

V. Il settore finanziario: prepararsi al futuro

Il settore finanziario si confronta con un contesto in miglioramento, ma tuttora non privo di sfide. Le prospettive a breve termine sono considerevolmente migliorate e in numerose economie avanzate gli ostacoli che caratterizzavano il settore finanziario si sono trasformati in elementi favorevoli. Tuttavia, la sostenibilità della crescita rimane incerta a fronte di sfide di natura strutturale, quali l'innovazione tecnologica e le spinte al consolidamento. Inoltre, nelle principali economie i tassi di interesse e i premi a termine rimangono bassi, schiacciando i margini di intermediazione.

In questo contesto, in cui stanno per essere completate le principali riforme regolamentari, è importante che le banche e le altre istituzioni finanziarie approfittino del miglioramento delle condizioni per rafforzare ulteriormente la loro capacità di tenuta e per rivedere i loro modelli di business, con l'obiettivo finale di giungere a un sistema finanziario più solido, in grado di favorire la resilienza dell'economia mondiale. Ciò richiede un impegno continuo da parte dei settori pubblico e privato.

Dopo aver passato in rassegna i recenti sviluppi nei settori bancario, assicurativo e dell'asset management, questo capitolo analizza in che modo le banche stanno adeguando i loro modelli di business in reazione alle principali tendenze che interessano il settore finanziario. Viene infine esaminata la mutata configurazione della provvista in dollari statunitensi e le sue implicazioni sui modelli operativi delle banche e sul rischio sistemico.

Istituzioni finanziarie: si placano i venti contrari

Settore bancario

Negli ultimi anni la redditività del settore bancario è stata frenata da una crescita economica debole, da bassi tassi di interesse e da un'attività relativamente modesta della clientela. Tuttavia, in un contesto in cui la ripresa mondiale sta raggiungendo la sua fase matura e le autorità monetarie delle principali giurisdizioni sono sul punto di attuare gradualmente inasprimenti delle loro politiche, le prospettive per gli utili bancari stanno migliorando. È quindi necessario che le banche usino "i dividendi della crescita" rivenienti dal venir meno delle condizioni avverse per portare a termine l'adeguamento dei loro modelli di business alla realtà post-crisi.

Fattori congiunturali hanno continuato a frenare la redditività, sebbene con un impatto disomogeneo tra le regioni. L'utile netto, ad esempio, è rimasto su livelli molto inferiori a quelli osservati prima della Grande Crisi Finanziaria (GCF). In rapporto alle attività totali, esso ha oscillato intorno a valori nulli in gran parte dei paesi d'Europa ed è stato appena superiore in molte altre giurisdizioni, tra cui alcune importanti economie emergenti (EME). I tassi di interesse bassi e in diminuzione degli ultimi anni avevano eroso i rendimenti delle attività fruttifere. Pur essendo diminuiti anche gli oneri per interessi, la correzione tipicamente più rapida dei prezzi delle attività ha inciso negativamente sul reddito netto da interessi. Anche i ricavi provenienti da commissioni e provvigioni e da altre operazioni sui mercati dei capitali sono rimasti contenuti. Ciò detto, le emissioni di obbligazioni societarie e le attività di fusione e acquisizione (F&A) hanno sostenuto i ricavi delle banche in giurisdizioni come gli Stati Uniti (tabella V.1).

Redditività delle maggiori banche¹

In percentuale delle attività totali

Tabella V.1

	Reddito netto			Reddito netto da interessi			Commissioni e provvigioni ²			Accantonamenti per perdite su crediti		
	2012-14	2015	2016	2012-14	2015	2016	2012-14	2015	2016	2012-14	2015	2016
Principali EA												
Giappone (5)	0,61	0,60	0,52	0,79	0,74	0,68	0,46	0,46	0,45	0,03	0,02	0,06
Stati Uniti (10)	1,12	1,40	1,36	2,27	2,24	2,25	1,31	1,24	1,15	0,26	0,23	0,28
Area dell'euro												
Francia (4)	0,25	0,42	0,42	0,87	0,85	0,84	0,35	0,39	0,36	0,18	0,15	0,13
Germania (4)	0,12	-0,12	0,03	0,92	1,01	0,97	0,62	0,70	0,68	0,14	0,08	0,11
Italia (4)	-0,46	0,29	-0,67	1,46	1,30	1,21	0,88	0,85	0,84	1,06	0,51	0,99
Spagna (6)	0,06	0,57	0,53	1,97	2,04	2,03	0,67	0,64	0,66	1,18	0,65	0,51
Altre EA												
Australia (4)	1,24	1,25	1,17	1,78	1,62	1,73	0,43	0,38	0,39	0,16	0,10	0,15
Canada (6)	1,05	0,97	0,97	1,63	1,51	1,54	0,72	0,72	0,72	0,17	0,15	0,18
Regno Unito (6)	0,26	0,27	0,22	1,06	1,25	1,15	0,49	0,49	0,44	0,26	0,15	0,15
Svezia (4)	0,73	0,80	0,78	0,91	0,88	0,87	0,44	0,52	0,51	0,07	0,06	0,07
Svizzera (3)	0,23	0,17	0,11	0,70	0,88	0,78	1,31	1,48	1,40	0,01	0,02	0,01
EME												
Brasile (3)	1,57	0,67	1,99	3,33	2,09	3,22	1,82	1,76	1,86	1,24	1,62	1,65
Cina (4)	1,65	1,50	1,34	2,41	2,30	1,92	0,61	0,57	0,53	0,28	0,42	0,41
Corea (5)	0,62	0,60	0,63	1,92	1,72	1,67	0,41	0,40	0,36	0,47	0,35	0,27
India (2)	1,67	1,57	0,56	2,64	2,74	2,56	0,76	0,76	0,71	0,47	0,87	1,88
Russia (3)	1,79	0,63	1,86	3,87	2,98	4,44	0,88	0,89	1,04	0,92	1,71	1,30

Numero di banche fra parentesi; la prima colonna per categoria mostra la media semplice corrispondente per il periodo 2012-14.

¹ Il calcolo delle attività totali può differire da una banca all'altra a causa di diverse regole contabili (ad esempio, in merito alla compensazione delle posizioni in derivati). ² Reddito netto da commissioni e provvigioni.

Fonti: SNL; elaborazioni BRI.

Si intravedono adesso segnali del venir meno delle condizioni congiunturali avverse. Nella misura in cui l'attività economica continuerà a rafforzarsi, tassi di interesse più elevati e differenziali a termine più ampi dovrebbero sostenere i margini di intermediazione. L'incremento della domanda di servizi bancari e l'innalzamento dei livelli di capitalizzazione dovrebbero, a loro volta, favorire i volumi di attività e l'espansione dei bilanci. Inoltre, sia la crescita dei ricavi sia le riserve patrimoniali dovrebbero permettere di attutire l'impatto di eventuali perdite per svalutazioni dovute ai tassi di interesse nei portafogli titoli. Il calo dei tassi di interesse nel periodo successivo alla crisi ha allungato la duration dei titoli in essere, rendendo le posizioni non coperte da strumenti a reddito fisso vulnerabili alle perdite mark-to-market (rischio di "snapback"; Capitolo II). Queste pressioni potrebbero essere particolarmente intense in un contesto di inasprimento delle condizioni sui mercati della provvista in dollari USA (si veda oltre).

La capacità delle singole banche di trarre beneficio dal miglioramento delle condizioni macroeconomiche e dal rialzo dei tassi di interesse dipende da un certo

numero di fattori. Tra questi c'è la composizione dell'attivo: la crescita degli utili è trainata dal rinnovo di prestiti e attività a tasso fisso in scadenza e, di conseguenza, dipende dalla quota di attività a tasso fisso rispetto a quelle a tasso variabile. Per quanto riguarda le passività, è noto che la base di depositi è relativamente insensibile ai prezzi. Trattandosi di un'importante fonte di provvista per numerose banche, i costi di finanziamento aumentano generalmente con un certo ritardo rispetto ai tassi di interesse a breve termine. Inoltre, la crescita economica moderatamente più robusta e l'incremento dei tassi tendono ad alimentare l'attività della clientela nelle diverse linee operative. Di fatto, a partire da metà 2016 i ricavi derivanti dalle operazioni sui mercati dei capitali hanno tratto beneficio dall'aumento della volatilità di mercato che si è prodotto in seguito al referendum sulla Brexit e in previsione degli interventi sui tassi ufficiali statunitensi (Capitolo II).

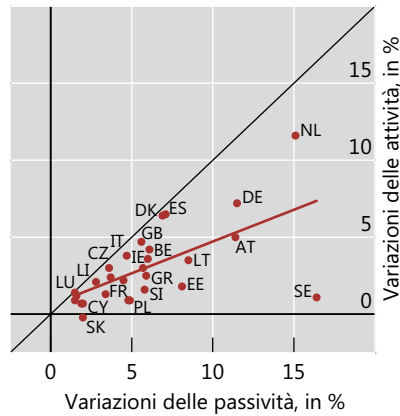
Un altro fattore è rappresentato dalla qualità dell'attivo. In linea generale, essa dovrebbe migliorare in un contesto in cui il PIL cresce, la disoccupazione cala e l'aumento della domanda sostiene le imprese. Secondo le previsioni, nella maggior parte delle economie avanzate ciò dovrebbe contribuire a stabilizzare il livello dei prestiti in sofferenza e, in definitiva, farli calare. Detto ciò, i sistemi bancari di alcune giurisdizioni appaiono ancora vulnerabili a ulteriori deterioramenti della qualità creditizia. In diversi paesi dell'area dell'euro, ad esempio, la quota di prestiti in sofferenza rimane persistentemente alta. Fattori strutturali, come l'inefficacia dei quadri legislativi e il cattivo funzionamento dei mercati secondari dei crediti deteriorati, hanno ostacolato la soluzione del problema delle sofferenze¹.

Le prospettive per la qualità dell'attivo si differenziano maggiormente se si tiene conto della fase del ciclo finanziario in cui si trovano i paesi (Capitolo III). Parametri standard, come i gap credito/PIL, segnalano rischi per la stabilità finanziaria in diverse EME, tra cui la Cina e altre regioni dell'Asia emergente. I gap credito/PIL sono elevati anche in alcune economie avanzate, come il Canada, dove le difficoltà incontrate da un'importante società di credito ipotecario e il declassamento del rating di sei tra le maggiori banche del paese hanno messo in evidenza i rischi connessi all'aumento dell'indebitamento delle famiglie e a un'elevata valutazione degli immobili². Sebbene la quota dei prestiti in sofferenza in tutti questi paesi sia rimasta perlopiù bassa, la maggior parte delle economie emergenti ha continuato a registrare boom finanziari, con effetti lusinghieri sugli indicatori di qualità creditizia. Di conseguenza, i prestiti dovrebbero deteriorarsi quando la tendenza del ciclo finanziario si invertirà. Inoltre, potrebbero affiorare pressioni dovute agli effetti di propagazione dell'inasprimento della politica monetaria statunitense. In alcune economie asiatiche, ad esempio, le imprese non finanziarie hanno approfittato delle condizioni di finanziamento accomodanti a livello mondiale per indebitarsi in dollari statunitensi³. Molte di queste imprese, quindi, potrebbero trovarsi senza copertura ed essere esposte a disallineamenti valutari in caso di deprezzamento della valuta locale. Le eventuali pressioni sui bilanci potrebbero dunque finire per trasmettersi alle esposizioni al rischio di credito delle banche.

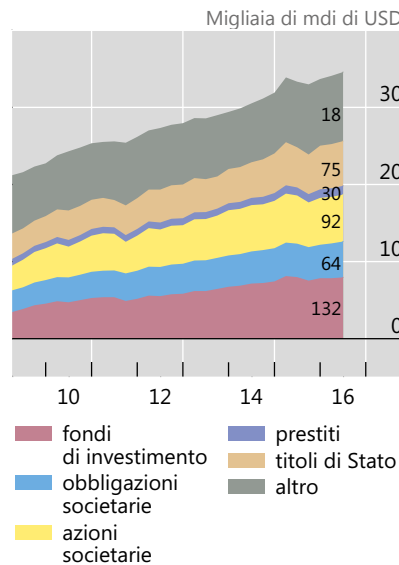
Altri soggetti finanziari

Proprio come le loro omologhe del settore bancario, numerose compagnie assicurative hanno continuato a misurarsi con la compresenza di una ripresa spesso fiacca e di bassi tassi di interesse. I risultati delle società assicurative dipendono dai rendimenti degli investimenti e dal mix di attività, principalmente costituito dal ramo danni e dal ramo vita, oltre che dal peso dei contratti storici a rendimento garantito. Il calo dei tassi di interesse gonfia il valore delle attività e delle passività, ma scadenze

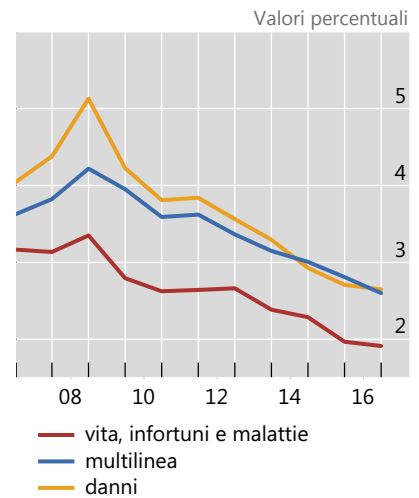
Il calo dei tassi accresce il valore delle attività in misura inferiore rispetto a quello delle passività¹



Spostamento dei portafogli verso fondi comuni di investimento²



Calo dei rendimenti medi degli investimenti³



¹ Impatto di uno scenario di "tassi bassi a lungo" sulla valutazione delle passività e delle attività; cfr. 2016 EIOPA Insurance Stress Test Report, Tabella 5. ² Compagnie assicurative e fondi pensione dell'area dell'euro e degli Stati Uniti. Le cifre indicate in ogni porzione di area mostrano la variazione percentuale cumulata per ogni categoria di portafoglio di attività. ³ Media semplice di un campione di compagnie assicurative europee con almeno \$10 miliardi di attività totali nel 2014.

Fonti: Board of Governors of the Federal Reserve System; BCE; European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA); SNL; elaborazioni BRI.

lunghe e gap di duration negativi fanno sì che l'effetto netto sia negativo (grafico V.1, diagramma di sinistra). Ciò, unitamente ai bassi rendimenti degli investimenti, può causare notevoli difficoltà, in particolare per le compagnie assicurative del ramo vita che in passato hanno stipulato polizze a tassi garantiti elevati, come in Germania e nei Paesi Bassi.

Negli ultimi anni le società assicurative – e i fondi pensione – hanno affrontato queste pressioni in diversi modi. Sul fronte delle passività, hanno modificato le loro pratiche di sottoscrizione a favore di contratti con garanzie ridotte o nulle e di prodotti unit-linked, che attribuiscono il rischio di investimento ai detentori delle polizze. Per essere efficaci, tuttavia, questi aggiustamenti possono richiedere tempi piuttosto lunghi. Ad esempio, stando all'Associazione internazionale delle autorità di vigilanza assicurativa (IAIS), in Germania circa l'80% dei premi assicurativi del ramo vita corrisponde a polizze a tasso garantito stipulate in passato.

Sul fronte delle attività, c'è stata una tendenza alla ricerca di rendimento. L'allocazione di portafoglio si è spostata verso attività più rischiose, spesso tramite organismi di investimento collettivo e in valuta estera (grafico V.1, diagramma centrale). Ad esempio, la quota di azioni di fondi di investimento sulle attività totali del settore è salita dal 16% del 2009 al 23% del 2016, in media, negli Stati Uniti e nell'area dell'euro. Anche in questo caso, tenuto conto degli aspetti prudenziali, le modifiche apportate alla composizione dei portafogli di attività non sono state sufficientemente ampie da evitare che i rendimenti degli investimenti continuassero a calare (grafico V.1, diagramma di destra). Complessivamente, tuttavia, nel 2016 diverse compagnie assicurative hanno conseguito profitti, grazie a un aumento dei

premi lordi e al miglioramento delle condizioni (ad esempio, basse perdite per catastrofi naturali) nel ramo danni (tabella V.2).

Sebbene sia molto probabile che la redditività rimanga sotto pressione, le prospettive per i principali mercati assicurativi stanno migliorando. Ciò dovrebbe sostenere la crescita dei premi. Nel ramo vita i volumi dei premi tendono a essere altamente correlati con i livelli di occupazione e il PIL, poiché un'economia più forte fa salire i ricavi. Tassi di interesse più elevati, a loro volta, dovrebbero accrescere il valore delle attività rispetto alle passività, generando plusvalenze e contribuendo ad allentare parzialmente le pressioni sui margini dei prodotti a rendimento garantito. Ciò detto, i rendimenti degli investimenti si adegueranno solo gradualmente, dato che i portafogli continuano a essere fortemente orientati verso strumenti a reddito fisso e numerose società assicurative sono state costrette a rimpiazzare le obbligazioni in scadenza con titoli a più basso rendimento. Inoltre, nel ramo vita, i guadagni aggiuntivi degli investimenti vanno per la maggior parte ai detentori di polizze, a differenza del ramo danni, dove il rischio di investimento e i relativi rendimenti spettano interamente all'assicuratore.

Tuttavia, possono sussistere rischi per la redditività, soprattutto se i mercati deludono le aspettative. Ad esempio, l'aumento delle posizioni in azioni nei portafogli degli assicuratori li espone a correzioni nei mercati azionari e a rischi di eventi estremi (tail risk) (Capitolo II). Un altro rischio può provenire dall'elevata esposizione diretta e indiretta ai fondi di investimento. Negli ultimi anni gli asset manager e altri investitori sensibili al rendimento hanno accresciuto la loro presenza sui mercati delle attività meno liquide o più rischiose, come le obbligazioni societarie (grafico V.2, diagrammi di sinistra e centrale). Dato il peso crescente di queste classi di attività nelle allocazioni di portafoglio, le scelte degli investitori potrebbero mettere alla prova la liquidità di mercato in situazione di stress, la quale dipende dalla disponibilità dei market-maker a far fronte a temporanei squilibri tra domanda e offerta⁴. Indubbiamente, i flussi e i

Redditività delle maggiori compagnie assicurative

Valori percentuali

Tabella V.2

	Ramo danni				Ramo vita			
	Crescita dei premi		Combined ratio ¹		Crescita dei premi		Benefit ratio ¹	
	2012-15	2016	2012-15	2016	2012-15	2016	2012-15	2016
Australia	4,3	-2,7	96,7	98,0	7,6	-11,6
Francia	1,1	2,0	99,5	99,4	2,0	1,1	89,4	...
Germania ²	2,5	3,3	99,8	98,8	1,3	-1,2	81,2	...
Giappone	4,4	-1,2	99,4	97,9	2,8	-6,2
Paesi Bassi	0,1	...	99,0	...	-9,4	0,8	143,7	...
Regno Unito	0,2	3,0	95,6	96,6	1,2	3,0
Stati Uniti	3,9	3,8	99,0	101,0	0,5	3,4	85,5	89,7

La prima colonna per categoria mostra la media semplice corrispondente per il periodo 2012-15.

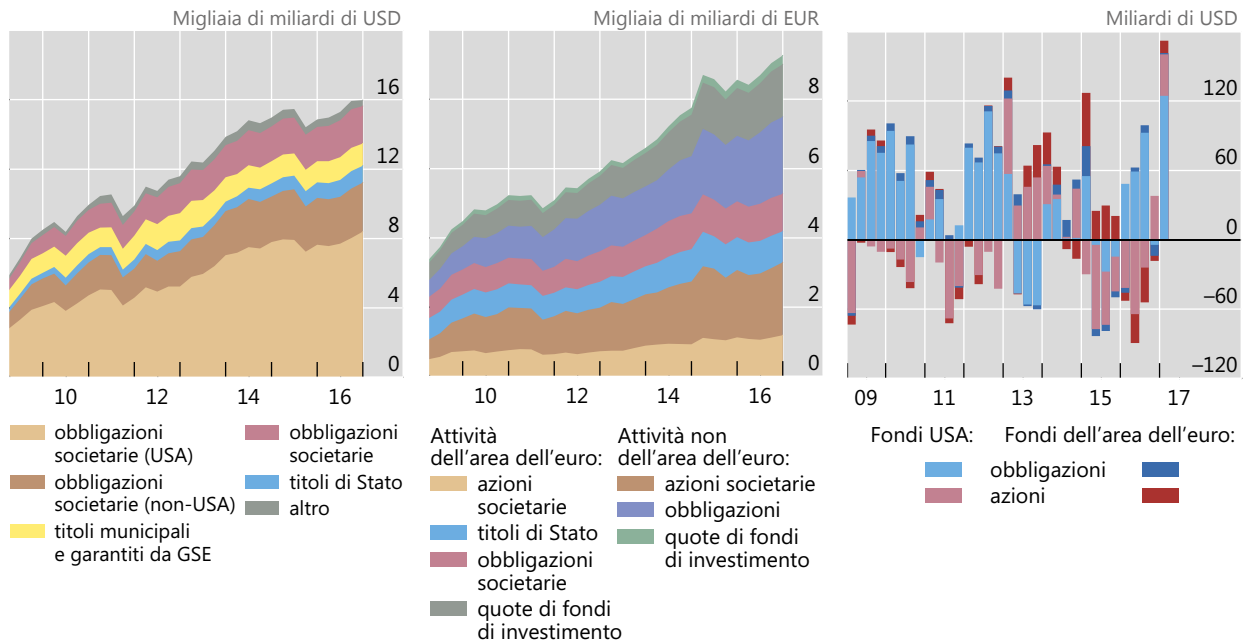
¹ Il combined ratio è definito come il rapporto fra le perdite e le spese incorse e il totale dei premi raccolti; il benefit ratio è definito come il rapporto tra il totale dei pagamenti e i premi contabilizzati; valori inferiori a 100 indicano profitti gestionali. ² Cifre stimate per il 2015 e 2016.

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

I fondi statunitensi sono esposti alle azioni USA, ma anche l'esposizione al reddito fisso aumenta¹

In rialzo le esposizioni estere dei fondi dell'area dell'euro²

Ampie oscillazioni dei fondi azionari e obbligazionari³



GSE = government-sponsored enterprise; FI = fondi di investimento.

¹ Fondi comuni USA (esclusi i fondi monetari) ed exchange-traded fund. ² Fondi di investimento dell'area dell'euro (esclusi i fondi monetari). ³ Somme trimestrali dei dati mensili. Flussi netti per investimenti di portafoglio (depurati degli effetti di cambio) verso fondi specializzati negli Stati Uniti e nell'area dell'euro (AT, BE, DE, ES, FI, FR, GR, IE, IT, NL e PT).

Fonti: Board of Governors of the Federal Reserve System; BCE; EPFR; elaborazioni BRI.

deflussi netti che hanno interessato i fondi di investimento sono stati molto volatili, come durante l'ondata di vendite nel mercato obbligazionario denominata "taper tantrum" del 2013 (grafico V.2, diagramma di destra). Le spinte ai riscatti che ne derivano possono generare "esternalità da vendite forzate" che inciderebbero negativamente sul reddito da investimenti delle compagnie assicurative sia direttamente, attraverso le loro posizioni nei fondi di investimento, sia indirettamente, attraverso eventuali impatti sui prezzi di mercato.

Modelli di business delle banche: la ricerca di profitti sostenibili

In seguito alla Grande Crisi Finanziaria le banche sono state messe sotto pressione dalla necessità di trasformare i loro modelli di business. Sono stati fatti progressi degni di nota nella diversificazione sia dei flussi di reddito sia del mix di raccolta, parallelamente alla riduzione del grado di leva finanziaria in bilancio. Tuttavia, le valutazioni di mercato di molte banche indicano che gli investitori sono ancora scettici. Per poter generare dei profitti sostenibili è quindi necessario che il settore continui ad adeguarsi.

Segni di miglioramento, ma lo scetticismo persiste

In seguito alla crisi i modelli di business delle banche di tutto il mondo sono stati messi in discussione. Oltre alla difficile situazione congiunturale (cfr. sopra), le banche hanno subito le pressioni sia del mercato sia degli organi di regolamentazione per aumentare i livelli di capitalizzazione, spesso in modo incisivo, e ridurre il grado di leva finanziaria (grafico V.3, diagramma di sinistra). Nel complesso, la transizione verso coefficienti patrimoniali più elevati (basati sul rischio e non basati sul rischio) sta per terminare ed è stata realizzata principalmente mediante gli utili non distribuiti. La maggior parte delle banche monitorate dal Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria soddisfa già, a regime, i requisiti previsti da Basilea 3. Le maggiori banche con operatività internazionale segnalano, in media, un coefficiente patrimoniale per il Common Equity Tier 1 (CET1) pari a quasi il 12% e un indice di leva finanziaria del 5,6%.

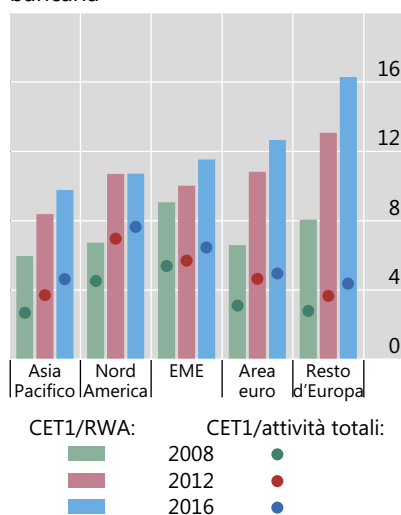
Due altre principali tendenze hanno caratterizzato l'adeguamento delle banche al contesto post-crisi. La prima riguarda il mix di raccolta: in linea generale le banche hanno ridotto la loro dipendenza dalla provvista all'ingrosso a breve termine (non garantita) e aumentato quella dalla provvista al dettaglio, come i depositi della clientela. Ciò è avvenuto nel quadro di un più ampio spostamento verso modelli di business maggiormente orientati alla clientela al dettaglio, con fonti di raccolta e di reddito relativamente stabili (grafico V.3, diagrammi centrale e di destra). L'attività si è inoltre spostata verso finanziamenti assistiti da garanzie e compensazione accentrata, riflettendo una maggiore consapevolezza del rischio di credito di

Le banche rafforzano i bilanci e stabilizzano i ricavi

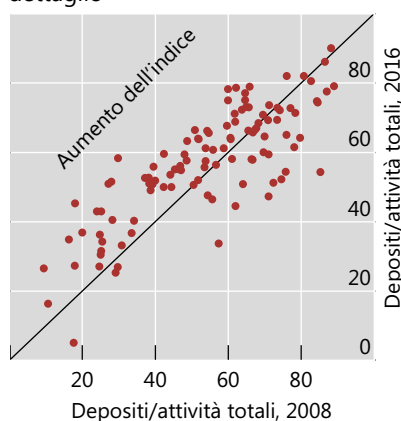
Valori percentuali

Grafico V.3

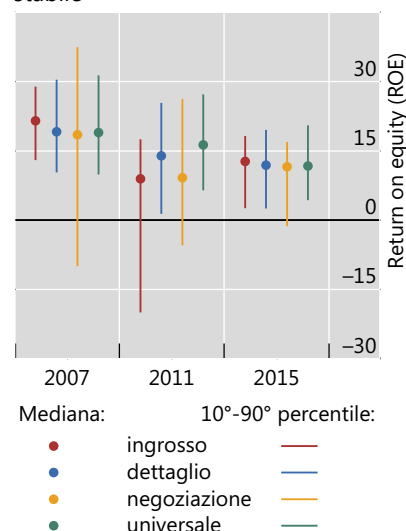
Migliora la capitalizzazione bancaria^{1, 2}



Aumenta la quota della provvista al dettaglio¹



Spostamento verso un reddito più stabile³



CET1 = Common Equity Tier 1; RWA = attività ponderate per il rischio.

¹ Campione di oltre 100 banche con almeno \$100 miliardi di attività totali nel 2014. ² Coefficienti mediani; i valori per il 2008 potrebbero sovrastimare i livelli effettivi di capitalizzazione a causa di un aggiustamento imperfetto alle nuove definizioni del rapporto tra patrimonio e attività ponderate per il rischio. ³ Basato su una classificazione di osservazioni banca/anno in quattro modelli di business.

Fonti: R. Roengpitya, N. Tarashev, K. Tsatsaronis e A. Villegas, "Bank business models: popularity and performance", mimeo, giugno 2017; SNL; elaborazioni BRI.

controparte e incentivi regolamentari. Ciò detto, l'esposizione al rischio di mancato rinnovo rimane considerevole in alcuni casi, in particolare sul mercato internazionale della provvista in dollari USA (cfr. la prossima sezione).

L'altra tendenza riguarda il mix di attività delle banche. Dopo la crisi molte banche hanno ridimensionato o soppresso linee operative che avevano subito perdite elevate in passato o che avevano esposto l'istituto al rischio di contenziosi. Per molte banche principali i ricavi complessivi provenienti da attività come la negoziazione in proprio sono diminuiti e sono stati sostituiti da altre fonti di proventi non da interessi, come la gestione patrimoniale. Tuttavia, sebbene una base di reddito maggiormente diversificata sia in grado di favorire dei profitti più sostenibili, le economie di scala e le pressioni competitive evidenziano i limiti della strategia di diversificazione per le banche di dimensioni più ridotte e per il settore bancario nel suo insieme.

Malgrado i progressi realizzati e i segnali di un miglioramento delle prospettive per gli utili (cfr. sopra), le valutazioni di mercato continuano a evidenziare lo scetticismo degli investitori circa i modelli di business delle banche, perlomeno in alcune giurisdizioni. Ad esempio, sebbene più di recente abbiano registrato una ripresa generalizzata, i rapporti tra prezzo e patrimonio netto (price-to-book) sono rimasti al di sotto dell'unità per numerose banche delle economie avanzate (grafico V.4, diagramma di sinistra). Questo scetticismo riflette in parte le prospettive macroeconomiche e i problemi ancora irrisolti legati ai crediti deteriorati in alcuni

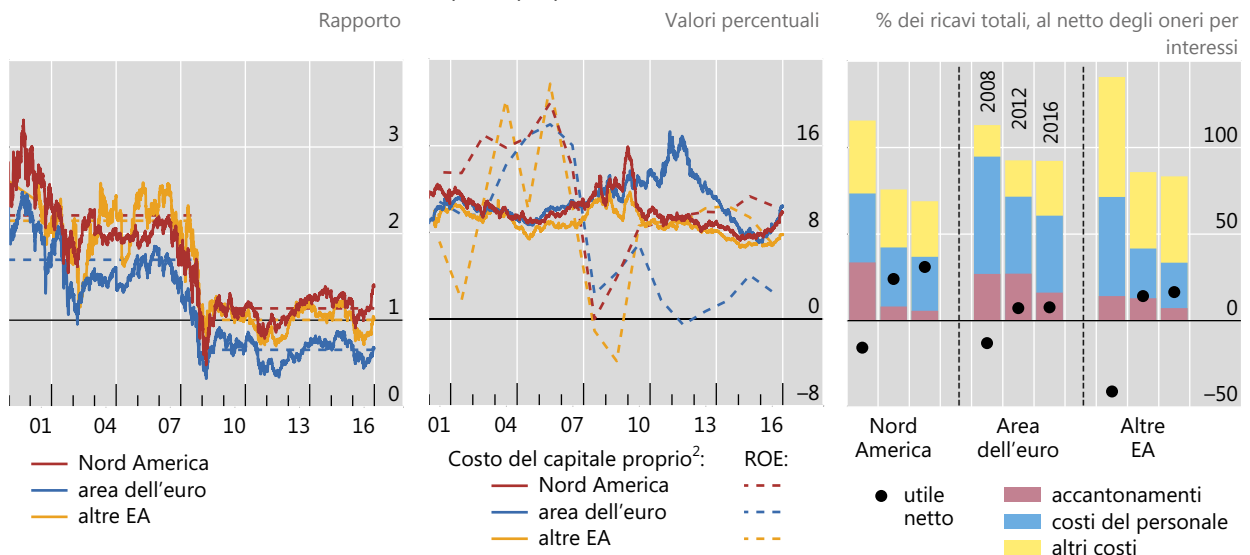
Nonostante i progressi, molte banche stentano ancora a effettuare gli aggiustamenti¹

Grafico V.4

I rapporti price-to-book rimangono bassi

Il return-on-equity (ROE) dell'area dell'euro rimane inferiore al costo del capitale proprio

Minori accantonamenti preservano l'utile netto



Le linee tratteggiate nel diagramma di sinistra indicano le medie pre-crisi (1° trim. 2000-2° trim. 2008) e post-crisi (3° trim. 2009-ultimo trimestre).

¹ Basato su un campione di 75 banche dei paesi avanzati; medie ponderate in base all'attivo. Nord America = CA e US; area dell'euro = AT, BE, DE, ES, FR, IT e NL; altre EA = AU, CH, JP e SE. ² Derivato da una variante del Capital Asset Pricing Model (CAPM) come illustrato ad esempio in M. King, "The cost of equity for global banks: a CAPM perspective from 1990 to 2009", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre 2009, pagg. 59-73; premi per il rischio azionario calcolati come illustrato in A. Damodaran, "Equity risk premiums (ERP): determinants, estimation and implications – the 2016 edition", marzo 2016. I beta del modello CAPM sono stimati su una finestra mobile di un anno di 250 giorni di contrattazione.

Fonti: Datastream; SNL; elaborazioni BRI.

paesi (cfr. sopra) e in parte il mancato completamento dell'adeguamento dei modelli di business e, più in generale, la limitata capacità di generazione di utili.

Ciò è in linea con l'evoluzione dei return-on-equity (ROE) rispetto ai rendimenti richiesti dagli investitori. Per l'esattezza, il divario tra i rendimenti osservati e quelli richiesti si è ristretto. Nonostante ciò, esso rimane positivo in alcune regioni, a indicare che i ROE attuali continuano a essere inferiori alle aspettative degli investitori (grafico V.4, diagramma centrale). E ciò avviene anche se le stime di mercato del costo del capitale delle banche sono scese dai massimi registrati durante la crisi e sono perlopiù tornate ai loro livelli pre-crisi. È degno di nota che in Europa questo divario si sia ampliato più di recente, mettendo in evidenza le persistenti pressioni per migliorare ulteriormente la redditività.

Quali passi successivi?

Quali azioni sono necessarie per attenuare lo scetticismo dei mercati e portare a termine l'adeguamento dei modelli di business? Ovviamente, non esiste una soluzione unica. Tuttavia, diverse aree continueranno probabilmente a essere cruciali dal punto di vista sia delle singole banche sia dell'intero settore: 1) l'allocazione del capitale; 2) l'efficienza di costo; 3) l'eccesso di capacità.

Le decisioni di allocazione del capitale bancario determinano la capacità di bilancio disponibile per le linee operative. La configurazione dello schema di Basilea 3, incentrata su una pluralità di misure regolamentari, e il maggiore ricorso a prove di stress prudenziali in alcune giurisdizioni possono comportare la necessità per le banche di modificare le prassi di allocazione del capitale. Data l'interazione tra i vincoli regolamentari, un'allocazione ottimale del capitale implica oggi che vengano presi in considerazione diversi rapporti rischio/rendimento. Ad esempio, vi sono indicazioni empiriche secondo cui le banche stanno applicando l'indice di leva finanziaria a livello di singole unità operative, piuttosto che a livello consolidato come previsto da Basilea 3. Ciò semplifica l'allocazione del capitale, ma implica anche che l'indice di leva finanziaria possa scoraggiare alcune attività a basso rischio e volume elevato, come il market-making e l'intermediazione sui mercati pronti contro termine, anche nei casi in cui l'indice di leva non sia vincolante a livello consolidato (Riquadro V.A). Questa situazione tenderebbe ad aprire nuove opportunità di business per le banche concorrenti, incentivando a sua volta ulteriori adeguamenti delle prassi bancarie, fino a far convergere il settore verso un nuovo modello di riferimento. Le autorità possono favorire questa convergenza finalizzando rapidamente gli ultimi elementi della riforma regolamentare e garantendone un'attuazione uniforme. Ciò include la fissazione di obiettivi elevati per ogni eventuale modifica proposta ai nuovi standard regolamentari, che dovrebbe essere basata unicamente sulle valutazioni dei benefici dei costi regolamentari a livello sociale, e non a livello privato o settoriale.

La seconda area riguarda il miglioramento dell'efficienza di costo, in particolare alla luce della crescente digitalizzazione e della maggiore concorrenza da parte di entità non bancarie. Nonostante i recenti progressi, i rapporti costi/ricavi sono rimasti persistentemente alti per numerose banche, dato che le riduzioni dei costi sono andate tendenzialmente di pari passo con il calo dei ricavi. Sebbene le reti di filiali siano state in linea generale sfoltite, i costi per il personale, di norma la componente più elevata delle spese operative delle banche, sono rimasti pressoché invariati in percentuale dell'utile operativo, perlomeno dopo l'iniziale flessione indotta dalla crisi. I recenti aumenti dell'utile netto, in particolare per le banche europee, sono in larga

misura il risultato di un livello più basso di accantonamenti, reso possibile grazie a una migliore qualità del credito, piuttosto che di minori costi operativi (grafico V.4, diagramma di destra). Di conseguenza le pressioni per contenere ulteriormente i costi rimangono forti, soprattutto per le banche nelle giurisdizioni che risentono notoriamente dell'eccesso di capacità⁵.

Le innovazioni tecnologiche, spesso definite come "fintech", svolgeranno probabilmente un ruolo importante in questo contesto. Esse offrono nuove modalità di trasmissione, conservazione ed elaborazione delle informazioni, e di accesso ai servizi finanziari, modificando, di conseguenza, il modo in cui le banche interagiscono tra di loro e con i loro clienti. Inoltre, molte di queste nuove tecnologie sono state create da società non finanziarie e, in alcuni casi, permettono ai clienti di accedere a servizi finanziari senza nessun coinvolgimento delle banche, intensificando la concorrenza e accentuando le pressioni sui margini⁶. È vero che il volume delle attività collegate al fintech rimane basso e che molte delle sue nuove applicazioni potrebbero non riscuotere successo. Tuttavia, alcune tecnologie sono in grado di cambiare profondamente i modelli di business delle banche.

I crediti commerciali e al dettaglio sono una delle aree in cui la concorrenza tra le banche e le società fintech è stata più diretta. Le piattaforme elettroniche come i portali che offrono prestiti online o prestiti tra privati (peer-to-peer lending) facilitano l'offerta di credito, fungendo da punto di incontro tra mutuatari e investitori (Riquadro V.B). I volumi complessivi di credito sono rimasti finora contenuti rispetto ai tradizionali prestiti bancari, tuttavia andamenti recenti mettono in evidenza una serie di attività che permettono alle banche di sfruttare economie di scala e associare i loro vantaggi comparati (ad esempio, l'ampia base di clienti e i relativi dati) a quelli delle società fintech partner (ad esempio, una bassa base di costi).

Il settore fintech è in continua evoluzione e le autorità di regolamentazione devono affrontare con urgenza la questione di come garantire una gestione prudente del rischio⁷. Le tecnologie basate su grandi volumi di informazioni personali, ad esempio, pongono nuove sfide in materia di rispetto della privacy dei clienti e di sicurezza dei dati. I crescenti timori sul tema della cybersicurezza mettono in evidenza i potenziali rischi posti dai servizi finanziari che si avvalgono di tecnologie avanzate. Potrebbe essere necessario applicare delle procedure di due diligence potenzialmente a molteplici fornitori di servizi interni ed esterni per assicurare l'integrità dei sistemi informatici. Inoltre, la concorrenza tra le banche e le piattaforme fintech potrebbe richiedere approcci atti a mantenere condizioni di parità concorrenziale tra i settori ("stessi rischi, stesse regole") al fine di ridurre l'arbitraggio regolamentare, preservando al contempo gli incentivi per l'innovazione tecnologica, ad esempio mediante spazi di sperimentazione ("sandboxes") regolamentari.

La terza area riguarda le sfide a livello settoriale, come l'eccesso di capacità, che richiederanno probabilmente una risposta coordinata delle autorità prudenziali e di regolamentazione. In molti casi, l'eccesso di capacità è il riflesso di politiche che mirano a proteggere le banche più deboli dal fallimento, fornendo un sostegno pubblico esplicito o implicito. Naturalmente, tali politiche possono essere cruciali per far fronte ai rischi sistemici durante le crisi. Possono inoltre fungere da catalizzatore per un risanamento sincronizzato dei bilanci delle banche, ad esempio aiutandole nella vendita di attività deteriorate. Tuttavia, tali politiche non dovrebbero essere un freno all'uscita delle banche non più in grado di preservare la propria integrità finanziaria o diventare un ostacolo all'attività di fusione tra le banche. Di fatto, gli ostacoli all'uscita rimangono elevati in diversi settori bancari, nonostante il miglioramento dei meccanismi di risoluzione e l'applicazione di condizioni più

stringenti per la ricapitalizzazione delle banche. Potrebbe quindi essere necessario che le autorità aumentino i loro sforzi per ridurre l'eccesso di capacità nei settori bancari che risentono di una bassa redditività. Ciò include misure di sostegno complementari, che vanno da un maggior monitoraggio da parte delle autorità di vigilanza, a specifiche azioni sul piano giuridico per facilitare la liquidazione delle sofferenze (anche attraverso società di asset management specializzate), a riforme più generali volte a fronteggiare le carenze dei mercati del lavoro e dei capitali nazionali (Capitolo I).

Finanziamento in dollari USA: un punto determinante di scarico delle pressioni?

Data la posizione centrale delle maggiori banche nel sistema finanziario mondiale, le scelte relative ai loro modelli di business possono avere implicazioni di vasta portata. La Grande Crisi Finanziaria, ad esempio, ha mostrato come la forte dipendenza delle banche non statunitensi dai finanziamenti all'ingrosso e in particolare in dollari USA possa amplificare il rischio sistemico. Nel periodo precedente la crisi, numerose banche avevano accumulato disallineamenti delle scadenze nelle loro operazioni in valuta estera. Quando i mercati all'ingrosso si sono prosciugati, è diventato difficile rinnovare o rimpiazzare i fondi in scadenza e ciò ha costretto le banche ad andare a caccia di finanziamenti in dollari statunitensi o a ridurre la leva finanziaria. A loro volta, queste pressioni sul fronte della raccolta si sono rapidamente propagate alle controparti e nelle diverse giurisdizioni. Di conseguenza, le vulnerabilità strutturali dei modelli di finanziamento delle banche hanno reso il sistema finanziario più fragile nel suo insieme.

Le riforme avviate in seguito alla crisi hanno tentato di ridurre al minimo tali rischi. Il loro obiettivo era quello di accrescere la capacità di tenuta delle banche, in termini sia di capitale sia di provvista, nonché quella degli altri principali operatori di mercato, come i fondi monetari. Tuttavia, la persistente forte dipendenza dal finanziamento in dollari USA a breve termine rimane un punto di tensione, soprattutto considerato l'elevato grado di concentrazione del mercato.

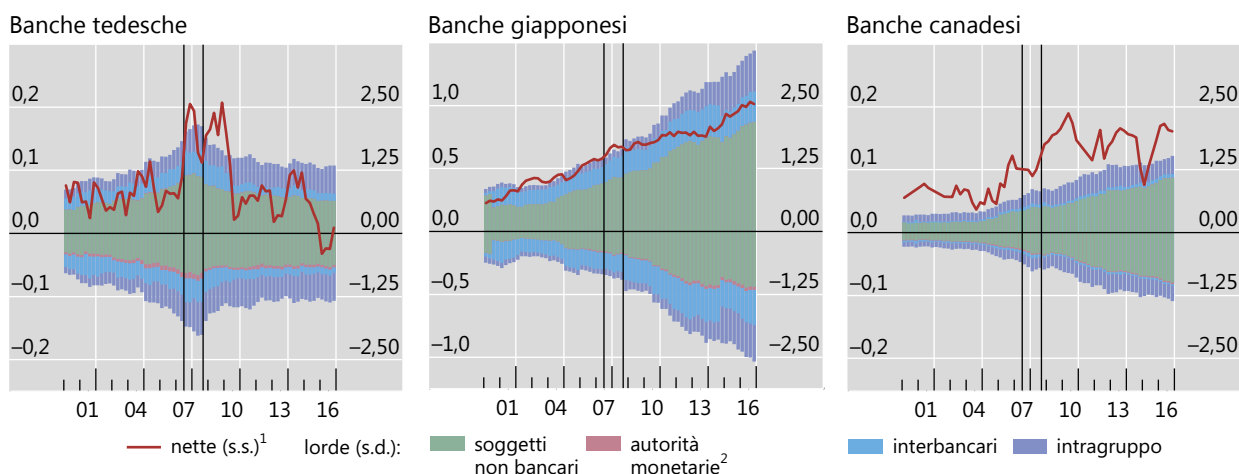
I rischi posti dal finanziamento in dollari USA

Al culmine della Grande Crisi Finanziaria i rischi legati alla provvista in valuta estera erano particolarmente significativi. Sulla scia della loro rapida espansione internazionale nel periodo precedente la crisi, le banche, in particolare in Europa, avevano accumulato attività sull'estero a un ritmo superiore a quello della crescita del credito interno. Parallelamente, il fabbisogno di provvista in valuta estera, soprattutto in dollari statunitensi, è aumentato ed è stato parzialmente soddisfatto mediante finanziamenti cross-currency, ossia prendendo in prestito in una valuta per finanziare attività in un'altra valuta nei mercati degli swap su valute. Sebbene dal punto di vista delle singole banche questi profili di raccolta possano essere sembrati robusti, l'insorgere della Grande Crisi Finanziaria nel 2007 ha rivelato le vulnerabilità a livello di sistema⁸. Di fatto, numerose istituzioni finanziarie non statunitensi si sono trovate inaspettatamente di fronte alla difficoltà di rinnovare ingenti importi di finanziamento in dollari USA sia nel mercato monetario sia in quello dei cambi⁹.

Tendenze divergenti nelle posizioni estere in dollari USA delle banche

In base al settore della controparte, in migliaia di miliardi di dollari USA

Grafico V.5



Le linee verticali indicano l'inizio della Grande Crisi Finanziaria nel 2007 e il fallimento di Lehman Brothers nel 2008.

¹ Attività in dollari USA meno passività in dollari USA. ² Posizioni transfrontaliere in tutte le valute e posizioni locali in valute estere rispetto alle autorità monetarie ufficiali.

Fonti: statistiche bancarie consolidate BRI (in base alla controparte immediata) e statistiche bancarie su base locale per nazionalità; elaborazioni BRI.

Ci si può chiedere se tali fabbisogni di finanziamenti si siano ridotti in seguito alla crisi. I dati suggeriscono la possibilità che i rischi relativi alla provvista in dollari USA si siano spostati da un punto di vista geografico, ma la loro entità sembra rimanere vasta. Il grafico V.5 fornisce un quadro delle informazioni pertinenti per i sistemi bancari consolidati di Canada, Germania e Giappone, basandosi sui portafogli in dollari statunitensi di questi settori. All'inizio della Grande Crisi Finanziaria le banche tedesche – nonché quelle francesi e di altri paesi europei – presentavano cospicue attività e passività lorde in dollari USA (diagramma di sinistra). Ciò, a sua volta, ha dato luogo a ingenti posizioni nette in dollari USA (esposizione in dollari superiori alle passività in dollari in bilancio; linee rosse), prevalentemente finanziate e coperte da strumenti fuori bilancio, come swap su valute¹⁰. Il conseguente "deficit di finanziamento in dollari USA" per l'insieme del settore bancario europeo ha raggiunto il picco a metà 2007, e da allora è sceso significativamente. Di contro, le banche giapponesi hanno continuato a espandere le loro posizioni sia lorde sia nette in dollari USA, creando di conseguenza significativi fabbisogni strutturali di finanziamento (diagramma centrale). Le posizioni delle banche canadesi hanno seguito un andamento simile, sebbene a livelli complessivamente più bassi (diagramma di destra).

Il grafico V.6 fornisce un quadro più completo riferito a un insieme più vasto di sistemi bancari (diagramma di sinistra). Mostra le attività e le passività in dollari per ubicazione della sede legale delle banche, unitamente a informazioni sull'ubicazione delle controparti. È opportuno evidenziare alcuni punti.

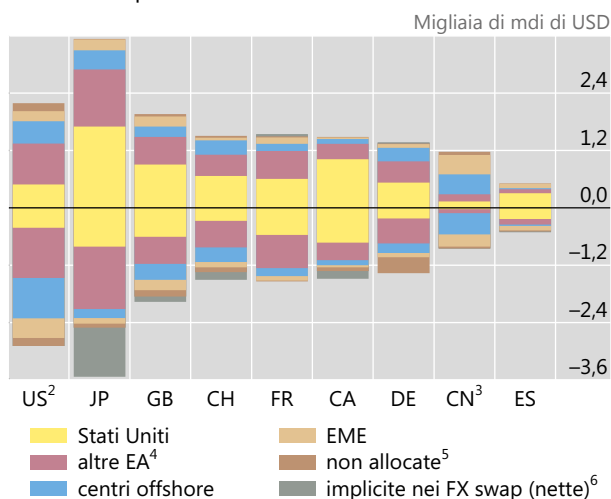
Innanzitutto, l'attività di intermediazione finanziaria in dollari USA è molto vasta e in gran parte internazionale. Di fatto, la maggior parte dell'attività creditizia internazionale in dollari USA avviene nei confronti di controparti non statunitensi¹¹. Le banche con sede legale in – e con finanziamenti provenienti da – paesi diversi dagli Stati Uniti svolgono un ruolo fondamentale. Fra tutte si distinguono le banche

L'intermediazione in dollari USA delle banche riflette differenze geografiche

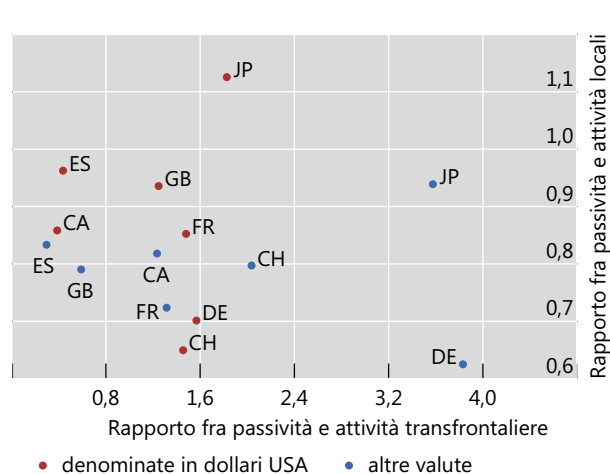
A fine settembre 2016

Grafico V.6

Posizioni in dollari USA delle banche, per ubicazione della controparte¹



Posizioni estere delle banche, per luogo di contabilizzazione⁷



¹ Posizioni (incluse quelle intragruppo) denominate in dollari USA contabilizzate dalle banche dichiaranti alla BRI con sede legale nei paesi indicati. Le attività (valori positivi) e le passività (valori negativi) comprendono le posizioni transfrontaliere e locali contabilizzate dall'insieme dei paesi dichiaranti alla BRI (inclusi Stati Uniti e Cina, escluse le posizioni locali delle banche statunitensi negli Stati Uniti e le posizioni locali delle banche in Cina). ² Escluse le posizioni in dollari nazionali delle banche statunitensi all'interno degli Stati Uniti; non sono riportate le posizioni implicite sugli swap su valute. ³ Escluse le posizioni in dollari nazionali delle banche cinesi all'interno della Cina; non sono calcolate le posizioni implicite sugli swap su valute. ⁴ Posizioni nei confronti di controparti in altre EA. ⁵ Le posizioni non sono disaggregate per paese (incluse le organizzazioni internazionali). ⁶ Finanziamenti (o prestiti) cross-currency dedotti equiparando le attività in dollari USA con le passività, e il ricorso implicito agli swap su valute ipotizzando che le banche coprano interamente le loro posizioni aperte in dollari. ⁷ Le posizioni locali comprendono quelle contabilizzate sul luogo di residenza della controparte; le posizioni transfrontaliere includono quelle contabilizzate dalla casa madre delle banche e le posizioni contabilizzate dalle affiliate all'estero; le posizioni intragruppo e le posizioni verso il paese di origine sono escluse.

Fonti: statistiche bancarie consolidate BRI (in base alla controparte immediata) e statistiche bancarie su base locale per nazionalità.

giapponesi, con attività in dollari per oltre \$3 000 miliardi, sostenute da finanziamenti in bilancio pari a circa \$2 500 miliardi (cfr. anche grafico V.5). La differenza è molto probabilmente ascrivibile a strumenti quali swap su valute (barre grigie nel grafico V.6). A fine 2016 ciò portava il totale della provvista in dollari USA delle banche non statunitensi a circa \$10 500 miliardi (Riquadro V.C). La forte domanda di prestiti in dollari mediante swap su valute si riflette nel premio che le banche generalmente pagano nel mercato degli swap valutari rispetto al mercato a pronti all'ingrosso (Capitolo II)¹².

Il secondo punto riguarda i segnali di mercati rischi di mancato rinnovo, dato che quote consistenti della provvista in dollari statunitensi delle banche dipendono da strumenti a breve termine come pronti contro termine e swap su valute. Le recenti reazioni dei mercati alla riforma dei fondi monetari negli Stati Uniti forniscono un banco di prova verosimilmente imperfetto della capacità di tenuta delle banche non statunitensi di fronte a questi rischi (Riquadro V.C). Indicano che il sistema bancario mondiale è stato in grado di adeguarsi in maniera piuttosto ordinata alla perdita di provvista in dollari USA proveniente da un importante fornitore, i fondi "prime" statunitensi. Sebbene i differenziali di costo di questi finanziamenti siano leggermente aumentati, i volumi sono stati in gran parte rimpiazzati. Tuttavia, la riforma è stata graduale e ben anticipata, lasciando interrogativi circa la capacità delle banche di mantenere i finanziamenti in condizioni meno favorevoli.

Un fattore attenuante è costituito dal fatto che una parte significativa della provvista a breve termine delle banche è notoriamente assistita da garanzie, spesso con attività di elevata qualità. Ciò dovrebbe aiutarle a ottenere finanziamenti da fonti alternative, tra cui banche centrali, se le attuali fonti dovessero prosciugarsi. Tuttavia, sebbene le garanzie contribuiscano ad attenuare i rischi di credito e di liquidità, è possibile che gli scarti aumentino durante una stretta di liquidità, perlomeno per le garanzie di qualità inferiore. Vi sono anche segnali che il mix di raccolta bancaria si stia spostando verso depositi in dollari USA offshore (Riquadro V.C), che non dispongono della rete di sicurezza di ultima istanza fornita dalla Federal Reserve.

Il terzo punto degno di nota è costituito dal fatto che l'intermediazione in dollari a livello internazionale sembra essere piuttosto concentrata. I prestiti interbancari in dollari USA sono notoriamente riconducibili in larga misura a circa una dozzina di banche di grandi dimensioni. Oltre il 60% delle attività e passività internazionali in dollari è ascrivibile a banche provenienti da otto economie diverse dagli Stati Uniti. La maggior parte della relativa provvista in dollari statunitensi fluisce attraverso i mercati dei pronti contro termine, a loro volta piuttosto concentrati, a causa di ingenti economie di scala nelle compensazioni e nei regolamenti. Si stima che le operazioni pronti contro termine trilaterali statunitensi, dove le compensazioni e i regolamenti dipendono dai servizi di due sole banche di compensazione, rappresentino, a \$1 700 miliardi, circa la metà del volume del mercato dei pronti contro termine statunitense. L'altra metà è regolata bilateralmente. Analogamente, le operazioni pronti contro termine inter-dealer in titoli del Tesoro USA sono compensate mediante una singola controparte centrale (CCP) e, a maggio 2017, rappresentavano circa \$124 miliardi del totale netto dei finanziamenti a pronti¹³.

Infine, è probabile che le banche – e i sistemi bancari – si comportino diversamente in termini di trasmissione e assorbimento degli shock¹⁴. Diversi gradi di dipendenza dai centri offshore (barre blu nel grafico V.6), ad esempio, riflettono disparità nelle fonti di finanziamento e nel modo in cui i fondi vengono ottenuti e ridistribuiti attraverso le diverse operazioni internazionali delle banche. Il diagramma di destra del grafico V.6 fornisce un quadro più completo delle strutture organizzative delle banche, mettendo in evidenza il grado di accentramento delle loro attività internazionali. In base alle posizioni attive aggregate, le banche di Germania, Giappone e Svizzera sono relativamente accentrate. In altre parole, gran parte delle loro attività in dollari statunitensi e altre valute estere è contabilizzata mediante le case madri, piuttosto che mediante filiali e controllate (coefficienti elevati sull'asse delle ascisse). Le dinamiche delle passività, tuttavia, differiscono in quanto la maggior parte della provvista in dollari statunitensi delle banche giapponesi proviene da fonti locali (valori elevati sull'asse delle ordinate), mentre le banche di Germania e Svizzera dipendono maggiormente dai fondi provenienti da case madri e paesi terzi. I bilanci delle banche spagnole e canadesi, invece, riflettono delle attività estere gestite e finanziate molto più localmente¹⁵.

Implicazioni di policy

Le dinamiche sopra evidenziate suggeriscono che i mercati internazionali della provvista in dollari costituiranno probabilmente un punto determinante di scarico delle pressioni durante eventuali episodi futuri di tensione sui mercati. Il fabbisogno di finanziamento in dollari USA dei soggetti non statunitensi rimane vasto, provocando rischi di mancato rinnovo potenzialmente ingenti. Questi ultimi si concentrano, inoltre, su un numero piuttosto limitato di banche rilevanti. L'interconnessione è un altro fattore importante, dato che i fondi in dollari

provengono da una varietà di controparti bancarie e non bancarie per sostenere sia il vero e proprio credito in dollari USA sia svariati tipi di intermediazione in dollari basati sul mercato. In questo contesto, controparti come fondi monetari, compagnie assicurative e imprese di grandi dimensioni interagiscono con le banche in vari mercati, inclusi quelli dei pronti contro termine e degli swap su valute. Inoltre, molte di queste banche forniscono servizi a entità come CCP, le quali in periodi di tensione possono essere una fonte di ingente domanda di liquidità.

Quali sono le implicazioni per le autorità? Una prima questione fondamentale riguarda le strutture organizzative delle banche e i rischi di propagazione che possono derivare dalle connessioni tra le loro sedi legali e le affiliate locali. Ciò sottolinea l'importanza del coordinamento prudenziale. Il coordinamento è essenziale allo scopo di condividere informazioni sui profili di provvista internazionale in dollari USA delle banche e condurre prove di stress mirate (ad esempio, sulla capacità di tenuta delle banche nei mercati degli swap su valute). Gli strumenti essenziali comprendono collegi dei supervisori, protocolli di intesa e una cooperazione bilaterale meno formale tra le autorità di vigilanza del paese di origine e quelle del paese ospitante. Inoltre, in alcune giurisdizioni ospitanti le autorità di regolamentazione richiedono ormai che le operazioni locali delle banche estere siano più autosufficienti. Tali misure, che in taluni casi implicano la costituzione di società controllate con piena capacità giuridica, danno origine a importanti trade-off. Ad esempio, sebbene mitighi le preoccupazioni legate al rischio sistemico, la costituzione di società controllate, e i corrispondenti vincoli prudenziali sulle filiali estere, può ostacolare il movimento dei fondi tra le affiliate all'interno della stessa società di holding e accrescere i costi operativi. Ciò può scoraggiare la partecipazione delle banche estere, una considerazione che può essere particolarmente pertinente per le autorità di regolamentazione delle EME¹⁶.

Anche i rischi di propagazione confermano la necessità di iniziative a favore di misure preventive di più vasta portata in diverse aree. Una riguarda i requisiti prudenziali allo scopo di limitare la trasformazione delle scadenze e i rischi di mancato rinnovo. Un esempio tipico è il Liquidity Coverage Ratio di Basilea 3, che può essere attuato a livello di singola valuta. Un'altra iniziativa implica azioni più generali allo scopo di rafforzare la capacità di tenuta delle banche e delle altre istituzioni finanziarie, inclusi altri requisiti previsti dal pacchetto di Basilea 3 e regolamentazioni analoghe per il settore non bancario, come la riforma dei fondi monetari statunitensi. I requisiti minimi internazionali, come quelli di Basilea 3, contribuiscono inoltre a ridurre le eventuali distorsioni dovute a condizioni di mancata parità concorrenziale oppure alla frammentazione della regolamentazione. Una terza area riguarda la configurazione delle infrastrutture di mercato, compresi i pronti contro termine trilaterali e le CCP. La riforma del mercato pronti contro termine statunitense, ad esempio, è riuscita a ridurre l'utilizzo di credito infragiornaliero fornito da banche di compensazione nelle operazioni PcT trilaterali, affrontando le preoccupazioni messe in evidenza dalla Grande Crisi Finanziaria. La capacità di tenuta delle CCP, a sua volta, è sostenuta da misure come i *Principles for financial market infrastructures* elaborati da CPIM-IOSCO e da lavori in corso volti a migliorare i piani di recupero e di risoluzione delle CCP¹⁷.

Una seconda cruciale questione di policy riguarda l'accesso alla provvista in dollari statunitensi durante le turbolenze di mercato. Dati i disallineamenti valutari risultanti dai finanziamenti cross-currency e i relativi rischi di mancato rinnovo, le autorità nazionali potrebbero dover facilitare l'accesso ai fondi in dollari statunitensi per soddisfare i fabbisogni valutari delle banche e delle società nazionali.

Un modo per ottenere questo risultato è attraverso le riserve valutarie. Nel 2008 alcune EME hanno usato le loro riserve a questo scopo¹⁸. Tuttavia, le autorità potrebbero essere riluttanti ad attingere alle loro riserve: i mercati finanziari potrebbero interpretare questo intervento come un segnale negativo circa le condizioni del paese. Inoltre, vi sono indicazioni che la gestione delle riserve possa generare degli effetti prociclici indesiderati. Durante la Grande Crisi Finanziaria, ad esempio, diversi gestori di riserve hanno ridotto i loro investimenti presso le controparti più rischiose, soprattutto banche, e hanno ridimensionato i loro programmi di prestito titoli¹⁹.

Un altro modo per mobilitare la provvista in valuta estera è costituito dall'istituzione di linee di swap fra banche centrali. Per il dollaro statunitense, solo la Federal Reserve è nella posizione tecnica di fornire dollari in maniera elastica²⁰. È per questo motivo che durante la Grande Crisi Finanziaria le principali banche centrali hanno optato per una rete di linee di swap ad hoc fra loro per fornire e distribuire liquidità in dollari statunitensi. Il successo dell'accordo mette in evidenza la necessità per le banche centrali di mantenere la capacità di offrire queste linee di swap, alcune delle quali sono state rese permanenti²¹. Per via di diverse considerazioni, non da ultimo l'azzardo morale e la gestione del rischio, è probabile che la portata di tali accordi rimanga limitata e che la loro configurazione rifletta l'uso esclusivo in qualità di rete di sicurezza²².

L'allocazione del capitale bancario nel contesto di una pluralità di indicatori regolamentari

Secondo le ricerche, indicatori regolamentari complementari, come quelli oggi introdotti dallo schema di Basilea 3, possono migliorare gli andamenti dei mercati e il benessere economico^①. Ad esempio, gli indicatori non basati sul rischio, come l'indice di leva finanziaria (leverage ratio, LR), possono offrire un presidio per le banche, affiancando i coefficienti patrimoniali ponderati per il rischio^②. La pluralità di indicatori impone alle banche di adeguare la gestione dell'allocazione interna di capitale (e di liquidità), un processo che è ancora in corso.

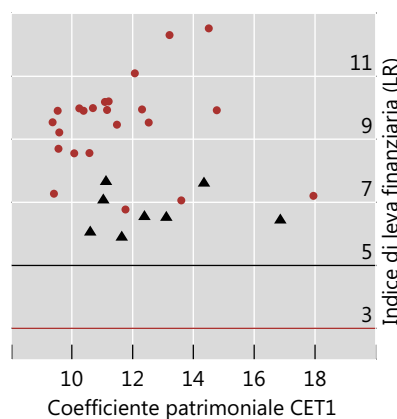
Un semplice modello, che si concentra sul ruolo dell'LR, permette di illustrare l'impatto dell'interazione tra le decisioni di allocazione e la regolamentazione^③. Il modello, calibrato utilizzando dati provenienti da banche statunitensi, consente di spiegare perché l'LR può influenzare l'allocazione del capitale delle banche nelle diverse unità operative (ad esempio, un'unità di negoziazione e un'unità di emissione di prestiti, come nel modello) anche nel caso in cui la banca segnali un LR ben al di sopra dei requisiti minimi obbligatori, come accade generalmente (grafico V.A, diagramma di sinistra).

Innanzitutto, le banche devono contemperare l'espansione dei loro bilanci oggi con un'onerosa riduzione della leva finanziaria in futuro, nel caso in cui venissero colpite da uno shock avverso o fossero sottoposte a una prova di stress. Dato che optare per un LR più elevato riduce il rischio di dover ridimensionare il proprio grado di leva, di fronte a tali elementi di incertezza le banche sono indotte a detenere un margine di sicurezza superiore ai requisiti minimi (grafico V.A, diagramma centrale).

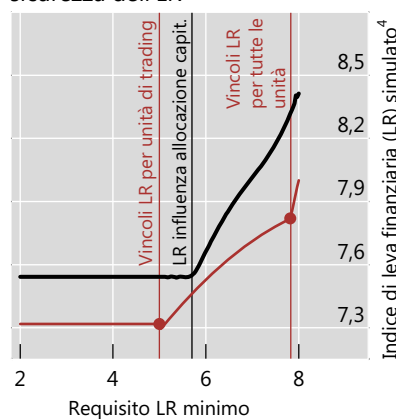
In che misura l'indice di leva finanziaria (LR) è vincolante?

Valori percentuali

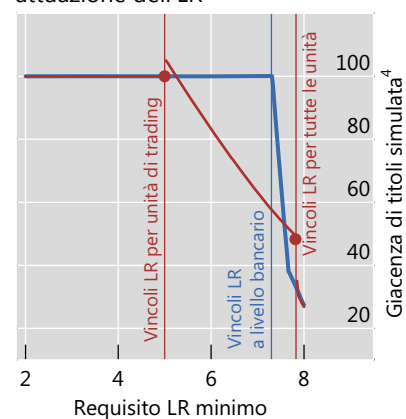
Grafico V.A

LR ben superiori ai requisiti minimi¹

Requisito LR minimo:
 ● 3% ▲ 5% (G-SIB)

L'incertezza giustifica i margini di sicurezza dell'LR²

Aggiustamento di bilancio:
 — oneroso — non oneroso

Importanza dello schema di attuazione dell'LR³

LR applicato a livello di:
 — banca — unità operativa

¹ Indici a fine 2016; campione di grandi holding bancarie statunitensi. CET1 = Common Equity Tier 1. ² Se l'adeguamento del bilancio operato in seguito a uno shock allo scopo di rispettare i requisiti regolamentari è oneroso (ad esempio, in seguito a esternalità da vendite forzate), la banca sceglie un indice di leva più elevato ex ante (linea nera) rispetto al caso in cui gli adeguamenti non comportino alcun costo aggiuntivo. ³ Un irrigidimento dei criteri relativi all'LR ha un impatto minore sulle banche che applicano l'LR a livello d'istituto (linea blu) in confronto a quelle che lo applicano per unità operativa (linea rossa), perché le prime tollerano un grado di leva finanziaria più elevato per ogni singola unità operativa (ad esempio, per il market-making), dal momento che i requisiti relativi all'LR sono soddisfatti al livello dell'intero istituto. ⁴ Cambiamenti previsti nell'LR della banca (diagramma centrale) e disponibilità di obbligazioni (diagramma di destra) in reazione a un aumento dei requisiti minimi relativi all'LR.

Fonti: T. Goel, U. Lewrick e N. Tarashev, "Leverage regulation and bank capital allocation", mimeo, giugno 2017; SNL.

In secondo luogo, l'LR tende a essere più vincolante per le banche che applicano l'indice a livello di singole unità operative piuttosto che su base consolidata a livello complessivo di banca, come previsto dalla regolamentazione. Nel primo caso, attività a basso rischio e volume elevato con bassi coefficienti patrimoniali ponderati per il rischio, come quelle di market-making, dovrebbero essere quelle più limitate. Modificare l'allocazione del capitale in modo da prendere in considerazione una prospettiva a livello complessivo di banca renderebbe l'LR meno vincolante. Le simulazioni indicano che l'alleggerimento patrimoniale che ne deriverebbe potrebbe avere degli effetti considerevoli sui bilanci delle banche, rafforzando ad esempio la loro capacità di immagazzinare attività a scopi di market-making (grafico V.A, diagramma di destra). Ciò indica la possibilità di futuri adeguamenti degli schemi di allocazione del capitale allo scopo di attenuare la percezione delle pressioni indotte dai requisiti relativi all'LR.

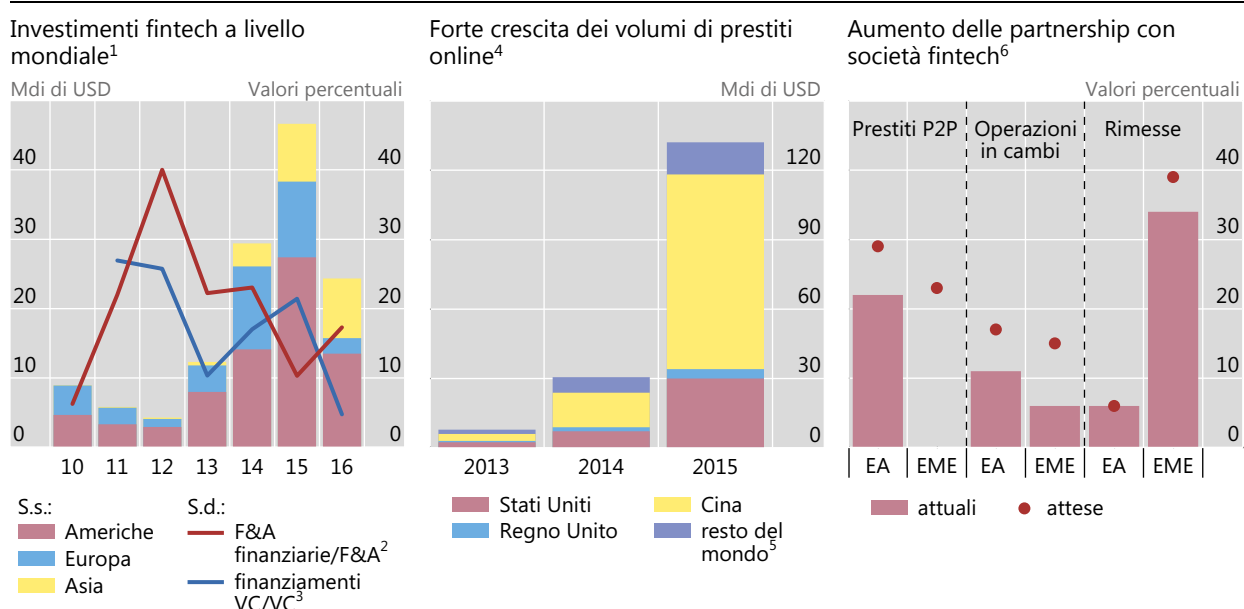
① Cfr. ad esempio F. Boissay e F. Collard, "Macroeconomics of bank capital and liquidity regulations", *BIS Working Papers*, n. 596, dicembre 2016. ② Cfr. I. Fender e U. Lewrick, "La calibrazione dell'indice di leva finanziaria", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre 2015 (versione integrale disponibile solo in inglese). ③ Cfr. T. Goel, U. Lewrick e N. Tarashev, "Capital regulation and bank capital allocation", mimeo, giugno 2017.

Le banche e i servizi di prestiti online: da concorrenti a partner?

Le soluzioni che si avvalgono di innovazioni tecnologiche permettono ai clienti di accedere a servizi finanziari senza – o con un ridotto – coinvolgimento delle banche, portando potenzialmente alla disintermediazione degli operatori storici¹. Gli investimenti in ambito fintech sono in forte crescita (grafico V.B, diagramma di sinistra), sebbene da un basso livello di partenza. Un'area in rapida espansione è quella dei prestiti online/tra privati (peer-to-peer, P2P), soprattutto in giurisdizioni come la Cina e gli Stati Uniti (diagramma centrale). Dal punto di vista degli istituti bancari i prestiti online costituiscono al contempo una sfida e un'opportunità. Le piattaforme di prestito rappresentano una fonte di concorrenza potenzialmente destabilizzante per una linea operativa strategica, in particolare se sono sottoposte a una regolamentazione meno stringente. Tuttavia, le banche possono anche cogliere i benefici in termini di riduzione dei costi, migliore esperienza del cliente e rafforzamento dell'efficienza offerti da queste piattaforme. Di conseguenza, numerose banche si sono adoperate attivamente per integrare soluzioni di prestito online nei loro modelli di business.

Vigore degli investimenti mondiali in ambito fintech e volumi dei prestiti online

Grafico V.B



¹ Investimenti mondiali totali: venture capital, fusioni e acquisizioni (F&A) e private equity. ² F&A delle imprese finanziarie in percentuale del totale delle F&A. ³ Investimenti venture capital (VC) nei prestiti online in percentuale degli investimenti VC totali in ambito fintech. ⁴ Volume totale di finanziamenti, incluso il crowdfunding, provenienti da piattaforme online. ⁵ Americhe esclusi gli Stati Uniti, Europa escluso il Regno Unito e Asia esclusa la Cina. ⁶ Percentuale di banche che offrono servizi in collaborazione con società fintech e aspettative (per i prossimi 12 mesi); indagine condotta su 61 banche in 24 paesi, maggio 2016.

Fonti: KPMG, *The pulse of fintech Q4 2016*, febbraio 2017 (dati provenienti da PitchBook); Cambridge Centre for Alternative Finance; UBS.

Un approccio consiste nell'investimento diretto da parte delle banche in piattaforme online attraverso fusioni e acquisizioni (F&A) o venture capital. In linea generale, le operazioni di fusione e acquisizione hanno rappresentato la quota più elevata degli investimenti mondiali in ambito fintech. Una parte considerevole di questi investimenti è pervenuta da banche e altre istituzioni finanziarie, fornendo loro una partecipazione agli eventuali proventi e in alcuni casi l'accesso alla tecnologia delle piattaforme. Le banche hanno inoltre fornito alle piattaforme fintech finanziamento creditizio, ad esempio finanziando i loro prestiti in qualità di investitori istituzionali o comprando i prestiti.

Un altro approccio è costituito dalle partnership. Si prevede un aumento delle partnership nel settore dei prestiti online/tra privati e in altre attività fintech, sia nelle economie avanzate sia in quelle emergenti (grafico V.B,

diagramma di destra). Le collaborazioni possono assumere una molteplicità di forme. Una di queste si basa sulle segnalazioni e avviene quando una banca segnala i prestatori a cui ha rifiutato di accordare il credito alla piattaforma fintech e la piattaforma fintech segnala alla banca i clienti che richiedono dei servizi bancari. Una seconda forma è costituita dall'accensione di prestiti e avviene quando la banca accende prestiti che sono stati valutati e prezzati sulla piattaforma online, a volte rivendendo questi stessi prestiti alla piattaforma. Un terzo approccio riguarda la fornitura di servizi, come servizi di pagamento e regolamento o garanzie. In alcuni casi, perlopiù negli Stati Uniti, le banche forniscono anche strutture di warehousing e servizi connessi, che permettono alle piattaforme online di cartolarizzare i prestiti fintech. Infine, alcune banche instaurano delle partnership con le piattaforme per usare i modelli/processi fintech nella loro attività di prestito.

① Con il termine fintech ci si riferisce a una vasta gamma di tecnologie che comprendono prestiti online/tra privati, pagamenti e regolamenti (inclusi distributed ledger), assicurazioni e negoziazioni/investimenti (inclusi i robo-advisor). Cfr. ad esempio BRI, 86ª Relazione annuale, giugno 2016, pag. 143.

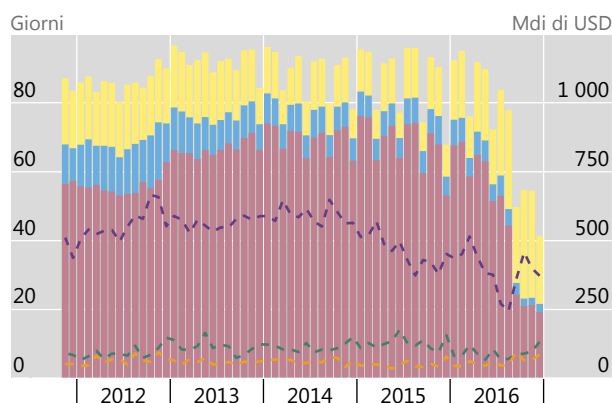
La riforma dei fondi monetari statunitensi e il finanziamento internazionale in dollari USA delle banche non statunitensi

La riforma dei fondi monetari statunitensi è entrata in vigore nell'ottobre 2016. Tra le altre modifiche apportate alle norme, la riforma prevede che i fondi monetari "prime" mantengano una struttura a valore patrimoniale netto variabile, modificando le caratteristiche finanziarie del fondo dal punto di vista degli investitori. Dato che le banche non statunitensi sono fortemente dipendenti dalla provvista non garantita fornita dai fondi monetari prime, vi era il timore che la riforma portasse a una stretta dei finanziamenti per questi istituti. La riforma ha finito col tradursi in una significativa perdita di provvista in dollari fornita dai fondi monetari statunitensi e in un aumento del suo costo (Capitolo II). Tuttavia, le banche non statunitensi sono state in grado di attenuare gli effetti di questa situazione aumentando i depositi in dollari USA e finanziamenti simili da altre fonti^①.

I depositi provenienti da fondi monetari degli Stati Uniti scendono, ma quelli in eurodollari aumentano nelle banche non statunitensi

Grafico V.C

Finanziamento dei fondi monetari USA a banche estere

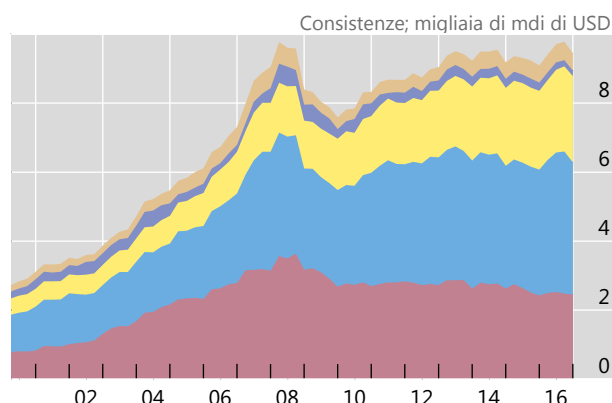


Media¹ dei giorni alla scadenza (s.s.):

- - - finanziamento non garantito da fondi prime²
- - - pronti contro termine da fondi prime
- - - Pronti contro termine da fondi governativi³

Importo del finanziamento (s.d.):

- pronti contro termine da fondi governativi
- pronti contro termine da fondi prime
- non garantito da fondi prime

Finanziamento in dollari in bilancio delle banche non statunitensi⁴

Depositi di soggetti non bancari:

- banche negli USA⁵
- banche fuori dagli USA⁶

titoli internazionali⁷

Passività verso:

- banche USA⁸
- banche centrali⁹

¹ Valore ponderato in base agli ammontari nozionali. ² Inclusi certificati di deposito, commercial paper e altri finanziamenti. ³ Fondi di investimento in titoli delle amministrazioni centrali e del Tesoro. ⁴ Al netto delle posizioni segnalate da Cina e Russia, che sono entrate a far parte dei paesi dichiaranti ai fini delle statistiche bancarie BRI su base locale a partire dal 4° trimestre 2015. ⁵ Passività locali (totali) denominate in dollari statunitensi più passività transfrontaliere denominate in dollari statunitensi verso il settore non bancario da parte di affiliate estere negli Stati Uniti; i dati relativi alle passività locali provengono dalle statistiche bancarie BRI consolidate in base alla controparte immediata. ⁶ Passività denominate in dollari statunitensi verso il settore non bancario da parte di soggetti non bancari situati al di fuori degli Stati Uniti. ⁷ Emissioni denominate in dollari statunitensi di banche pubbliche e private non statunitensi; inclusi obbligazioni, note a medio termine e strumenti del mercato monetario. ⁸ Attività interbancarie denominate in dollari USA delle banche statunitensi. ⁹ Passività denominate in dollari USA nei confronti delle autorità monetarie ufficiali (banche centrali) da parte delle banche non statunitensi.

Fonti: Crane Data; Dealogic; Euroclear; Thomson Reuters; Xtrakter Ltd; statistiche bancarie consolidate BRI (in base alla controparte immediata), statistiche BRI sui titoli di debito e statistiche BRI su base locale per residenza e nazionalità; elaborazioni BRI.

Su base netta, la riforma dei fondi monetari ha determinato una riduzione di circa \$310 miliardi della provvista in dollari USA delle banche non statunitensi nei quattro trimestri a partire da settembre 2016, termine entro il quale la maggior parte delle modifiche era stata attuata. La perdita di circa \$480 miliardi provenienti dai fondi monetari prime è stata parzialmente compensata da circa \$170 miliardi di finanziamenti pronti contro termine dai fondi esclusivamente governativi (non soggetti alla nuova normativa) con, nel processo, una riduzione della scadenza dei finanziamenti dei fondi monetari (grafico V.C, diagramma di sinistra). Anche la composizione della provvista in dollari USA è cambiata, dato che le banche estere operanti negli Stati Uniti hanno reagito riducendo le loro disponibilità di riserve in eccesso presso la Federal Reserve e, in misura minore, attingendo ai finanziamenti dalle loro sedi legali.

A fine 2016, complessivamente, il finanziamento internazionale in dollari USA (in bilancio) per le banche non statunitensi era pari a quasi \$9 500 miliardi (grafico V.C, diagramma di destra). La provvista fuori bilancio, principalmente tramite swap su valute, ha portato il totale a circa \$10 500 miliardi. Nonostante i deflussi di depositi in eurodollari dai fondi monetari degli Stati Uniti, i depositi offshore presso le banche non statunitensi a settembre 2016 sono cresciuti a circa \$4 100 miliardi, riflettendo l'accresciuta importanza dei finanziamenti offshore nel sistema bancario mondiale. Di conseguenza, l'episodio della riforma dei fondi monetari sembra confermare la capacità delle banche mondiali di mantenere la provvista in dollari USA. Rimangono tuttavia questioni circa la capacità di tenuta dei finanziamenti in condizioni di maggiori tensioni.

① Cfr. BRI, "Aspetti salienti dei flussi di finanziamento internazionali", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2017.

Note di chiusura

- ¹ Cfr. ad esempio J. Fell, M. Grodzicki, R. Martin e E. O'Brien, "Addressing market failures in the resolution of non-performing loans in the euro area", *ECB Financial Stability Review*, novembre 2016.
- ² Cfr. Moody's Investors Service, "Rating action: Moody's downgrades Canadian banks", 10 maggio 2017.
- ³ Cfr. M. Chui, I. Fender e V. Sushko, "I bilanci delle imprese nelle EME: i rischi collegati alla leva finanziaria e ai disallineamenti valutari", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre 2014 (versione integrale disponibile solo in inglese).
- ⁴ Cfr. BRI, *86ª Relazione annuale*, giugno 2016, Capitolo VI; e CSFG, *Fixed income market liquidity*, *CGFS Papers*, n. 55, gennaio 2016.
- ⁵ Cfr. ad esempio V. Constâncio, "Challenges for the European banking industry", discorso alla conferenza dell'Università di Navarra "European banking industry: what's next?", Madrid, 7 luglio 2016.
- ⁶ Cfr. BRI, *ibid*; e CSFG-FSB, *FinTech credit: Market structure, business models and financial stability implications*, maggio 2017.
- ⁷ Cfr. ad esempio CPMI, *Distributed ledger technology in payment, clearing and settlement – an analytical framework*, febbraio 2017.
- ⁸ Cfr. BRI, *78ª Relazione annuale*, giugno 2008, Capitolo VI.
- ⁹ Per un'analisi più dettagliata, cfr. P. McGuire e G. von Peter, "The US dollar shortage in global banking and the international policy response", *International Finance*, vol. 15, n. 2, giugno 2012.
- ¹⁰ Per una spiegazione del metodo di calcolo, cfr. McGuire e von Peter, *ibid*.
- ¹¹ I prestiti internazionali non tengono conto di oltre \$10 000 miliardi di posizioni esclusivamente nazionali delle banche statunitensi.
- ¹² Cfr. C. Borio, R. McCauley, P. McGuire e V. Sushko, "Violazione della parità coperta dei tassi di interesse: capire la cross-currency basis", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre 2016 (versione integrale disponibile solo in inglese).
- ¹³ Cfr. V. Baklanova, O. Dalton e S. Tompaidis, "Benefits and risks of central clearing in the repo market", *Office of Financial Research Brief Series*, n. 17-04, marzo 2017.
- ¹⁴ Cfr. I. Fender e P. McGuire, "Bank structure, funding risk and the transmission of shocks across countries: concepts and measurement", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre 2010, pagg. 63-79; e N. Cetorelli e L. Goldberg, "Liquidity management of US global banks: internal capital markets in the great recession", *Journal of International Economics*, vol. 88, n. 2, novembre 2012, pagg. 299-311.
- ¹⁵ Durante la Grande Crisi Finanziaria le attività locali contabilizzate dalle filiali estere delle banche, in particolare se finanziate da passività locali in valuta locale, tendevano a essere più stabili rispetto alle attività transfrontaliere e intragruppo. Cfr. ad esempio R. McCauley, P. McGuire e G. von Peter, "After the global financial crisis: from international to multinational banking?", *Journal of Economics and Business*, vol. 64, n. 1, gennaio-febbraio 2012, pagg. 7-23.
- ¹⁶ Per un approfondimento, cfr. CSFG, *EME banking systems and regional financial integration*, *CGFS Papers*, n. 51, marzo 2014.
- ¹⁷ Cfr. CBVB-CPIM-FSB-IOSCO, *Progress report on the CCP workplan*, agosto 2016.
- ¹⁸ Cfr. CSFG, *Global liquidity – concept, measurement and policy implications*, *CGFS Papers*, n. 45, novembre 2011.
- ¹⁹ Cfr. R. McCauley e J.-F. Rigaudy, "Managing foreign exchange reserves in the crisis and after", *BIS Papers*, n. 58, ottobre 2011.
- ²⁰ Per maggiori dettagli, cfr. D. Domanski, I. Fender e P. McGuire, "Considerazioni sulla liquidità globale", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre 2011 (versione integrale disponibile solo in inglese).
- ²¹ Cfr. BCE, "L'esperienza maturata con gli swap fra banche centrali per l'offerta di liquidità", *Bollettino mensile*, agosto 2014; e CSFG, *Designing frameworks for central bank liquidity assistance: addressing new challenges*, *CGFS Papers*, n. 58, aprile 2017.
- ²² Oltre all'autoassicurazione attraverso riserve valutarie, una possibile alternativa alle linee di swap è costituita dagli accordi per la collateralizzazione transfrontaliera. Tali accordi possono fungere da fattori di attenuazione degli shock efficaci in caso di malfunzionamento di singoli mercati della provvista locali. Gli accordi per la collateralizzazione transfrontaliera permettono di rendere disponibile per le affiliate estere la liquidità delle banche centrali, a fronte di un insieme più ampio di attività altrimenti non disponibile, agevolando l'intervento delle banche centrali nei periodi di tensione. Cfr. CSFG (2014), *op. cit.*