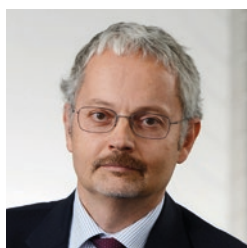


Swiss Finance Institute Practitioner Roundups

Numero speciale Stabilità finanziaria

Editoriale



Dieci anni dopo la crisi finanziaria globale, il mantenimento della stabilità finanziaria è una delle principali preoccupazioni di politici, istituti finanziari e società. I ricercatori dell'SFI hanno dato un contributo importante alla nostra comprensione della crisi e alla riflessione su come affrontare i rischi futuri. Questo numero speciale di SFI Practitioner Roundups vuole far conoscere le loro conclusioni al vasto pubblico.

Il mondo è davvero molto cambiato dal 2008, ma la trasformazione più evidente è probabilmente stato il crollo della fiducia nelle istituzioni: la legittimità di politici, istituti finanziari ed economisti accademici è stata messa in discussione come mai prima.

Il dibattito in corso è costruttivo, ma il diffuso clima di sfiducia ha aperto la via a chi propone soluzioni facili, basate più sulla fede che su analisi razionali. Per contro – e coerentemente con la missione dell'SFI di accrescere il capitale di conoscenza – l'approfondito e accurato lavoro svolto dai ricercatori dell'SFI fornisce ai politici gli strumenti per affrontare i rischi vecchi e nuovi per la stabilità finanziaria.

Vi auguriamo una piacevole lettura.



Prof. François Degeorge
Managing Director

**Prof. Francesco Franzoni**

Francesco Franzoni è Professore di Finanza all'Università della Svizzera italiana (USI) e titolare di una cattedra senior dell'SFI. Ha un dottorato in Economia del MIT e dirige l'Istituto di Finanza dell'USI. Le sue ricerche vertono sugli investitori istituzionali, come gli hedge fund e gli ETF, e sul loro effetto sui prezzi degli asset finanziari.

**Prof. Harald Hau**

Harald Hau è Professore di Finanza all'Università di Ginevra e titolare di una Cattedra Senior dell'SFI. Ha conseguito il dottorato in Finanza presso l'Università di Princeton. Prima di entrare a far parte dell'Università di Ginevra è stato membro dell'ESSEC e dell'INSEAD. Le sue ricerche vertono sulle aree della finanza internazionale e della stabilità finanziaria.

La propagazione della crisi finanziaria

La ricerca evidenzia che le banche hanno preso provvedimenti per evitare l'effetto di cicli economici del rischio di credito. Che cosa sappiamo del ruolo e del comportamento di altri istituti finanziari, come i fondi, per quanto concerne i prezzi delle attività durante la crisi finanziaria?

I dati indicano che gli hedge fund statunitensi hanno sensibilmente ridotto le posizioni azionarie durante il tracollo del sistema finanziario. Nel secondo semestre del 2007, gli hedge fund hanno venduto oltre il 12 per cento dei loro titoli azionari, e un ulteriore 29 per cento nel secondo semestre 2008. Da soli, i capitali riscattati dai loro clienti sono stati responsabili di circa il 50 per cento del calo delle posizioni azionarie negli hedge fund durante i suddetti due periodi, mentre le questioni legate alla leva finanziaria e alle richieste di copertura di margine hanno inciso per un ulteriore 30 per cento. Anche se gli hedge fund dispongono di misure per limitare i riscatti, i dati indicano che in realtà i riscatti sono stati un fattore aggravante nel causare i recessi degli investitori dagli hedge fund. Molto probabilmente gli investitori temevano che gli hedge fund avrebbero chiuso i rubinetti e limitato la loro capacità di prelevare capitale. E ciò li ha indotti a reagire ai primi segnali di un peggioramento della performance. È interessante notare che gli hedge fund si sono affrettati a vendere sia i titoli molto volatili sia quelli più liquidi nei loro portafogli, suggerendo che erano finanziariamente sotto pressione ed allo stesso tempo cercavano di limitare l'impatto sui prezzi durante le svendite.

Come hanno reagito i fondi comuni d'investimento rispetto agli hedge fund?

Gli hedge fund e i fondi comuni d'investimento sono due diverse tipologie di fondi. Gli hedge fund, da un lato, mettono in atto sofisticate strategie di negoziazione, fanno uso della leva finanziaria, cercano l'arbitraggio e assumono posizioni short. Eppure, nonostante questi margini di libertà, dipendono dai finanziamenti esterni e sono dunque esposti a problemi di liquidità. Un peggioramento dei valori di mercato può pertanto dare il via alla liquidazione, se non sono soddisfatti i margini richiesti. I servizi degli hedge fund rispondono alle esigenze di una clientela sofisticata, come gli investitori privati accreditati o gli investitori istituzionali. I fondi comuni d'investimento, dall'altro lato, non fanno uso della leva finanziaria, non hanno restrizioni in materia di liquidità degli investitori, e in genere rispondono alle esigenze di una clientela meno sofisticata, come gli investitori retail. Essendo in media più

esperti, gli investitori negli hedge fund reagiscono più rapidamente alla performance negativa, rispetto agli investitori nei fondi comuni. Inoltre, gli hedge fund sono soggetti a limitazioni dell'importo della leva finanziaria, che comportano richiami di margine in caso di perdite ingenti, e di conseguenza non sempre sono in grado di fornire liquidità nei periodi di turbolenza del mercato.

Queste notevoli differenze tra gli hedge fund e i fondi comuni si rispecchiano anche nel modo in cui hanno reagito alla crisi. I fondi comuni hanno negoziato molto meno attivamente degli hedge fund. Ciò può essere dovuto alla minore complessità dei fondi comuni rispetto agli hedge fund, e anche al fatto che i fondi comuni si impegnano a replicare un benchmark, come l'indice azionario Dow Jones, anche quando quest'ultimo scende. I fondi comuni non hanno pertanto avuto la stessa discrezionalità degli hedge fund nel rivedere la loro allocazione degli attivi, e di conseguenza durante la crisi sono stati costretti a rimanere investiti in titoli con prezzi in calo.

La crisi del 2007-09 ha dapprima colpito il settore finanziario e dunque i titoli finanziari. In che modo la scintilla iniziale si è propagata all'intero mercato azionario?

In giugno 2007 le azioni del settore finanziario rappresentavano il 22 per cento del valore del mercato azionario statunitense, controbilanciato da quello delle azioni del settore non finanziario. Tra giugno 2007 e febbraio 2009, le azioni finanziarie statunitensi hanno perso quasi il 75 per cento del loro valore, mentre quelle non finanziarie quasi il 50 per cento. Ci si può chiedere se il calo dei prezzi delle azioni non finanziarie è giustificato dai fondamentali, o se è invece l'effetto del contagio diffusosi dai titoli finanziari e quelli non finanziari. La crisi dei subprime è iniziata negli Stati Uniti e in un primo momento ha interessato i titoli bancari. E si poteva anche pensare che la storia sarebbe finita lì. Invece, per via della proprietà congiunta dei fondi azionari, la crisi si è propagata attraverso altri titoli non finanziari, negli Stati Uniti e poi in altri paesi. La logica alla base di questa reazione a catena è il fatto che i fondi azionari in difficoltà, con ingenti perdite nei titoli finanziari, sono stati confrontati con un gran numero di riscatti da parte degli investitori e si sono visti costretti a svendere i loro titoli, finanziari e non finanziari. La ricerca dimostra che almeno il 20 per cento della perdita di valore complessiva delle azioni statunitensi è attribuibile al contagio dei prezzi attraverso la proprietà dei fondi comuni. La stessa metodologia applicata al di fuori degli Stati Uniti rileva una sotto-performance delle azioni pari al 26 per cento nei paesi

sviluppati e al 18 percento nei paesi emergenti. L'esito delle ricerche mostra che la propagazione dell'instabilità finanziaria durante la crisi non ha avuto bisogno della leva degli intermediari finanziari e che, in termini di consigli strategici, la regolamentazione della leva non è sufficiente per contenere le crisi.

Altre classi di attività finanziarie potrebbero avere lo stesso impatto dei titoli finanziari 10 anni fa?

Le nuove minacce alla stabilità finanziaria vengono dalle nuove classi di attività di cui non conosciamo ancora del tutto il comportamento nei periodi di stress. Gli ETF, ad esempio, forniscono ampia liquidità agli investitori. Tuttavia, possono contenere attività estremamente illiquide nei loro panieri, come le azioni dei paesi emergenti o le obbligazioni societarie. Non è chiaro come reagiranno gli ETF se durante una crisi saranno soggetti a pressioni di vendita. Certamente non saranno in grado di fornire la stessa liquidità ai loro investitori. Verosimilmente, negli ETF le

liquidazioni eserciteranno una pressione al ribasso sulle loro componenti più illiquide.

Quali altre condizioni sarebbero necessarie per prevenire l'instabilità finanziaria e anomalie di prezzo temporanee, in caso di una crisi simile a quella del 2007-09?

Le autorità di vigilanza stanno considerando le misure idonee per limitare la possibilità di riscattare le quote al valore d'inventario netto (NAV), nel caso dei fondi comuni d'investimento. Ad esempio, lo swing pricing è già in atto nel Regno Unito e in Lussemburgo, e sarà presto introdotto anche negli Stati Uniti. Lo swing pricing impedisce agli investitori di vendere al NAV, il che presuppone una perfetta liquidità del sottostante e impone un "haircut" al valore di una quota di un fondo comune nei periodi di crisi. Una simile misura, se ben congegnata, potrebbe frenare la spinta a prendere precipitosamente la porta nei periodi di crisi. E di conseguenza le svendite sarebbero meno probabili.



**Prof. Diane Pierret**

Diane Pierret è Professore assistente di Finanza all'Università di Losanna, HEC Losanna ed è membro di facoltà allo SFI. Ha conseguito un dottorato in Statistica presso l'Università cattolica di Louvain. I suoi interessi di ricerca vertono sul campo delle scienze bancarie.

Regolamentazione

Dalla crisi finanziaria, in tutto il mondo le autorità di vigilanza eseguono stress test macroprudenziali per valutare la resilienza del sistema finanziario. Questi test sono stati concepiti per migliorare le normative macroprudenziali ed evitare che le difficoltà del settore finanziario contagino l'economia reale. Su quale base le autorità di vigilanza eseguono questi test? E alcuni test hanno avuto più successo di altri?

Gli scenari ipotetici di stress dei supervisori statunitensi e quelli delle autorità europee sono differenti e cambiano annualmente. Gli scenari sono concepiti apposta per essere testati senza preavviso presso gli istituti finanziari, così da non consentire loro di alterare le decisioni d'investimento in vista dei test. Negli Stati Uniti, l'esecuzione di stress test macroprudenziali è di competenza della Fed. Il primo è stato lanciato nel 2009 e ha portato alla ricapitalizzazione del sistema finanziario statunitense, costringendo 10 banche ad aumentare il buffer patrimoniale per un totale complessivo di 75 miliardi di dollari. Il Dodd-Frank Act, votato nel 2010, ha imposto a tutte le banche statunitensi con attività superiori a 50 miliardi di sviluppare e sottoporre alla Fed un "capital plan" su base annua, e di superare soglie normative concernenti quattro coefficienti ogni trimestre (coefficiente patrimoniale tier 1, coefficiente patrimoniale ponderato per il rischio totale, coefficiente patrimoniale Common Equity e indice di leva finanziaria tier 1). Se la banca fallisce il test, la Fed può opporsi al piano di distribuzione del capitale, come il dividendo delle azioni ordinarie e i riacquisti. L'autorità della Fed, acquisita grazie al Dodd-Frank Act, le permette di imporre alle banche di provvedere a migliorare rispetto alle carenze riscontrate.

Il Committee of European Banking Supervisors (CEBS) ha iniziato a condurre stress test nell'UE nel 2009. Nel 2011 il CEBS è diventato l'Autorità bancaria europea (ABE), ora responsabile del coordinamento annuale degli stress test. Nel 2011 l'ABE ha condotto il primo stress test, focalizzato sul coefficiente patrimoniale core tier 1 e finalizzato a ripristinare la fiducia dei mercati durante la crisi del debito sovrano europeo. Il rimedio per le banche che non superavano il test non era chiaro fin dall'inizio e, senza opportuni piani di ricapitalizzazione per queste banche, i supervisori non potevano permettersi di farle fallire, innescando una potenziale reazione avversa a partire dai mercati finanziari. Questa mancanza di rigore ha notevolmente indebolito la credibilità generale degli stress test dell'ABE.

Qual è il principale punto debole degli stress test approntati dalle autorità di vigilanza?

Gli stress test sia della Fed che dell'ABE si basano su scenari multidimensionali. Gli scenari della Fed sono definiti da 25 fattori finanziari e macroeconomici; quelli dell'ABE da oltre 70 fattori. Si tratta di riuscire a creare un effetto sorpresa, basato su shock improvvisi, che sia economicamente realistico su base annua. Dal punto di vista operativo, tali stress test richiedono tutta una serie di dati di supervisione bancaria. La procedura per ottenerli è tutt'altro che irrilevante, poiché si tratta di informazioni sensibili, e la raccolta, l'analisi e il mantenimento di questi dati comporta costi elevati.

L'esito di uno stress test è una misura della capitalizzazione della banca nel corrispondente scenario di stress. Mentre negli Stati Uniti si valuta la capitalizzazione della banca con quattro coefficienti patrimoniali, in Europa si considerava solo il coefficiente patrimoniale core tier 1. Questo coefficiente impone un requisito patrimoniale sulle attività della banca ponderate per il rischio. Considerato che le grandi banche europee impiegano i loro modelli per ricavare le ponderazioni del rischio secondo l'approccio di Basilea II basato sul rischio interno, le banche e i supervisori nazionali hanno goduto di un ampio margine di discrezione nel determinare il livello appropriato di finanziamento azionario per ogni esposizione. Il problema è stato amplificato dagli stress test in Europa, poiché anche le banche hanno ricavato le loro proprie ponderazioni del rischio nello scenario di stress. Gli incentivi delle banche per investire in classi di attività con le ponderazioni di rischio maggiormente sottostimate – l'esposizione rischiosa ai titoli sovrani prevede requisiti patrimoniali pari a zero – sono aumentati.

La diversificazione finanziaria è il cardine della gestione del portafoglio; nell'ottica di un supervisore, quali sono le caratteristiche della banca ottimale e che cosa distingue la sua prospettiva da quella di un accademico?

Imponendo vincoli supplementari, il supervisore restringe il gruppo di attività in cui la banca regolamentata può ancora investire con profitto. Anche se le banche cercano di rimanere diversificate, i loro portafogli sono sempre più simili e il settore finanziario è sempre meno diversificato. In questo contesto, nessuna banca può rilevare una banca in difficoltà e il governo è costretto a intervenire.

Se fosse dipeso dagli economisti accademici condurre gli stress test, come li avrebbero concepiti e in che cosa si distinguerebbero da quelli delle autorità di vigilanza?

Un team di ricercatori della New York University ha sviluppato un parametro alternativo per quantificare il rischio sistemico degli istituti finanziari, lo stress test "V-Lab". Un'innovazione importante nel V-Lab è che il rischio sistemico non deriva dal fallimento incondizionato di una banca, ma dal fallimento di una banca quando il sistema finanziario è sottocapitalizzato. Lo stress test V-Lab è per sua natura semplice e costruito su uno scenario basato su un unico fattore: il calo del 40 per cento dei prezzi delle azioni nell'arco di sei mesi. I requisiti in materia di dati per condurre uno stress test V-Lab hanno il grande vantaggio di non essere costosi, poiché basati su informazioni di dominio pubblico, come l'andamento storico dei prezzi di mercato, la capitalizzazione di mercato e la leva finanziaria. La natura non invasiva della metodologia V-Lab ha però uno svantaggio, poiché gli istituti finanziari non negoziati pubblicamente non possono essere testati e nulla di quanto concerne le specifiche debolezze degli istituti finanziari può essere rivelato.

Come funziona lo stress test "V-Lab" rispetto agli stress test concepiti dalle autorità di vigilanza?

Da un lato, i supervisori statunitensi ed europei impiegano il coefficiente patrimoniale regolamentare – il coefficiente di capitale proprio rispetto alle attività ponderate per il rischio – per valutare l'adeguatezza del capitale della banca, e lo scenario di stress è proiettato utilizzando dati contabili per simulare le perdite di valore delle attività. Dopodiché, i valori dei coefficienti patrimoniali post-scenario servono per individuare la banca che fallisce e le misure di vigilanza da prendere. Dall'altro lato, lo scenario di stress del V-Lab è proiettato sul valore di mercato della banca. Esistono differenze sostanziali tra gli stress test regolamentari e lo stress test V-Lab. In primo luogo, la capitalizzazione richiesta nello stress test V-Lab sembra sempre essere più ampia rispetto a quella degli stress test regolamentari. Di per sé ciò non rappresenta un problema, poiché è lo script dello scenario dello stress test che definisce l'importo da capitalizzare. Il problema principale sta nel fatto che la classificazione delle banche sottocapitalizzate non è la stessa. Il motivo di questa discrepanza è che la ponderazione media del rischio degli stress test regolamentari non è correlata con una misura di

mercato del rischio delle attività, sottintesa dallo stress test V-Lab: la vulnerabilità del mercato non è percepita allo stesso modo dai supervisori e dal mercato finanziario. I dati mostrano, ad esempio, che in effetti i risultati degli stress test europei del 2011 non avevano alcun legame con il rischio che le banche realmente rappresentavano per il mercato finanziario nei pochi mesi successivi al test. Le ricerche indicano che gli stress test regolamentari sarebbero più efficaci se i requisiti patrimoniali fossero stimati in maniera differente da come lo sono attualmente dalle autorità di vigilanza. Un requisito patrimoniale basato sulle attività ponderate per il rischio non è sufficiente, poiché le ponderazioni del rischio regolamentari non riflettono il "rischio del cambiamento del rischio". Le autorità di vigilanza dovrebbero pertanto completare la loro valutazione dei rischi delle banche e del sistema, avvalendosi di parametri di rischio basati sulla leva finanziaria e parametri basati sul mercato.

Come conciliare le differenze tra i risultati e gli insegnamenti degli stress test regolamentari statunitensi ed europei e lo stress test "V-Lab"? È concepibile un parametro appropriato e di facile attuazione per assicurare la stabilità finanziaria a lungo termine?

La regolamentazione del capitale bancario e gli stress test sono soggetti alla "critica di Lucas", ossia al fatto che è da ingenui basarsi unicamente su dati storici per prevedere l'esito dei cambiamenti di strategia. Valutare le banche in base a un unico indicatore contabile comporterà sempre un problema di arbitraggio normativo. Le autorità di vigilanza, moltiplicando le restrizioni e le regole per i requisiti patrimoniali, giocano a guardie e ladri con le banche, nella speranza di limitare le occasioni di arbitraggio normativo. Monitorare i parametri e i dati di rischio supplementari, non contemplati nelle definizioni dei requisiti patrimoniali normativi, può aiutare a individuare le ulteriori carenze delle banche.

**Prof. Steven Ongena**

Steven Ongena è Professore di Scienze bancarie all'Università di Zurigo e titolare di una Cattedra Senior dell'SFI. Ha un dottorato in Economia della University of Oregon. I suoi interessi di ricerca vertono sulle aree dell'intermediazione finanziaria empirica e dell'econometria finanziaria applicata.

Buffer patrimoniali

Le autorità di vigilanza generalmente si focalizzano sulle quote di capitale proprio nelle attività ponderate per il rischio, applicando un approccio temporale statico. Non sarebbe invece più adeguato imporre agli istituti finanziari un accantonamento di fondi dinamico, creando un buffer patrimoniale nei periodi positivi da usare in quelli negativi?

Il quadro normativo internazionale per le banche – Basilea III – che ha iniziato a essere attuato nel 2017 introduce requisiti patrimoniali prociclici, entro un range da 0 a 2.5 percento. Avere a disposizione simili buffer – che aumentano durante i boom e diminuiscono durante le crisi – contribuisce non solo ad attenuare il potenziale delle esternalità durante le strette creditizie, ma anche a raffreddare i boom indotti dall'attività creditizia, poiché l'espansione del credito va di pari passo con l'aumento del costo del capitale bancario. Tali riserve sono lungimiranti: infatti, prima ancora di individuare un'eventuale perdita concernente un singolo prestito specifico, si costituisce un buffer attingendo ai profitti trattenuti, generati nei periodi di espansione, per coprire le perdite nei periodi di contrazione.

L'accantonamento dinamico è stato attuato prima dei requisiti di Basilea III?

Politiche macroprudenziali basate sull'accantonamento dinamico sono ad esempio state introdotte nel 2000 in Spagna, per la copertura di attività generali legate al credito prima della crisi economica, e da allora sono state riviste quattro volte. Gli accantonamenti sono stati aumentati nel 2005, poi diminuiti nel 2008 e 2009 e di nuovo aumentati nel 2012. In Svizzera, nel 2012 si è approntato un buffer anticiclico, focalizzato specificamente sul finanziamento legato al settore immobiliare.

Le banche spagnole hanno reagito come previsto sia nei periodi positivi che in quelli negativi?

Risultati empirici che coprono l'80 per cento dei prestiti delle banche spagnole tra il 1998 e il 2013 – un ciclo creditizio completo con una crisi non prevista nel mezzo – forniscono uno scenario empirico ideale, mediante il quale valutare l'effetto del buffering patrimoniale dinamico. L'accantonamento dinamico ha contribuito ad attenuare i cicli dell'offerta di credito – in espansione o contrazione – e ha avuto un forte impatto sul livello di credito alle imprese, sull'occupazione e sulla sopravvivenza delle imprese nei periodi di crisi. Nei periodi positivi, le banche costrette a fare più accantonamenti hanno tagliato più linee di credito alla stessa

impresa dopo lo shock finanziario – e non prima – rispetto ad altre banche meno colpite. La regolamentazione prociclica del capitale bancario nei periodi positivi ha fatto contrarre l'offerta di credito, ma non ha avuto effetti a lungo termine per le imprese, considerato che tre trimestri dopo l'introduzione dell'accantonamento dinamico non vi era alcun impatto sul patrimonio complessivo delle imprese, sull'occupazione o la sopravvivenza delle imprese, poiché queste ultime avevano facilmente ottenuto crediti sostitutivi da banche meno impattate. Nei periodi negativi, le banche con accantonamenti dinamici pre-crisi più elevati hanno aumentato l'offerta di credito confermato alle stesse imprese per l'intera durata della crisi.

I buffer anticiclici delle banche hanno anche qualche lato negativo?

Dopo gli interventi di politica monetaria, che hanno imposto alle banche di aumentare l'entità del buffer anticiclico, gli istituti bancari con gli standard più elevati tendevano a focalizzare l'offerta di credito verso imprese che all'inizio pagavano interessi più alti ed erano fortemente indebitate. Alla fine queste stesse imprese hanno accusato un grado di insolvenza più elevato. Una spiegazione potrebbe essere che, senza volerlo, requisiti patrimoniali più severi probabilmente aumentano l'assunzione di rischi e la ricerca di rendimento da parte delle banche. Altri risultati mostrano che l'impatto negativo dei requisiti più elevati sul credito è maggiore per le banche più piccole, che fanno più fatica ad assorbire la crisi. Nonostante questo punto debole, i risultati suggeriscono che la politica macroprudenziale, il buffer anticiclico e i meccanismi dell'offerta di credito si concentrano sulla conservazione del capitale nei periodi di crisi, quando i profitti e i fondi degli azionisti sono scarsi e costosi.

Qual è la situazione in Svizzera nella costituzione dei buffer anticiclici?

Nel luglio 2012, la Confederazione ha votato un testo di legge che permette la creazione di buffer anticiclici mirati, per garantire che le banche possano resistere ad una crescita eccessiva del credito, con un limite massimo del 2.5 per cento per il buffer. Nel febbraio 2013, la Confederazione ha accolto la richiesta della BNS di attuare un incremento dell'1 per cento del patrimonio bancario per il finanziamento degli immobili residenziali in Svizzera. Nel giugno 2014 il coefficiente dei buffer anticiclici è stato ulteriormente aumentato dall'1 al 2 per cento. Nel complesso, i buffer anticiclici mirati sembrano aver calmato l'attività creditizia per il finanziamento degli

immobili residenziali, anche se al contempo ci potrebbero essere stati alcuni spillover nei crediti per gli immobili societari.

L'accantonamento anticiclico mostra alcuni effetti nel complesso positivi attraverso i cicli economici e finanziari. Come migliorare ulteriormente questa constatazione? Il buffer della banca dovrebbe aumentare nei periodi positivi, oppure non sarebbe necessario?

Sulla base dell'esperienza della Spagna con i buffer anticiclici, si potrebbe obiettare che la costituzione di queste riserve sarebbe potuta essere più aggressiva per garantire un'ulteriore deflazione del boom creditizio verificatosi in seguito.

Fino a che punto i politici, le autorità di vigilanza e le banche centrali dovrebbero essere coinvolti nella realizzazione degli accantonamenti anticiclici?

Dal punto di vista politico, è difficile fissare il tasso anticiclico del buffer di capitale, soprattutto se si tratta di un tasso aggressivo. Sotto l'aspetto politico ciò è ovviamente difficile e giustifica altri sviluppi istituzionali per mettere al riparo da immediate pressioni politiche coloro che fissano i livelli. Una possibilità potrebbe essere un ente incaricato di definire la politica macroprudenziale, un ente diverso dai supervisor microprudenziali e dalla banca centrale, ma con stretti legami con loro.



**Prof. Kjell G. Nyborg**

Kjell G. Nyborg insegna finanza all'Università di Zurigo, è ricercatore presso il Centre for Economic Policy Research, è membro della Royal Society of Arts, e ha una Cattedra Senior dell'SFI. È inoltre stato direttore e vicepresidente della European Finance Association, di cui è attualmente presidente. La sua ricerca abbraccia vari settori: dalla finanza aziendale al sistema delle banche centrali, alla liquidità e i collaterali.

Banche centrali

È opinione comune che le banche centrali hanno assunto un ruolo chiave nel mercato finanziario negli ultimi dieci anni e che possono costituire una minaccia per il mercato stesso. Come si è giunti a questa situazione?

Tutte le principali banche centrali del mondo sono intervenute massicciamente durante la crisi finanziaria per contribuire a scongiurare un tracollo totale dell'economia. Il caso dell'Euro-sistema insegna molto, poiché si tratta di una "nazione di nazioni", che si è vista confrontata non solo con questioni finanziarie ed economiche di natura generale, ma anche con questioni di sovranità multiple. Nell'ottobre 2008, la BCE ha modificato le sue operazioni monetarie, passando dalle aste con quantità limitate di liquidità, al full allotment al tasso di riferimento. Con il full allotment, nelle operazioni di rifinanziamento il denaro della banca centrale non è razionato. Al contrario, le banche ricevono tutto il denaro che vogliono, a condizione che siano costituite in pegno sufficienti garanzie collaterali a copertura del rifinanziamento. Siccome questo non è bastato per calmare i mercati e alleviare le preoccupazioni circa la stabilità, nel luglio del 2012 Mario Draghi – presidente della BCE – ha dichiarato che la BCE avrebbe fatto tutto il necessario per preservare l'euro. E in settembre 2012 è stato infine lanciato il programma Operazioni monetarie definitive (Outright Monetary Transaction, OMT), che permette l'acquisto illimitato delle obbligazioni sovrane dei paesi, nell'ambito di un programma del Fondo europeo di stabilità finanziaria o del Meccanismo Europeo di stabilità. Finora non si è mai fatto ricorso all'OMT. Tuttavia, siccome la promessa dell'OMT apparentemente non bastava, nel settembre 2014 la BCE ha annunciato un programma di acquisto di obbligazioni garantite da attività e di obbligazioni bancarie garantite, specificando che ciò avrebbe aggiunto circa EUR 1'000 miliardi al bilancio dell'Eurosistema. Quest'ultimo è stato ampliato nel gennaio 2015 per includere i titoli di stato. In conseguenza di queste politiche, alla fine di luglio 2018 l'eccesso di liquidità nella zona euro era pari a circa EUR 1'860 miliardi.

Quali rischi rappresentano attualmente le banche centrali per l'economia?

I bilanci di praticamente tutte le banche centrali hanno raggiunto livelli senza precedenti. L'aumento del rischio, unito a questa espansione del bilancio, è una conseguenza del funzionamento dei sistemi dei collaterali messi a punto dalle banche centrali stesse e delle politiche monetarie non convenzionali da loro adottate.

Siccome il sistema dei collaterali delle banche centrali predilige le attività rischiose e illiquide, l'economia sta producendo tali attività a ritmo eccessivo. Più in generale, la politica dei collaterali nella zona euro compromette la disciplina del mercato. Ciò rende il sistema finanziario più fragile e comporta potenziali ulteriori interventi delle banche centrali e una loro ulteriore espansione. Il quantitative easing può essere visto anche in questa prospettiva. Non sappiamo con esattezza come reagiranno i mercati alla fine della spinta all'acquisto esercitata dall'Eurosistema, programmata per gennaio 2019.

Che cosa si può fare per tornare a una situazione in cui le banche centrali solo i pilastri della stabilità e non i fautori di nuovi rischi?

In generale, le politiche delle banche centrali dovrebbero essere meno accomodanti e fornire un margine d'azione più ampio per le forze di mercato e la disciplina. Tuttavia, nella zona euro la sovranità degli Stati membri può rendere questo obiettivo un'impresa molto difficile.




Prof. Rüdiger Fahlenbrach

Rüdiger Fahlenbrach è Professore associato di Finanza alla Scuola politecnica federale di Losanna e titolare di una Cattedra Senior dell'SFI. Ha conseguito un dottorato in Finanza alla Wharton School of Business. Prima di entrare a far parte dell'Università di Losanna nel 2009, è stato membro di facoltà presso la Ohio State University. I suoi interessi di ricerca comprendono la corporate governance e l'analisi delle cause e conseguenze della crisi finanziaria del 2007–09.

Corporate governance

Gli scarsi incentivi per i banchieri, prima della crisi, sono stati una delle cause fondamentali della crisi stessa?

Uno dei principali argomenti per spiegare il crollo del mercato azionario erano gli scarsi incentivi per i dirigenti bancari – incentivi che non erano in linea con la performance a lungo termine del loro istituto. La ricerca empirica fornisce risultati contrastanti in merito a questa questione chiave di corporate governance. In primo luogo, i dati relativi alle banche statunitensi mostrano che non esiste nessuna prova che le banche in cui gli interessi dei CEO corrispondevano maggiormente a quelli degli azionisti hanno realizzato rendimenti azionari più elevati durante la crisi. In realtà, alcuni dati indicano che le banche guidate da CEO con interessi meglio allineati a quelli dei loro azionisti hanno registrato rendimenti azionari peggiori e una minore redditività del capitale proprio. In secondo luogo, nonostante la vox populi tenda ad accusare le opzioni su azioni di essere responsabili dell'assunzione di rischi eccessivi, i risultati non inducono a pensare che una

maggiore sensibilità della remunerazione del CEO alla volatilità delle azioni abbia comportato rendimenti azionari peggiori durante la crisi creditizia. E infine, non è emersa alcuna prova che i rendimenti delle banche erano inferiori quando i CEO ricevevano bonus in contanti più elevati.

Quali sono i principali fattori che spiegano queste constatazioni?

La spiegazione generale derivante dall'analisi è che i CEO si sono focalizzati sugli interessi degli azionisti per prepararli gradualmente alla crisi, prendendo le decisioni che secondo loro il mercato azionario avrebbe accolto con favore. A posteriori, questi interventi sono costati cari sia alle banche sia ai CEO stessi, quando i risultati si sono rivelati scarsi. Esiti negativi che i CEO non avevano messo in conto, poiché dai dati non emerge nessun indizio che i CEO abbiano ridotto le loro azioni, o coperto le loro posizioni, in vista di scarsi risultati finanziari. Di conseguenza, i CEO delle banche hanno sofferto enormi perdite patrimoniali.


Prof. Jean-Charles Rochet

Jean-Charles Rochet è Professore di Scienze bancarie all'Università di Ginevra e titolare di una Cattedra Senior dell'SFI. Ha conseguito un dottorato in Econometria presso l'Università di Parigi. Prima di entrare a far parte dell'Università di Ginevra, ha insegnato alla Toulouse School of Economics e all'Università di Zurigo. I suoi interessi di ricerca vertono sulla regolamentazione delle banche e la stabilità finanziaria.

Conclusioni

L'industria finanziaria si è ripresa dalla crisi e le prospettive attualmente sono buone. È però da ingenui pensare che il settore finanziario sia immune da problemi. La questione non è sapere se ci sarà un'altra crisi finanziaria, ma sapere quando e dove si verificherà. Questo ha generato una notevole quantità di ricerche

accademiche e la facoltà dell'SFI sta fornendo risposte che potrebbero essere determinanti nella prossima crisi finanziaria, come ad esempio la sostenibilità del debito sovrano, la rivoluzione fintech e le riforme monetarie.



Dr. Stephanino Isele

Stephanino Isele è Head of Institutionals & Multinationals presso Zürcher Kantonalbank. Ha studiato economia presso l'Università di Zurigo e ha conseguito un dottorato in finanza e contabilità. Prima di entrare in Zürcher Kantonalbank ha lavorato presso J.P. Morgan e Morgan Stanley, più recentemente a Londra in qualità di Managing Director con una posizione dirigenziale globale nell'area Global Markets.

Un'intervista

al Dr. Stephanino Isele, membro del Consiglio direttivo di Zürcher Kantonalbank e membro del Consiglio di fondazione di SFI

In Svizzera, com'è monitorata la stabilità finanziaria a livello individuale e nazionale?

Nell'ambito del suo mandato legale, la Banca nazionale svizzera (BNS) redige ogni anno un rapporto sulla stabilità finanziaria in cui illustra le sue valutazioni riguardo alla stabilità del settore bancario svizzero. La BNS supervisiona anche le infrastrutture del mercato finanziario importanti per la stabilità del sistema finanziario svizzero. Inoltre, la BNS è tenuta a definire le banche di importanza sistemica e — dopo aver consultato la FINMA — a proporre al Consiglio federale una riserva di capitale anticiclica.

La supervisione del settore bancario e assicurativo svizzero spetta all'Autorità federale di vigilanza sui mercati finanziari (FINMA). Nello specifico, la FINMA è responsabile dell'esecuzione delle singole leggi che disciplinano il mercato finanziario, quali ad esempio la Legge sulle banche.

Che cosa è cambiato nell'ultimo decennio e che cosa occorre ancora fare?

Oggi, il sistema bancario detiene molto più capitale di dieci anni fa. Il capitale, oltre a una liquidità sufficiente, è l'elemento chiave nella prevenzione delle crisi. Sono inoltre stati compiuti importanti sforzi, coordinati a livello internazionale, riguardo alla problematica *too big to fail (TBTF)*, al fine di consentire a una banca di importanza sistemica di allontanarsi dal mercato in modo ordinato in caso di crisi. Questi comprendono l'accumulo di fondi destinati all'assorbimento delle perdite e l'implementazione di requisiti relativi ai piani di risanamento e risoluzione delle banche interessate. Il processo non è tuttavia ancora concluso.

Le autorità di regolamentazione hanno reagito alla crisi finanziaria con un'enorme quantità e dettaglio di nuove norme e altre misure. Tuttavia, non va dimenticato che una rete di monitoraggio tanto fitta non può prevenire una crisi. È impossibile riconoscere e gli sviluppi economici positivi auspicabili nel sistema finanziario. Ciò che occorre è il coraggio di focalizzarsi sull'essenziale.

Da un lato, gli stress test macro-prudenziali generano gravi conseguenze alle banche che non li superano, mentre dall'altro, tali test sembrano divergere da ciò che è finanziariamente ottimale per una banca (ad es. diversificazione del portafoglio). Le banche come gestiscono queste due limitazioni molto differenti?

Per loro natura, gli stress test macro-prudenziali non riflettono in modo adeguato gli effetti della diversificazione. Questi test servono a mettere in evidenza i punti deboli del modello operativo e della ripartizione del rischio. Per contro, la diversificazione dei flussi dei ricavi è una delle principali priorità strategiche di molti istituti finanziari, che non intendono doversi trattenere dallo svolgere un'attività ritenuta giusta in termini aziendali, soltanto perché l'effetto di diversificazione non si riflette con il peso desiderato nello stress test previsto dalla legge.

Il quadro normativo di Basilea III comprende diverse misure relative alle riserve di capitale. Le banche svizzere come gestiscono le loro riserve di capitale e le misure anticicliche di accantonamento?

La Svizzera è stata tra i pionieri nell'implementazione di requisiti patrimoniali più severi. Nel raffronto internazionale le banche svizzere presentano un'ottima capitalizzazione. I requisiti aggiuntivi dati dalle riserve anticicliche attivate nel 2013 da parte del Consiglio federale su proposta della BNS, che attualmente ammontano al 2% delle posizioni ponderate per il rischio relative ai finanziamenti immobiliari, sono gestibili per le banche. Se tuttavia le riserve anticicliche esercitano veramente un effetto frenante sull'offerta di credito è da valutare in base al contesto complessivo. Nell'attuale contesto caratterizzato da tassi d'interesse bassi con insufficienti opportunità di investimento sono soprattutto gli operatori non regolamentati o con una regolamentazione differente ad accedere al mercato immobiliare e a influenzare l'offerta di credito.

Le banche centrali quali BCE, BNS e Fed sono divenute i principali attori finanziari. Il modo in cui le banche commerciali reagiscono agli annunci delle banche centrali è cambiato negli ultimi dieci anni?

Fino allo scoppio della crisi finanziaria, gli operatori di mercato si sono focalizzati principalmente sul tasso guida. Gli operatori di mercato hanno spesso assistito a "inaspettati" rialzi o ribassi di questo tasso, con ripercussioni soprattutto sui tassi a breve termine e sulle operazioni valutarie. Durante la crisi finanziaria, grazie alla migliore comunicazione da parte delle banche centrali, gli operatori si sono ritrovati più preparati ai cambiamenti del tasso d'interesse. L'introduzione del quantitative easing (QE) ha fatto sì che gli operatori si focalizzassero di più sugli annunci relativi all'obiettivo e alla durata di tali importanti programmi di acquisto. Oggi, gli annunci di QE hanno un maggior effetto sorpresa rispetto alle oscillazioni dei tassi d'interesse, si riflettono sull'intera curva dei rendimenti e si ripercuotono notevolmente su altre asset class quali i mercati azionari.

Pertanto, gli operatori di mercato (e quindi anche le banche commerciali) analizzano attentamente gli annunci relativi a programmi di QE e cercano di anticiparne gli effetti al fine di trarne conclusioni in merito alla liquidità e ai movimenti dei prezzi.

Il Professor Hau ritiene che difficoltà in una sezione del mercato azionario possano propagarsi ad altre sezioni del mercato a seguito di vendite dettate dal panico e della detenzione di azioni ordinarie. Le banche sono esposte spesso a tali rischi?

Soltanto l'asset management di una banca può potenzialmente essere esposto a tali rischi.

Le banche come possono tutelare i loro investimenti dal rischio innescato da vendite dettate dal panico?

Per mitigare il rischio di vendite dettate dal panico è fondamentale disporre di una gestione proattiva del rischio di liquidità. Calcoliamo un cosiddetto "Liquidity mismatch index (LMI)" per ogni fondo d'investimento su base giornaliera. Tale indice comprende variabili di mercato (quali lo spread TED), la liquidità degli attivi e di finanziamento in condizioni normali e di stress. Gating, swing pricing, commissione di rimborso e periodi di rimborso sono parametri per incrementare la liquidità di finanziamento di un fondo. Riserve di liquidità, investimenti in ETF o future finanziari, riscatto da prestito titoli e linee di credito presso la banca depositaria sono tutti parametri

utilizzabili per innalzare la liquidità di un fondo. Infine, la sospensione dei rimborsi e la liquidazione dell'intero fondo sono altre misure drastiche per scongiurare le vendite dettate dal panico (che, a causa della diluizione che generano, non sono nell'interesse degli investitori in fondi) e quindi mitigare il contagio ad altre classi di attivi.

Come può la ricerca accademica come quella presentata in questa pubblicazione influenzare il modo in cui gli operatori svizzeri gestiscono la loro attività?

La finanza in quanto disciplina accademica è di per sé una scienza applicata. Una discussione continua e lo scambio di idee — come avviene nell'ambito di questo SFI Practitioner Roundup — sono elementi chiave del successo. Gli accademici apprendono dagli operatori i problemi rilevanti sui cui orientare la ricerca. Gli operatori a loro volta beneficiano della capacità degli accademici di immergersi profondamente in una tematica e di avvalersi di metodi all'avanguardia. Inoltre, il mondo accademico costituisce la base per una formazione di alto livello che è e continuerà a essere la principale forza del mercato finanziario svizzero.

A volte la ricerca accademica fornisce studi che differiscono notevolmente da ciò che le autorità di regolamentazione impongono agli istituti finanziari. Come agiscono in questi casi gli istituti finanziari e come valuta lei il valore della ricerca accademica?

La regolamentazione può essere paragonata alle imposte: ne riconosci la necessità, non la ami veramente, e i suoi vantaggi dipendono dalla sua strutturazione e progettazione. Tutti noi sappiamo che la regolamentazione non sempre soddisfa i requisiti del principio di una buona progettazione. Molto spesso, i tratti fondamentali si perdono in una miriade di dettagli, che generano una mentalità poco flessibile. La ricerca accademica come i documenti presentati in questo SFI Practitioner Roundup aiutano a individuare i punti chiave. Dovremmo focalizzarci su questi punti chiave quando stiliamo nuove regolamentazioni e definiamo il modo in cui rispettarle. I mercati finanziari traggono vantaggio da una discussione concisa tra i vari organismi di regolamentazione e le entità regolamentate sulla base di ricerche accademiche.

Swiss Finance Institute

Lo Swiss Finance Institute (SFI) è il centro nazionale per la ricerca di base, lo dottorato, lo scambio di conoscenze e la formazione continua in ambito bancario e finanziario. La missione dello SFI è far crescere il capitale di conoscenze per la piazza finanziaria svizzera. Creato nel 2006 come partenariato pubblico-privato, lo SFI è un'iniziativa congiunta che riunisce gli operatori finanziari svizzeri, sei università svizzere di punta, e la Confederazione.

Contact

Dr. Cyril Pasche
Director Knowledge Exchange and Continuing Education,
Editore della parte accademica
+41 22 379 88 25
cyril.pasche@sfi.ch

swiss:finance:institute

Walchestr. 9, CH-8006 Zurich, T +41 44 254 30 80
c/o University of Geneva, 42, Bd du Pont d'Arve, CH-1211 Geneva 4, T +41 22 379 84 71
www.sfi.ch

