. Da un'analisi delle cartolarizzazioni semplici e trasparenti, Antoniadès e Tarashev mostrano che l'incertezza irriducibile sulle reali probabilità di default nel pool di attività sottostanti riguarderebbe soprattutto le tranche con grado di prelazione intermedio, dette "mezzanine"<sup>①</sup>. Questa caratteristica non era contemplata da Basilea 2, per cui poteva accadere che errori di stima anche piccoli dessero luogo a variazioni sproporzionate dei requisiti patrimoniali a fronte di tali tranche (c.d. "cliff effect"). Esisteva quindi la possibilità di gravi sottocapitalizzazioni e di una valutazione distorta dei rischi. L'introduzione di salvaguardie patrimoniali per le tranche mezzanine nel nuovo schema per le cartolarizzazioni rappresenta quindi un passo nella giusta direzione per affrontare un'importante fonte di fragilità del sistema finanziario.

① Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, *Basel III: Revisions to the securitisation framework*, dicembre 2014. ② Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria e Board of the International Organization of Securities Commissions, *Criteria for identifying simple, transparent and comparable securitisations*, documento consultivo, dicembre 2014. ③ A. Antoniadès e N. Tarashev, "Cartolarizzazioni: suddivisione in tranche e concentrazione dell'incertezza", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre 2014 (versione integrale disponibile solo in inglese).

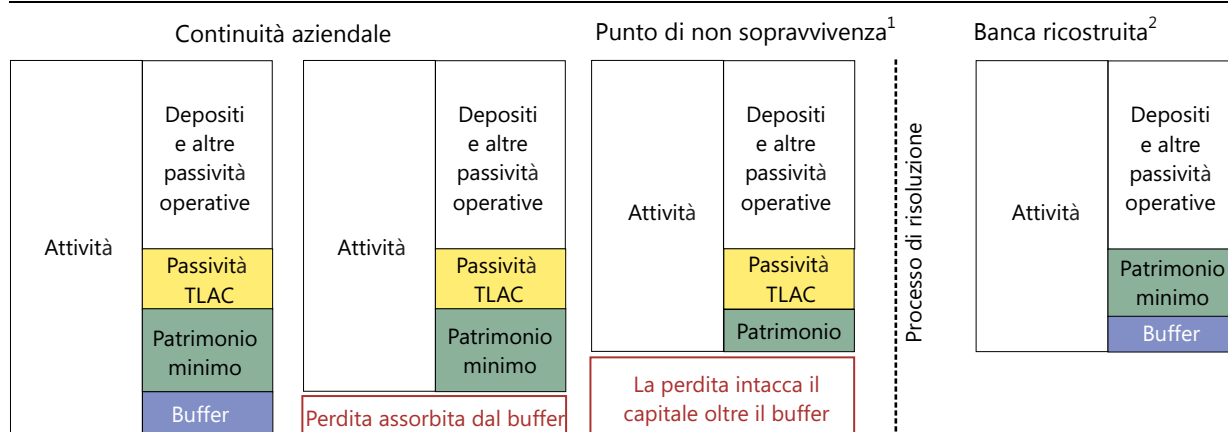
## Capacità di assorbimento delle perdite delle banche in caso di risoluzione

Le riforme della regolamentazione a seguito della crisi cercano di ridurre l'esposizione dell'economia alle tensioni nel sistema finanziario. Esse si prefiggono due obiettivi complementari: garantire degli standard minimi di solidità, in modo da ridurre la probabilità che gli intermediari finanziari falliscano, e ridurre l'impatto di un loro eventuale fallimento sul sistema e sull'economia. Il primo obiettivo è al centro dei requisiti più stringenti in materia di capitale e di liquidità previsti da Basilea 3 per le banche in condizioni di continuità aziendale ("going concern"); il secondo obiettivo è perseguito con delle misure volte a migliorare l'efficienza del processo di risoluzione nel caso in cui una banca raggiunga il punto di non sopravvivenza ("point of non-viability"). Nell'ambito di questo secondo obiettivo, il Financial Stability Board ha elaborato una serie di principi fondamentali per assicurare processi di risoluzione efficaci e ha proposto nuovi standard di adeguatezza della capacità di assorbimento delle perdite nell'ambito della risoluzione destinati alle banche di rilevanza sistemica globale (G-SIB, secondo l'acronimo inglese). Tali standard sono noti sotto il nome di Total Loss-Absorbing Capacity (TLAC)<sup>①</sup>.

I requisiti TLAC andrebbero a integrare la capacità di assorbimento delle perdite garantita dal patrimonio di vigilanza previsto da Basilea 3. In termini generali, in condizioni normali di operatività una banca dovrebbe disporre di una dotazione patrimoniale adeguata a soddisfare i requisiti minimi obbligatori e i requisiti di buffer, nonché di passività TLAC sufficienti (grafico VI.C, primo diagramma). I buffer patrimoniali rappresentano la prima linea di difesa di una banca: assorbono le perdite iniziali e consentono alla banca stessa di proseguire senza interruzioni nell'offerta di servizi di intermediazione (secondo diagramma). Una banca in condizioni di continuità aziendale soddisfa i requisiti patrimoniali minimi ed è considerata in grado di far fronte a shock avversi mediante la ricostituzione dei buffer patrimoniali, ad esempio con la patrimonializzazione degli utili. A seguito di perdite ingenti e persistenti, tuttavia, la banca potrebbe infrangere i requisiti minimi e non essere più considerata in grado di riprendersi, raggiungendo il punto di non sopravvivenza (terzo diagramma). Comincerebbe a questo punto il processo di risoluzione, durante il quale il debito TLAC verrebbe convertito in azioni o svalutato (c.d. "bail-in"). Ciò permetterebbe alle autorità di ricapitalizzare l'istituto in difficoltà – o un istituto successore che ne riprenda l'attività – in modo tale da preservare la fiducia dei mercati e garantire la continuità dei servizi chiave (quarto diagramma). In definitiva, la TLAC è una fonte prefinanziata di capitale a disposizione per favorire un processo ordinato di risoluzione.

### Ruolo della TLAC nelle risoluzioni: un'illustrazione

Grafico VI.C



L'altezza dei segmenti è stata scelta per migliorare la leggibilità del grafico. Essa non rispecchia la situazione di alcuna banca reale né le dimensioni relative delle diverse passività in base alle regole di Basilea 3 o alla proposta in materia di TLAC.

<sup>1</sup> Anche le passività non collegate alla TLAC sono esposte a perdite in caso di risoluzione, conformemente alla gerarchia dei creditori e al regime di risoluzione applicabili. <sup>2</sup> Una banca in fase di risoluzione o l'entità suo successore (se ancora designata come G-SIB) avrebbe da uno a due anni per conformarsi ai requisiti minimi in materia di TLAC.

La proposta in materia di TLAC precisa in che modo le banche debbano costituire questa capacità addizionale di assorbimento delle perdite. Il requisito TLAC può essere coperto con le stesse risorse ammesse nel patrimonio di vigilanza di base (Tier 1) e supplementare (Tier 2), ma per almeno un terzo andrebbe soddisfatto con passività. Per poter essere prontamente utilizzate ai fini del bail-in, tali passività devono soddisfare una serie di criteri, in particolare la presenza di condizioni legali che specifichino chiaramente il loro grado di subordinazione rispetto ad altre passività aventi natura più operativa, come i depositi, gli strumenti derivati e altre esposizioni da negoziazione nei confronti di controparti. Tale criterio intende ridurre il rischio di dispute legali o di richieste di indennizzo. Altri criteri prevedono che le passività TLAC non siano garantite e abbiano una vita residua superiore a un anno, al fine di garantire la disponibilità di importi sufficienti nel caso in cui la banca si avvicini al punto di non sopravvivenza. L'obiettivo della proposta in materia di TLAC è assicurare che la risoluzione di una banca in crisi non comporti oneri per i contribuenti e avvenga in maniera ordinata, indipendentemente dalla forma che assume (ricapitalizzazione, ristrutturazione o liquidazione ordinata).

La proposta prevede che il livello dei requisiti TLAC sia determinato con riferimento a misure regolamentari esistenti. I titoli TLAC dovrebbero essere almeno pari al maggiore fra 1) il 16-20% delle attività ponderate per il rischio di una banca<sup>①</sup>; e 2) il doppio del livello di patrimonio che soddisfa il requisito relativo all'indice di leva finanziaria (leverage ratio) di Basilea 3. Tale importo rappresenterebbe un livello minimo, cui le autorità nazionali potrebbero affiancare a loro discrezione requisiti aggiuntivi per gli istituti di loro competenza. La data di entrata in vigore dei requisiti TLAC non è ancora stata fissata ma non sarà in ogni caso prima del gennaio 2019.

L'efficacia della TLAC dipende in maniera cruciale dalla sua complementarità con altri elementi dello schema prudenziale e del regime di risoluzione. La struttura proposta è compatibile con le regole di Basilea 3. Preserva l'integrità degli standard patrimoniali e di liquidità e favorisce il loro obiettivo di accrescere la solidità delle banche in condizioni di continuità aziendale. Le risorse TLAC saranno utilizzate soltanto una volta superato il punto di non sopravvivenza e aiuteranno le autorità di risoluzione a ripristinare i buffer previsti da Basilea 3 presso l'istituzione ristrutturata. In aggiunta, le norme in materia di TLAC dovranno coesistere efficacemente con i regimi di risoluzione vigenti o attualmente in fase di elaborazione, nonché con le diverse forme organizzative esistenti. Parallelamente alla definizione della proposta di regolamentazione in materia di TLAC e alla calibrazione degli obiettivi quantitativi, sarà importante che all'interno del sistema sia mantenuta una flessibilità sufficiente a garantire la compatibilità con regimi e strategie di risoluzione che differiscono fra paesi e intermediari finanziari.

<sup>①</sup> Financial Stability Board, *Adequacy of loss-absorbing capacity of global systemically important banks in resolution*, documento consultivo, novembre 2014. <sup>②</sup> Le regole definitive preciseranno un valore esatto all'interno di questo intervallo.

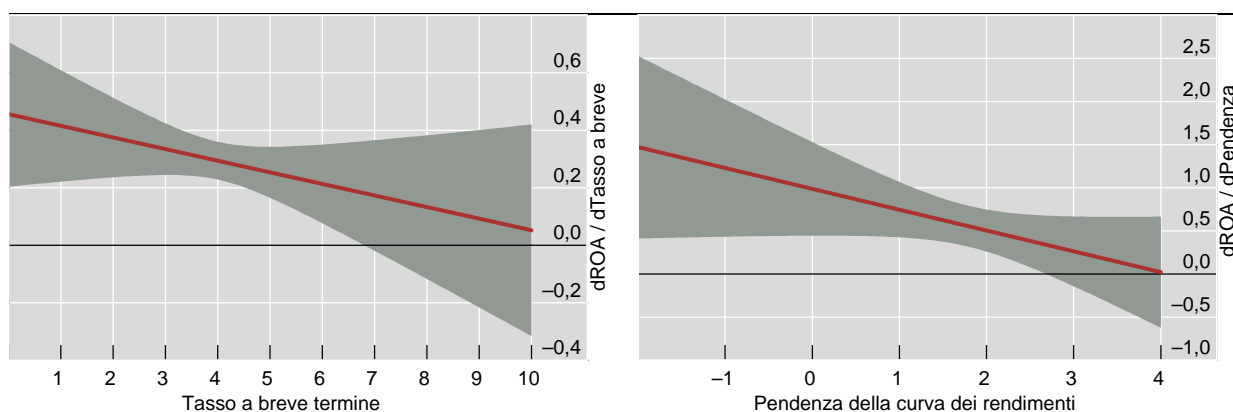
## Politica monetaria e redditività delle banche

Un prolungato allentamento monetario può incidere negativamente sulla redditività delle banche, in quanto tassi di interesse a breve termine più bassi e una curva dei rendimenti più piatta comprimono il reddito netto da interessi, facendo diminuire rispettivamente i margini delle banche e i rendimenti dell'attività di trasformazione delle scadenze. Tale effetto non è compensato da quello positivo che il calo dei tassi di interesse produce sugli accantonamenti per perdite su crediti, riducendo i costi per il servizio del debito e le probabilità di insolvenza, e sui proventi di altra fonte, accrescendo le valutazioni dei titoli. L'analisi di Demirgüç-Kunt e Huizinga<sup>①</sup>, basata su dati aggregati dei settori bancari di 80 paesi industriali e in via di sviluppo, mostra effettivamente che una riduzione dei tassi di interesse fa generalmente diminuire la redditività bancaria. Alessandri e Nelson ottengono risultati simili per le banche britanniche<sup>②</sup>.

Uno studio recente della BRI, basato sui dati di 109 grandi banche internazionali con sede in 14 importanti economie avanzate, conferma questo risultato<sup>③</sup>. Esso rileva inoltre che l'effetto sulla redditività bancaria delle variazioni nella struttura dei tassi di interesse, ossia del tasso a breve e dell'inclinazione della curva dei rendimenti, si accentua al diminuire dei tassi di interesse e all'appiattirsi delle curve. Per il tasso a breve termine questo impatto non lineare riflette, fra gli altri fattori, un minore "effetto dotazione" dei depositi sulla redditività bancaria in presenza di tassi di interesse bassi: dal momento che il tasso sui depositi non può scendere sotto zero, per lo meno non in misura significativa, il differenziale tra il tasso di mercato e il tasso sui depositi (mark-down) viene compresso in presenza di tassi ufficiali molto bassi. Per l'inclinazione della curva dei rendimenti la non linearità potrebbe derivare dalla domanda di prestiti a lungo termine e di servizi bancari, nonché dagli accantonamenti. Il grafico VI.D mostra che quanto più basso è il tasso di interesse a breve termine e quanto minore è l'inclinazione della curva dei rendimenti, tanto maggiore è l'effetto sulla redditività dell'attivo (ROA). Ad esempio, si stima che una riduzione del tasso ufficiale a breve termine dall'1 allo 0% produce una flessione del ROA di 0,4 punti percentuali su un anno, pari al doppio della riduzione associata a un calo del tasso a breve termine dal 7 al 6% (diagramma di sinistra). Analogamente, una riduzione dell'inclinazione della curva dei rendimenti da -1 a -2 punti percentuali erode il ROA di 1,2 punti percentuali su un anno, mentre l'effetto è dimezzato se l'inclinazione passa da 2 a 1 punto percentuale (diagramma di destra).

### Effetti delle variazioni nella struttura dei tassi di interesse sul return-on-assets (RoA) delle banche

Grafico VI.D



ROA = utile al lordo di imposta diviso per le attività totali; tasso a breve termine = tasso interbancario a tre mesi, in percentuale; pendenza della curva dei rendimenti = differenza fra il tasso sul titolo di Stato a 10 anni e il tasso interbancario a tre mesi, in punti percentuali. L'asse delle ordinate riporta la derivata del ROA rispetto al tasso a breve termine (diagramma di sinistra) e alla pendenza della curva dei rendimenti (diagramma di destra), in punti percentuali. L'area ombreggiata rappresenta gli intervalli di confidenza al 95%.

Fonte: elaborazioni BRI.

Stando a queste stime, l'effetto negativo sulla redditività bancaria del calo del tasso a breve termine è stato più che compensato dall'aumento dell'inclinazione della curva dei rendimenti nei primi due anni successivi allo scoppio della Grande Crisi Finanziaria (2009-10). A parità di altre condizioni, questi cambiamenti hanno contribuito nel complesso a un incremento del ROA di 0,3 punti percentuali in media per le 109 banche del campione. Nei successivi quattro anni (2011-14) l'ulteriore calo dei tassi a breve termine e l'appiattimento della curva dei rendimenti hanno contribuito a una riduzione cumulata del ROA di 0,6 punti percentuali. Questi risultati restano validi anche tenendo conto delle diverse condizioni cicliche e delle caratteristiche specifiche delle singole banche, quali dimensioni, liquidità, capitalizzazione e incidenza della provvista sui mercati dei capitali.

① A. Demirgüç-Kunt e H. Huizinga, "Determinants of commercial bank interest margins and profitability: some international evidence", *World Bank Economic Review*, n. 13(2), 1999, pagg. 379-408. ② P. Alessandri e B. Nelson, "Simple banking: profitability and the yield curve", *Journal of Money Credit and Banking*, n. 47(1), pagg. 143-175. ③ C. Borio, L. Gambacorta e B. Hofmann, "The influence of monetary policy on bank profitability", *BIS Working Papers*, 2015 (di prossima pubblicazione).

## Trattamento prudenziale delle esposizioni nei confronti di soggetti sovrani: verso una maggiore sensibilità al rischio

La filosofia alla base dello schema di regolamentazione di Basilea prevede che si applichino requisiti prudenziali minimi commisurati ai rischi sottostanti<sup>①</sup>. Nondimeno, in vari paesi le esposizioni verso soggetti sovrani ricevono un trattamento preferenziale rispetto, in particolare, a quelle esposizioni verso società non finanziarie. Ciò riduce la sensibilità al rischio dei requisiti prudenziali<sup>②</sup>. Poiché le distorsioni che ne risultano rischiano di minare la stabilità finanziaria, tale questione ha indotto le autorità a rivedere il trattamento delle esposizioni verso soggetti sovrani all'interno della regolamentazione bancaria.

Nella sua forma più evidente, il trattamento preferenziale concerne le esposizioni denominate nella moneta del soggetto sovrano debitore e finanziate dalla banca nella stessa moneta. Le autorità nazionali hanno la facoltà – ma non l'obbligo – di consentire che tali esposizioni ricevano pesi di rischio assai inferiori di quelli previsti per le esposizioni verso imprese private con caratteristiche simili. Spesso, a prescindere dal rating del soggetto sovrano, il peso di rischio applicato è pari a zero. È questo ciò che avviene attualmente nell'ambito del metodo standardizzato per il rischio di credito nel portafoglio bancario, e nell'ambito del metodo vigente e di quello proposto per il rischio specifico nel portafoglio di negoziazione<sup>③</sup>.

Per quanto riguarda il trattamento del rischio di liquidità, l'investimento nel debito dei soggetti sovrani presenta, e probabilmente continuerà a presentare, particolari attrattive. Si pensi ad esempio all'approccio prudenziale per le esposizioni verso soggetti sovrani con pesi di rischio pari a zero: tali esposizioni rientrano senza restrizioni nella categoria di attività liquide di elevata qualità che le banche possono utilizzare per soddisfare i requisiti prudenziali di liquidità. O ancora agli standard proposti per il portafoglio di negoziazione, che richiedono alle banche di valutare il rischio relativo alle loro esposizioni su orizzonti specifici. Il rischio stimato cresce automaticamente all'aumentare dell'orizzonte di valutazione, ma tale orizzonte è più breve per i titoli più liquidi, che possono essere venduti più facilmente in periodi di tensione. Considerata la liquidità storicamente elevata dei titoli sovrani, i corrispondenti orizzonti di valutazione proposti sono da due a tre volte più brevi di quelli richiesti per i titoli societari di pari rating.

Le esposizioni verso soggetti sovrani sono inoltre esentate dai limiti di concentrazione previsti dalla regolamentazione per le grandi esposizioni. Non dovrebbe pertanto sorprendere che esse occupino un ruolo rilevante nei bilanci delle banche. In un campione mondiale di 30 grandi banche, la quota delle esposizioni verso soggetti sovrani all'interno del portafoglio bancario è cresciuta dal 12% circa del 2004 al 20% di fine 2013<sup>④</sup>. Nella periferia dell'area dell'euro le consistenze di titoli del rispettivo soggetto sovrano detenuti dalle banche sono progressivamente cresciute dal 3% delle attività totali nel 2008 a oltre l'8% a fine 2014<sup>⑤</sup>.

Ciò ha rafforzato la relazione di interdipendenza fra le banche e i soggetti sovrani. Per decenni le banche hanno fatto affidamento sul sostegno implicito ed esplicito del soggetto sovrano per migliorare il proprio rating e abbassare i costi di provvista. Più di recente, il trattamento preferenziale delle esposizioni verso soggetti sovrani ha permesso che le banche, esse stesse sotto tensione, gettassero un'ancora di salvezza agli Stati in difficoltà. L'effetto destabilizzante di questa relazione bidirezionale si è manifestato con chiarezza durante la crisi del debito sovrano del 2010-11, che ha portato le tensioni finanziarie a nuovi apici.

Tali esperienze hanno indotto un riesame del trattamento prudenziale dei soggetti sovrani. I primi passi in questa direzione riguardano il trattamento del sostegno sovrano a favore delle banche nell'ambito del metodo standardizzato per il rischio di credito. Le modifiche proposte vietano alla banca creditrice di ridurre il peso di rischio applicato alle esposizioni interbancarie facendo riferimento al rating del soggetto sovrano della banca prenditrice. Se attuate, queste modifiche permetteranno di allineare maggiormente il requisito patrimoniale della banca creditrice – e in definitiva il tasso praticato – al grado di rischiosità della banca debitrice<sup>⑥</sup>. I requisiti in materia di leverage ratio, di prossima applicazione, forniranno un presidio supplementare vincolando le dimensioni delle esposizioni verso soggetti sovrani, dato un certo livello di capitale della banca. Occorre tuttavia proseguire ulteriormente nel riesame del trattamento prudenziale delle stesse esposizioni verso soggetti sovrani.



È importante riconoscere che lo status preferenziale accordato ai soggetti sovrani si fonda su un presupposto fuorviante, ossia che le banche centrali siano pronte, all'occorrenza, a monetizzare il debito sovrano in moneta nazionale al fine di evitare un default. Come dimostrano le recenti vicende nell'area dell'euro, tuttavia, un siffatto intervento non è praticabile all'interno di una zona valutaria soggetta a condizioni macroeconomiche che nella fattispecie non sono allineate con le esigenze di un particolare soggetto sovrano in difficoltà. Tale presupposto è inoltre confutato dall'esperienza storica delle diverse insolvenze verificatesi sul debito sovrano in moneta locale, perlopiù nelle economie emergenti. Infine, anche qualora permetta di evitare un default sovrano, la monetizzazione del debito pregiudica l'indipendenza della banca centrale e la fiducia del mercato nella moneta nazionale. Ciò può condurre a un'elevata inflazione e a crisi valutarie che rischiano a loro volta di incidere negativamente sul sistema bancario. Tutte queste considerazioni sottolineano l'opportunità di conseguire un maggiore allineamento fra i requisiti prudenziali applicati alle esposizioni verso soggetti sovrani e la probabilità di tensioni sul debito sovrano.

① Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, *Basilea 2: Convergenza internazionale della misurazione del capitale e dei coefficienti patrimoniali. Nuovo schema di regolamentazione – Versione integrale*, giugno 2006. ② Cfr. Banca dei Regolamenti Internazionali, "Il trattamento del rischio sovrano nello schema di regolamentazione patrimoniale di Basilea", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre 2013 (pagg. 11-12 del capitolo "I tassi bassi stimolano i mercati creditizi mentre le banche perdono terreno". ③ Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, *Fundamental review of the trading book: outstanding issues*, documento consultivo, dicembre 2014. ④ In base ai dati del CBVB. ⑤ Cfr. Comitato europeo per il rischio sistemico, *Report on the regulatory treatment of sovereign exposures*, 2015. ⑥ Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, *Revisions to the standardised approach for credit risk*, documento consultivo, dicembre 2014.