

Swiss Finance Institute Practitioner Roundups



Analisi accademiche e pratiche
su temi finanziari

Editoriale



La risorsa più preziosa di qualsiasi settore sono le competenze della propria forza lavoro: il suo capitale di conoscenza. Affinché la Svizzera mantenga la propria posizione come piazza finanziaria leader, questo capitale deve continuare a crescere in tutto il mercato finanziario. Lo Swiss Finance Institute (SFI) apporta un importante contributo in quest'ambito fornendo idee orientate al futuro e favorendo lo scambio di conoscenze e il dialogo tra ricercatori e operatori.

Con il sostegno della Confederazione elvetica e del settore bancario svizzero, l'SFI svolge un importante ruolo di ponte per l'industria finanziaria svizzera, collegandola al mondo accademico della finanza e si colloca tra i dieci migliori centri di ricerca finanziaria a livello mondiale. La nostra facoltà comprende attualmente oltre 50 rinomati professori SFI dislocati nelle tre regioni linguistiche della Svizzera e operanti presso le nostre sei università partner: il Politecnico federale di Losanna, il Politecnico federale di Zurigo, l'Università della Svizzera italiana, l'Università di Ginevra, l'Università di Losanna e l'Università di Zurigo.

Diffondendo conoscenze, l'SFI mette in evidenza il valore della ricerca fondamentale e alimenta l'innovazione e le competenze. I nostri eventi, seminari, pubblicazioni e programmi di formazione continua promuovono le competenze di tutti i membri del mercato finanziario. I Practitioner Roundups dell'SFI affrontano temi finanziari di attualità, fornendo i più recenti risultati delle ricerche dei professori dell'SFI, nonché analisi pratiche effettuate da operatori esperti in modo conciso e mirato. Vi invitiamo a leggere la rivista e a unirvi a noi nello scambio delle conoscenze e delle competenze che manterranno la Svizzera ai vertici negli ambiti bancario e finanziario.

Vi auguriamo una piacevole lettura.

A handwritten signature in blue ink, consisting of a stylized 'F' followed by a cursive 'D' and a horizontal line underneath.

Prof. François Degeorge
Managing Director

Rimanere informati



Abbonatevi gratuitamente ai *Practitioner Roundups dell'SFI*.

Basta scrivere un'e-mail con il vostro indirizzo a:

knowledge@sfi.ch.



Leggete i precedenti numeri del *Practitioner Roundup dell'SFI* online: www.sfi.ch/roundups.

Seguiteci!



www.twitter.com/sfi_ch



www.facebook.com/swissfinanceinstitutesfi



<https://www.linkedin.com/company/sfi-swiss-finance-institute>

Contenuto

- 6** Gli ETF aumentano la volatilità del mercato azionario?
- 10** Mercati finanziari: l'ottimismo paga sempre?
- 14** Prezzi discriminatori dei derivati over-the-counter
- 18** Gli alti salari della finanza danneggiano il resto dell'economia?
- 22** Efficacia delle riforme di Basilea 3
- 26** Premi per il rischio nel contesto del portafoglio

Gli ETF aumentano la volatilità del mercato azionario?

Gli exchange-traded fund (ETF) sono divenuti sempre più popolari, ma potrebbe il loro successo avere conseguenze indesiderate per i titoli sottostanti nei loro panieri?



Gli ETF aumentano la volatilità del mercato azionario?

Gli ETF hanno riscosso un successo sempre maggiore negli ultimi due decenni. La quota della capitalizzazione di mercato dell'S&P 500 posseduta dagli ETF (c.d. ownership) è salita dallo 0.1% del 2000 al 7.1% nel 2015: l'ammontare di masse in gestione degli ETF è attualmente pari a oltre due volte quello gestito dei fondi comuni indicizzati. La crescente popolarità degli ETF rispetto ai tradizionali fondi indicizzati è in gran parte ascrivibile al maggiore accesso che forniscono alla liquidità e alla diversificazione. Ci si potrebbe tuttavia chiedere se la facilità di negoziazione all'origine del loro successo possa avere conseguenze indesiderate per i titoli sottostanti nei loro panieri. Il SFI Prof. Francesco Franzoni, ed i co-autori Itzhak Ben-David, Ohio State University, e Rabih Moussawi, Villanova University, contribuiscono alla letteratura con lo studio di prossima pubblicazione nel *Journal of Finance*. I loro risultati mostrano che gli aumenti nell'ownership degli ETF accrescono la volatilità non fondamentale dei titoli, poiché gli shock di liquidità si propagano tramite il canale dell'arbitraggio.

Cosa sono gli ETF?

Gli ETF sono società d'investimento il cui obiettivo è replicare la performance di un indice, analogamente ai fondi comuni indicizzati, ma a differenza di questi ultimi sono quotati in borsa e negoziati durante l'intera giornata. Gli ETF sono simili ai futures in quanto replicano un indice, ma a differenza dei futures non prevedono il rinnovo del contratto in scadenza. Nel complesso gli ETF offrono agli investitori con orizzonti di investimento incerti una soluzione liquida e a costi contenuti per replicare un indice.

Come vengono creati gli ETF?

Gli ETF sono negoziati nel mercato secondario da investitori retail e istituzionali. Tuttavia, a differenza dei fondi chiusi, nuove azioni possono essere create o riscattate da specifici investitori istituzionali chiamati "partecipanti autorizzati" e tali transazioni costituiscono il mercato primario degli ETF. Possono presentarsi opportunità di arbitraggio quando il prezzo delle azioni degli ETF, determinato dalla domanda e dall'offerta nel mercato secondario, diverge dal valore dei titoli sottostanti. Ad esempio, qualora un ETF quoti a premio rispetto ai titoli sottostanti, i partecipanti autorizzati hanno un incentivo ad acquistare i sottostanti e creare nuove azioni dell'ETF per venderle poi nel mercato secondario.

Qual è l'impatto degli ETF sul mercato?

I dati empirici, che coprono gli ETF quotati sulle borse USA tra il 2000 e 2015, mostrano che poiché gli investitori spinti dall'arbitraggio acquistano e vendono ETF e contemporaneamente vendono e acquistano le azioni sottostanti, gli shock di domanda e di offerta si trasferiscono dagli ETF ai sottostanti e la volatilità aumenta. Stando ad alcuni operatori del settore, il 50% del volume dell'ETF sull'S&P 500 è legato all'arbitraggio. I risultati delle ricerche mostrano come un aumento di una deviazione standard nell'ownership degli ETF determini un rialzo della volatilità delle azioni dell'S&P 500 fino al 16%. Ulteriori stime mostrano come tali aumenti della volatilità azionaria siano difficilmente imputabili al miglioramento nella price discovery dovuto agli ETF.

Quali sono le implicazioni della maggiore volatilità azionaria dovuta agli ETF?

L'aumento della volatilità azionaria dovuto agli ETF è in parte non diversificabile e pertanto rappresenta, specie per gli investitori con un orizzonte di trading breve, una forma di rischio sistematico. I dati supportano il fatto che l'ownership degli ETF possa meritare un premio per il rischio; stime empiriche suggeriscono che i portafogli di azioni caratterizzate da un'alta ownership evidenziano alfa positivi di circa 50 pb.

A cosa dovrebbero prestare attenzione gli investitori?

Gli eventi recenti hanno mostrato che l'andamento degli ETP, di cui gli ETF sono un sottoinsieme, non sempre corrisponde alle aspettative degli investitori. Ad esempio, il tracollo della ETN "XIV", che forniva l'inverso del rendimento del VIX, mostra come alcuni di questi strumenti comportino rischi elevati e possano causare perdite estreme.

In conclusione, gli ETF hanno apportato un'auspicata diversificazione ai portafogli degli investitori a costi ridotti e sono nel complesso una gradita innovazione nei mercati finanziari. Al pari di tutte le forme di innovazione finanziaria, tuttavia, possono presentare conseguenze indesiderate. Tanto gli investitori quanto le autorità dovrebbero prestare particolare attenzione ai rischi legati a tali strumenti finanziari per evitare che questi ultimi diventino tossici.



Prof. Francesco Franzoni

Francesco Franzoni è Professore di Finanza dello Swiss Finance Institute presso l'Università della Svizzera italiana. Ha un dottorato in Economia del MIT e dirige l'Istituto di Finanza dell'USI. La sua ricerca si concentra sugli investitori istituzionali come gli hedge fund e gli ETF e sul loro effetto sui prezzi delle attività.

La presente analisi è tratta dall'articolo accademico firmato dal Prof. Itzhak Ben-David, dal Prof. Francesco Franzoni e dal Prof. Rabih Moussawi.

L'articolo completo è disponibile sul sito:
<https://bit.ly/2HcixI1>





ETF: l'importanza dell'educazione finanziaria

Gli exchange-traded fund (ETF) sono stati probabilmente la maggiore storia di successo degli ultimi 25 anni nell'industria del risparmio gestito. Con oltre 3'000 miliardi di USD in gestione, sono uno dei segmenti in più rapida espansione di questo settore, con prospettive di una crescita futura sostenuta. Come tutte le storie di successo, gli ETF attraggono sia grande entusiasmo che aspre critiche. Il loro principale punto di forza è l'accesso al mercato a bassi costi. Gli ETF hanno reso possibile l'investimento in un'ampia gamma di asset class, dalle semplici azioni e obbligazioni a investimenti meno tradizionali quali i metalli preziosi, i mercati emergenti, la volatilità o gli asset alternativi. Sono disponibili a prezzi analoghi a quelli dei fondi indicizzati e sono quotati in borsa: presentano quindi costi di gestione e distribuzione inferiori a quelli dei fondi comuni.

Critiche: vecchie e nuove

Le critiche si sono focalizzate sull'adeguatezza per i clienti retail, sulla loro complessità e sui costi di transazione. Gli ETF coprono talvolta asset esotici che sono poco noti agli investitori retail. Alcuni ETF ("ETF sintetici") forniscono esposizione tramite swap o notes, che comportano strutture di portafoglio e rischi di controparte. Gli ETF che offrono esposizione a rendimenti a leva o inversi o alla volatilità sono particolarmente complessi. L'investimento in ETF comporta commissioni di negoziazione, bid-ask spread e talvolta divari significativi tra la quotazione e il NAV, specie nel caso in cui gli asset sottostanti siano meno liquidi. Lo studio del SFI Prof. Franzoni et al. aggiunge un ulteriore punto critico in merito agli ETF, ossia l'aumento della volatilità dei titoli sottostanti dovuto all'attività di trading degli arbitraggisti in ETF. Questo effetto è poco noto persino agli investitori professionali e desta alcuni interrogativi in merito al possibile uso effettivo di questi strumenti.

L'impiego strategico e tattico degli ETF

Vi sono due modalità con cui gli investitori professionali possono utilizzare gli ETF: tattica e strategica. Esempi di utilizzo tattico degli ETF possono essere l'investimento di liquidità in eccesso per rimanere pienamente investiti o l'impiego di questi strumenti in reazione ad andamenti di breve termine del mercato. Per chi effettua questi investimenti, l'aumento della volatilità causato dagli ETF è sicuramente importante, alla luce dell'orizzonte di breve periodo di questi investitori. È possibile che con un orizzonte a breve termine la maggiore volatilità indotta dall'inclusione degli ETF influenzi il risultato di una data strategia. In teoria questo effetto dovrebbe avere un'incidenza minore sugli utilizzatori strategici di ETF, con un orizzonte di lungo periodo, in quanto dovrebbe esservi più tempo per una price discovery fondamentale relativa ai titoli sottostanti. In realtà, tuttavia, persino l'utilizzo strategico degli ETF comporta sfide e opportunità.

Si prenda l'esempio di un'applicazione strategica: un prodotto smart beta utilizzato per sostituire un fondo a gestione attiva al fine di assumere un'esposizione a uno specifico premio per il rischio di un fattore (ad es. mid-cap value). La sfida: la proliferazione degli indici e delle strategie smart beta potrebbe generare un effetto di "posizione affollata" su singoli titoli, in quanto la maggior parte dei prodotti tende a seguire regole simili per generare esposizioni fattoriali. Queste "posizioni affollate", a loro volta, amplificherebbero gli effetti di volatilità studiati dal SFI Prof. Franzoni et al., causando un'attuazione meno efficiente della strategia fattoriale stessa. Con riferimento alle opportunità, l'effetto di inclusione degli ETF genera un "premio per il rischio ETF" con uno specifico alfa ad esso associato. Ciò consente agli investitori di cogliere fonti di alfa

aggiuntive sia investendo nei titoli maggiormente interessati dall'effetto di inclusione, oppure, al contrario, investendo nei titoli non inclusi nelle posizioni ETF affollate, che offrono quindi un profilo di rendimento più stabile nel tempo.

In sintesi, lo studio del SFI Prof. Franzoni et al. contribuisce al dibattito sulla possibilità che la proliferazione di strumenti (quasi-)passivi produca maggiori inefficienze nel mercato. Lo studio evidenzia altresì l'importanza dell'educazione finanziaria in merito agli ETF date le loro complessità specifiche e non sempre comprese. E ciò non vale solo per gli investitori retail: sebbene vengano dedicate significative risorse professionali all'analisi e alle ricerche sui gestori attivi, gli acquirenti di fondi e i consulenti d'investimento dedicano molto meno tempo e risorse all'analisi di strumenti passivi o basati su regole come gli ETF. Anche qui, quindi, vale il vecchio motto *caveat emptor* (stia in guardia il compratore).



Giordano Lombardo

Giordano Lombardo è Presidente di Rationis Srl. In passato è stato CEO e Group CIO di Pioneer Investments, ex responsabile dell'Asset Management di Unicredit ed ex Presidente di Assogestioni, l'associazione italiana del risparmio gestito. Ha una formazione di economista con 30 anni di esperienza nel settore dell'asset management e ha iniziato la sua carriera come analista e gestore di portafogli.



Mercati finanziari: l'ottimismo paga sempre?

L'ottimismo può essere un atteggiamento utile in molte situazioni nella vita, ma qual è il suo impatto in borsa?



L'ottimismo paga?

Il SFI Prof. Paul Schneider affronta questa domanda. L'ottimismo può essere di aiuto quando si vuole ottenere un posto di lavoro o una promozione, ma qual è il suo impatto in borsa? Schneider collega prospettive soggettive come l'ottimismo e il pessimismo con le quotazioni e le strategie di trading nel mercato delle opzioni. Rileva che i pessimisti sono di gran lunga gli operatori di maggior successo, mentre gli ottimisti sono la loro sfortunata controparte. Cosa forse sorprendente, il successo del pessimista deriva dal suo ruolo di venditore di un'assicurazione.

Per giungere alle sue conclusioni, Schneider sviluppa uno modello in cui considera come input i bid-ask spread delle opzioni più liquide sull'S&P 500 e analizza come diverse opinioni soggettive implicino diverse preferenze per il rischio e, di conseguenza, diverse strategie di investimento. Nel suo modello, il mercato delle opzioni è popolato da ottimisti, pessimisti e pragmatici. L'ottimista crede nell'eccezionale potenziale al rialzo del mercato, mentre il pessimista ritiene che un disastro sia molto probabile; il pragmatico crede che il mercato non quoti un dato insieme di prezzi di esercizio delle opzioni per caso e lo considera quindi il più informativo.

Il sorprendente impatto dell'ottimismo sui mercati degli swap e delle assicurazioni

Schneider sviluppa quindi un modello di equilibrio di un mercato in cui le tre tipologie di operatori negoziano portafogli di opzioni tra loro. Individua le regole di trading che ciascun tipo di operatore sceglierebbe in condizioni di non arbitraggio e di equilibrio del mercato (c.d. market clearing). La presenza di diverse opinioni nel mercato è essenziale affinché le contrattazioni abbiano luogo. Con posizioni sia in forward che in variance swap

sull'S&P 500 replicati da portafogli di opzioni, i singoli operatori sceglieranno le strategie di trading che ritengono ottimali a seconda delle loro preferenze soggettive: ottimistiche, pessimistiche o pragmatiche. Il modello di Schneider produce quindi un'istantanea del mercato reale delle opzioni sull'S&P 500, unitamente a posizioni di portafoglio che gli ottimisti, i pragmatici e i pessimisti sceglierebbero.

Seguendo l'evoluzione nel tempo dei profitti implicati dal modello di questi portafogli dal 1990 al 2016, Schneider rileva che le tre tipologie di operatori utilizzano una varietà sorprendentemente ridotta di strategie. Con poche eccezioni, i pessimisti vanno short sia sull'S&P 500 stesso che sui variance swap, mentre gli ottimisti fanno da controparte a queste posizioni. I pragmatici si innestano nei trading gap in chiave opportunistica. Questa allocazione di equilibrio nella varianza è piuttosto sorprendente: l'interpretazione generalmente accettata del premio di varianza negativo nel mercato dell'S&P 500 è quella di un premio assicurativo in caso di crollo del mercato.

Pessimismo non è sinonimo di avversione al rischio

Per valutare adeguatamente il contesto di queste allocazioni di trading inattese, occorre sfatare la nozione secondo cui i pessimisti sono necessariamente più avversi al rischio degli ottimisti. Analogamente, gli ottimisti non sono necessariamente più propensi al rischio. È facile trovare analogie. I pessimisti possono mettere in valigia costumi da bagno e teli da spiaggia pur aspettandosi cattivo tempo. Al contrario, gli ottimisti decidono di lasciarli a casa, semplicemente perché non vogliono portare il peso supplementare, nonostante si

aspettino chiaramente una giornata di sole. L'avversione al downside risk è il tratto del processo decisionale umano più evidente e maggiormente osservato, ma vi è un'ampia variazione nella sua intensità che non è necessariamente connessa alle aspettative.

Potrebbe esserci un'altra spiegazione?

I risultati di Schneider rimangono validi anche quando modifica il suo modello in vari modi. I costi di transazione (o la loro assenza), il potere di mercato, i noise trader o la capacità di conoscere le distribuzioni sottostanti col passare del tempo tramite analisi statistica: nessuno di questi elementi cambia il risultato. Il pessimista rimane l'operatore di maggiore successo, mentre l'ottimista paga per tale successo.

Il pensiero positivo, chiaramente, non paga sempre. Nel mercato delle opzioni sembra che l'ottimismo, di per sé, sia piuttosto sfavorevole.



Prof. Paul Schneider

Paul Schneider è Professore associato di Finanza dello Swiss Finance Institute presso l'Università della Svizzera italiana. Ha conseguito il suo dottorato in Finanza alla Vienna University of Economics and Business. Le sue aree di ricerca principali sono l'asset pricing e la finanza empirica.

La presente analisi è tratta dall'articolo accademico firmato dal Prof. Paul Schneider.

L'articolo completo è disponibile sul sito:
<https://bit.ly/2JgOmww>





Chi vuol essere ottimista e come trarne beneficio

In finanza, l'assunzione di rischi è associata alla riscossione di un premio per compensare gli investitori dell'esposizione all'incertezza, distribuendo il reddito futuro. I fattori di rischio più noti e scambiati in finanza sono i rischi azionari (premi azionari) e quelli dei titoli di Stato (premi a termine). In entrambi questi mercati (azioni e obbligazioni), gli investitori avranno un beneficio se i mercati non si muovono. In tal caso, gli investitori riceveranno un dividendo azionario o l'interesse di una cedola obbligazionaria. In entrambi i mercati, inoltre, gli investitori riscuoteranno un premio di rischio per apprezzamento mano a mano che scompare l'incertezza sul cash flow futuro (ad esempio, un titolo di Stato si muove verso il suo valore nominale pari a 100). Riscuotere utili nel tempo è la definizione più generale di una strategia di carry positivo, ed è la mia definizione di ottimista. Gli ottimisti hanno fiducia nel fatto che l'assunzione di rischi verrà adeguatamente compensata; presumono infatti che i cash flow futuri saranno sufficientemente scontati rispetto al tasso d'interesse a rischio nullo, cosicché beneficino mano a mano che l'incertezza è risolta, avvicinandosi al cash flow "certo" finale.

Il trionfo dell'ottimismo?

Dimson, Marsh e Staunton¹ hanno analizzato un secolo di performance d'investimento e concluso che l'ottimismo ha trionfato nel comparto azionario (premio azionario rispetto alle obbligazioni) e in quello obbligazionario (premio a termine rispetto alla liquidità). Jorda et al. (2017)² e altri studiosi hanno ottenuto risultati analoghi. In breve, la loro analisi indica che l'esposizione al rischio azionario e obbligazionario è stata molto vantaggiosa per gli investitori: il loro ottimismo è stato ripagato dato

che i cash flow futuri sono stati sufficientemente scontati rispetto al tasso d'interesse a rischio nullo. Mi riferirò a questo investitore come all'ottimista a premio.

Il SFI Prof. Schneider si concentra sull'ottimismo analizzando il mercato delle opzioni. L'autore definisce ottimisti, pessimisti e pragmatici, e attraverso un modello di equilibrio unico ricava il comportamento di posizionamento dei tre. Lasciando da parte i pragmatici, i risultati indicano che i pessimisti vendono a termine variance swap su azioni e volatilità agli ottimisti. Come illustra l'autore, questa è però una strategia in perdita per l'ottimista, e molto redditizia per il pessimista. Tutto ciò contraddice i risultati di Dimson, Marsh e Staunton? Non credo, e non dovrebbe indurci a concludere che i pessimisti conseguano risultati migliori.

Qual è la posizione di portafoglio dell'ottimista dei derivati? Egli finisce con una posizione lunga su un forward e una posizione lunga su un variance swap. Ciò equivale tuttavia ad avere una posizione attiva lunga in un'opzione call. Acquistando una call, si assume di fatto una posizione lunga sul sottostante corretta per il delta (lunga nel forward) e una posizione lunga sulla volatilità. Tuttavia, in termini di premio si tratta di un carry trade negativo (perdita di denaro con il passare del tempo). Un elemento è il carry negativo relativo al forward se i tassi d'interesse sono positivi, con risultati tuttavia trascurabili nell'arco di un mese. Il maggior carry negativo deriva dalla posizione lunga sulla volatilità (lungo rischio gamma): con il passar del tempo una call perderà dunque valore. L'ottimista dei derivati guadagnerà solo se il mercato va oltre quanto è implicito nel prezzo call o variance swap. Se il mercato subisce movimenti più contenuti, il premio pagato per la call risulta sovrapprezzo. Quindi l'ottimista dei derivati perde se la volatilità implicita dell'opzione call è superiore alla

¹ E. Dimson, P. Marsh e M. Staunton (2002), "Triumph of the Optimists", Princeton University Press.

² O. Jorda, K. Knoll, D. Kuvshinov, M. Schularick e A. Taylor (2017), "The Rate of Return on Everything, 1870-2015", working paper NBER.

volatilità realizzata (il premio di volatilità è negativo, abbiamo molti dati storici al riguardo³). La perdita per l'ottimista dei derivati è dunque dovuta al fatto che si tratta di un ottimista assicurato, e che l'assicurazione è sovrapprezzo.

Importanza per i professionisti

I notevoli risultati del SFI Prof. Schneider indicano che il mercato delle opzioni è molto efficiente e che il meccanismo di determinazione del prezzo è controllato più dal venditore che dal compratore: un ottimista dei derivati sarà il price taker, mentre la borsa (che scopriamo essere il pessimista) sarà il price maker. Il suo modello di equilibrio conferma, da una nuova angolazione, che la volatilità presenta un premio per il rischio negativo.

³ J. Jackwerth e M. Rubinstein (1996), "Recovering Probability Distributions from Option Prices", Journal of Finance.



Dr. Michael Markovich

Michael Markovich è un Managing Director di Credit Suisse nella divisione International Wealth Management a Zurigo. Attualmente è Head of Quantitative/Timing & Sentiment Analysis nella divisione Investment Strategy. Ha conseguito un MSc e un dottorato in finanza ed economia all'Università di Vienna



Prezzi discriminatori dei derivati over-the-counter

Nel 2009 i governi del G20 hanno deciso che per migliorare la liquidità del mercato e ridurre l'instabilità finanziaria, tutti i contratti derivati over-the-counter (OTC) avrebbero dovuto essere compensati centralmente e negoziati su piattaforme elettroniche. Questa riforma ha incluso anche il più grande mercato finanziario: il mercato valutario mondiale. La negoziazione accentrata dei derivati OTC stabilizza l'economia reale?



Prezzi discriminatori dei derivati over-the-counter

Nel 2009 i governi del G20 hanno deciso che per migliorare la liquidità del mercato e ridurre l'instabilità finanziaria, tutti i contratti derivati over-the-counter (OTC) avrebbero dovuto essere compensati centralmente e negoziati su piattaforme elettroniche. Questa riforma ha incluso anche il più grande mercato finanziario: il mercato valutario mondiale. Nell'aprile del 2016 le contrattazioni giornaliere in cambi OTC a livello globale erano pari a 5100 miliardi di dollari USA.¹ A titolo di confronto, il volume di negoziazioni giornaliero della borsa di New York era pari a 42 miliardi di dollari nello stesso periodo.²

Il SFI Prof. Harald Hau, insieme a Dr. Peter Hoffmann e Sam Langfield, Banca centrale europea, e Yannick Timmer, Trinity College di Dublino, hanno fatto luce sui meccanismi di pricing in atto nel mercato dei derivati su valute nel loro studio "*Discriminatory Pricing of Over-the-Counter Derivatives*" (Pricing discriminatorio dei derivati over-the-counter). La loro ricerca mostra come le piattaforme di trading elettroniche multi-dealer request-for-quote (RFQ) cambieranno la fisionomia del mercato valutario OTC, favoriranno le PMI e miglioreranno la stabilità del mercato nel suo complesso.

Come funziona attualmente il mercato valutario OTC?

Nell'attuale mercato valutario OTC non vi è alcun obbligo per le banche dealer di comunicare al pubblico le quotazioni e i prezzi delle transazioni. Ciò consente a tali banche di offrire servizi finanziari identici a prezzi diversi a clienti differenti. Per comprendere come funziona questo mercato opaco e come vengono fissati i prezzi, i ricercatori hanno utilizzato dati che coprono più di mezzo milione di operazioni eseguite tra il 2016 e il 2017 nella coppia di valute EUR/USD. In primo luogo, hanno

rilevato che alla maggior parte dei clienti non finanziari più sofisticati (25%) vengono addebitati spread di 2,5 pip o meno, rispetto al mid-price del mercato, mentre ai clienti non finanziari meno sofisticati (25%) vengono addebitati spread di 30 pip o più. In secondo luogo, le banche dealer sfruttano la generale mancanza di trasparenza nel mercato ottenendo rendite informative. In terzo luogo, vi sono relazioni cliente-dealer in gioco. I clienti non finanziari pagano spread più elevati quando negoziano con le rispettive banche dealer e i clienti non finanziari che sono importanti per le banche dealer ricevono sconti. Infine, nonostante l'assenza di una compensazione accentrata nel mercato dei derivati su valute, il rischio di credito non è valutato.

Qual è il futuro del mercato dei cambi OTC?

La tecnologia necessaria per conseguire gli obiettivi dei governi del G20 è disponibile sotto forma di piattaforme RFQ. Su tali piattaforme, i clienti non finanziari immettono le loro richieste e le banche dealer competono tra loro per fornire il prezzo migliore. I dati utilizzati per lo studio rivelano che l'impiego delle piattaforme RFQ non è ancora molto diffuso, in quanto solo il 12% di tutti i clienti utilizza piattaforme RFQ, ma che tale tecnologia consente ai clienti non finanziari meno sofisticati di beneficiare delle stesse condizioni finanziarie di quelli più sofisticati. In primo luogo, lo spread discriminatorio aggiuntivo per i clienti non finanziari meno sofisticati si riduce quasi a zero nelle piattaforme RFQ. Questo risultato è osservato nonostante il fatto che le banche dealer restino a conoscenza dell'identità dei loro clienti non finanziari. In secondo luogo, le negoziazioni sulle piattaforme RFQ multi-dealer consentono ai clienti non finanziari di ridurre il potere di mercato delle banche dealer nei casi di adeguamenti asimmetrici delle quotazioni valutarie ed eliminano il pricing discriminatorio.

¹ Bank for International Settlements (2016) "Triennial Central Bank Survey—Foreign exchange turnover".

² <https://bit.ly/2Lx1VZ>

Quali sono le conseguenze generali per i clienti non finanziari?

Negli anni scorsi le piattaforme RFQ per operazioni in cambi OTC si sono diffuse sempre di più. Questo trend riduce i costi di ricerca e le frizioni dovute all'opacità, dà luogo a una competizione sui prezzi e consente alle imprese, essenzialmente PMI, di trovare prodotti finanziari su misura. Tali piattaforme consentono ai clienti non finanziari di coprire meglio il loro cash flow relativo ad attività internazionali e a un costo finanziario più basso. Nel complesso, le negoziazioni sulle piattaforme RFQ forniscono una migliore qualità di esecuzione per queste imprese. Ciò accresce notevolmente l'attrattiva della copertura del rischio di cambio e contribuisce a una riduzione del rischio finanziario nell'economia reale.



Prof. Harald Hau

Harald Hau è un Professore di Finanza dello Swiss Finance Institute presso l'Università di Ginevra. È altresì titolare di un dottorato in Finanza dell'Università di Princeton. Prima di entrare a far parte dell'Università di Ginevra è stato membro dell'ESSEC e dell'INSEAD. I suoi interessi riguardano le aree della finanza internazionale e della stabilità finanziaria.

La presente analisi è tratta dall'articolo accademico firmato dal Prof. Harald Hau, dal Dr. Peter Hoffmann, dal Sam Langfield, e dal Yannick Timmer.

L'articolo completo è disponibile sul sito:
<http://bit.ly/2GQvyU8>





Le piattaforme RFQ multi-dealer eliminano il pricing discriminatorio

Lo studio "*Pricing discriminatorio dei derivati over-the-counter a cura*" del SFI Prof. Harald Hau, del Dr. Peter Hoffmann, del Sam Langfield, e del Yannick Timmer. conferma la visione di Thomson Reuters secondo cui la negoziazione di valute su una piattaforma multibank è la soluzione ottimale di esecuzione degli ordini per tutte le tipologie di clienti, indipendentemente dal loro livello di sofisticatezza, in quanto la competizione sui prezzi tra fornitori elimina efficacemente il pricing discriminatorio.

Thomson Reuters è stata un partner essenziale per il mercato valutario durante tutta la sua evoluzione. Tale evoluzione va dalle contrattazioni telefoniche tramite piattaforme single-bank, alle piattaforme RFQ, e adesso integra l'utilizzo di modalità di esecuzione più sofisticate. Il filo conduttore di questa cronologia è che ogni sviluppo ha reso sempre più semplice per l'utente finale negoziare in un contesto di concorrenza e ottenere prezzi migliori. Le contrattazioni su piattaforme RFQ hanno registrato una crescita eccezionale, in quanto la comunità degli operatori valutari diventa via via più consapevole dei vantaggi di negoziare con tutti i propri fornitori esistenti in modo strutturato e coerente.

In aggiunta ai vantaggi in termini di pricing competitivo del trading su una piattaforma multibank dimostrati nello studio del SFI Prof. Harald Hau et al., i clienti che operano su una piattaforma RFQ ottengono anche notevoli efficienze in numerose aree del flusso di esecuzione. Funzioni essenziali come il reporting

regolamentare, l'analisi dei costi di transazione e il trattamento interamente automatizzato possono essere tutte fornite da un singolo operatore insieme a una piattaforma di trading. Questo legame tra il flusso pre-trade e quello post-trade riduce il numero di soggetti con cui si deve operare e ridimensiona il rischio. Ciò migliora l'efficienza e accresce la produttività. Alcune piattaforme RFQ offrono persino un'esecuzione integrata per molteplici prodotti su pool di liquidità regolamentati e non regolamentati, consentendo agli utenti di conformarsi agevolmente alla nuova legislazione sui derivati (come FinfraG, MiFID II e Dodd-Frank). Le funzioni complesse di gestione degli ordini, come la compensazione e le allocazioni delle transazioni possono essere automatizzate, permettendo ai trader di focalizzarsi su attività a più alto valore aggiunto.

I trader dovrebbero ricercare piattaforme RFQ che offrono trasparenza sulle loro procedure operative, in modo da poter comprendere appieno il processo di formazione delle transazioni. Le piattaforme RFQ indipendenti, neutrali e non soggette a conflitti d'interessi, offrono vantaggi aggiuntivi per i trader. Il fatto di non assumere posizioni, di non fare market making o di non avere preferenze riguardo alla direzione dei movimenti valutari, fa sì che su queste piattaforme i trader possano eseguire le operazioni con fiducia, sapendo che le informazioni sulle loro transazioni non saranno utilizzate in alcun modo contro i loro interessi.

Uno dei pochi ostacoli rimanenti che osserviamo nella decisione dei clienti di adottare una piattaforma RFQ è l'apprensione circa la possibilità che la loro relazione con la banca provider cambi. È essenziale riconoscere che l'attuazione di una soluzione multibank non segna la fine della tradizionale relazione tra sell-side e buy-side. La piattaforma RFQ è semplicemente un'estensione della distribuzione bancaria. Le piattaforme RFQ e le banche hanno collaborato sin dall'inizio per fornire questa soluzione alla comunità buy-side.



David Mellor

David Mellor lavora nel ruolo di Global Market Development nel settore delle transazioni di Thomson Reuters. È entrato in Thomson Reuters come parte della loro acquisizione di FXall nel 2012.



Gli alti salari della finanza danneggiano il resto dell'economia?

Gli elevati salari del settore finanziario sono stati spesso accusati di attrarre i migliori talenti nel settore finanziario a scapito di attività che presentano maggiori benefici per la società. Davvero il personale altamente qualificato tende a migrare verso il settore finanziario quando aumentano i relativi salari? Quali sono le conseguenze di tali ricollocamenti per l'economia?



Il premio salariale della finanza e la riallocazione di lavoratori qualificati

Le dimensioni del settore finanziario sono cresciute fortemente negli ultimi 40 anni di pari passo con la retribuzione dei suoi lavoratori. Dopo la crisi finanziaria del 2008 ricercatori, politici e giornalisti temono che le retribuzioni eccessive del settore possano distorcere l'economia, trasferendo lavoratori di talento da occupazioni a forte ritorno sociale verso impieghi più lucrativi nella finanza.

Il SFI Prof. Laurent Frésard e Francesco D'Acunto, collega ricercatore all'Università del Maryland, hanno studiato gli effetti dell'incremento dei salari nella finanza sulla riallocazione dei lavoratori e sulla crescita economica nel loro studio "*Finance, Talent Allocation, and Growth*". Questo loro contributo alla letteratura dedicata al crescente premio salariale della finanza si concentra sulle conseguenze della sua crescita sulla distribuzione del talento all'interno del mercato del lavoro e dell'economia. I loro risultati dimostrano che la crescita dei salari nella settore finanziario comporta sì una contenuta riallocazione di lavoratori qualificati dai settori non finanziari alla finanza, ma che questo trasferimento non ha conseguenze per l'economia nel suo complesso.

Cosa comportano salari più elevati?

Per quanto sia evidente che i salari più elevati attirino le persone di talento, questo non significa che i salari più elevati comportino una dannosa distorsione nella distribuzione del talento all'interno dell'economia. Si potrebbe anzi sostenere che l'aumento dei salari e delle competenze in un settore rifletta il miglioramento dei servizi forniti da quel settore al resto dell'economia. Non bisogna infatti dimenticare che il settore finanziario aiuta le persone di talento a fondare e far crescere nuove aziende che influiscono sulla nostra vita quotidiana.

La crescita netta dei salari della finanza

Per stabilire se l'aumento dei salari della finanza porta a una crescita del valore aggiunto offerto dal settore finanziario all'economia bisogna essere in grado di confrontare queste due variabili. Per riuscirci, gli autori hanno stimato il premio salariale della finanza (il salario dei lavoratori qualificati nel settore finanziario rispetto al salario dei lavoratori qualificati nel resto dell'economia) e il premio di valore aggiunto della finanza (il valore aggiunto per lavoratore qualificato nella finanza rispetto al valore aggiunto per lavoratore qualificato nel resto dell'economia). La differenza tra i due rappresenta la crescita netta dei salari della finanza (*Adjusted Growth of Finance Wages, in breve AGFW*). Se, per esempio, la differenza è pari a zero, i benefici privati di un impiego nella finanza sono pari ai benefici sociali offerti dalla finanza all'economia.

Cosa dicono i dati a proposito dell'AGFW?

I dati, che comprendono 24 paesi di Nord America, Europa, Asia e Oceania su un arco di tempo di 35 anni, dimostrano che l'AGFW è positivo; in altre parole, i salari relativi nel settore finanziario sono cresciuti più rapidamente rispetto ai contributi dei settori finanziari alle economie dei rispettivi paesi. Un'ulteriore analisi rivela che l'AGFW è calato nel tempo ed è ora vicino allo zero. Secondo i dati, inoltre, la quota di lavoratori qualificati nell'economia è cresciuta del 30 per cento tra il 1970 e il 2005, i lavoratori qualificati hanno beneficiato di un premio salariale del 74 per cento, sostanzialmente invariato nel tempo, rispetto ai lavoratori scarsamente e mediamente qualificati e i lavoratori del settore finanziario ricevono un premio di salario sostanzialmente invariato nel tempo e vicino al 60 per cento rispetto agli altri settori dell'economia.

Variazioni dell'AGFW comportano riallocazione della forza lavoro? E ci sono conseguenze per l'economia?

L'analisi rivela che i lavoratori qualificati sono più propensi a lasciare i settori non finanziari per trasferirsi nei settori finanziari quando l'AGFW aumenta. Ulteriori stime dimostrano che questo effetto è stato particolarmente marcato all'inizio degli anni Novanta e non si concentra nelle economie a reddito alto né in quelle a reddito basso. Come rivelano i dati, i settori più colpiti dalla riallocazione dovuta dalla variazione dell'AGFW sono quelli in cui i lavoratori hanno competenze più facili da trasferire al settore della finanza, mentre i settori fortemente dipendenti dalla finanza per la loro crescita sono i meno colpiti. Anche se il trasferimento tra settore finanziario e non finanziario in seguito a variazioni dell'AGFW è significativo, l'impatto complessivo è limitato in quanto riguarda meno dell'1 per cento dell'intera forza lavoro qualificata. I ricercatori non hanno trovato alcuna relazione tra variazioni dell'AGFW e della riallocazione della forza lavoro e indicatori di performance economica come produzione, valore economico aggiunto, produttività totale dei fattori e PIL.



Prof. Laurent Frésard

Laurent Frésard è un Professore di Finanza dello Swiss Finance Institute presso l'Università della Svizzera italiana. È inoltre titolare di un dottorato in Finanza dell'Università di Neuchâtel. Prima di entrare nel corpo docente a Lugano, è stato professore all'Università del Maryland e all'HEC di Parigi. La sua ricerca si focalizza sulla finanza aziendale empirica.

La presente analisi è tratta dall'articolo accademico firmato dal Prof. Francesco D'Acunto e dal Prof. Laurent Frésard.

L'articolo completo è disponibile sul sito:
<http://bit.ly/2oj4kMW>





Ripensare la "gabbia d'oro"

Una ricerca condotta dal SFI Professor Frésard e dal Professor D'Acunto esamina la questione delle elevate retribuzioni nella finanza e il timore che siano nocive per la società in quanto sottraggono lavoratori a occupazioni che potrebbero valorizzare meglio il loro talento. Una questione simile, nota come la "gabbia d'oro", è spesso citata come una delle principali sfide per il mondo imprenditoriale in Svizzera, soprattutto nel settore Fintech. Questa metafora si riferisce agli effetti prodotti dalle retribuzioni elevate nella finanza sugli aspiranti imprenditori ed il pool di talenti disponibili per le start-up. Sia che si parli del costo opportunità di lasciare un lavoro nella finanza o degli elevati costi di assunzione di talenti, non vi è dubbio che il denaro è un fattore determinante. Tuttavia, la mia esperienza in entrambi i lati della questione mi ha indotto a credere che la gabbia d'oro non sia un vero ostacolo. Per quale motivo? Perché gli imprenditori trovano il modo di realizzare la loro visione in qualsiasi condizione e gli elevati salari nella finanza svizzera presentano diversi aspetti positivi.

Una preziosa esperienza

Lavorare nella finanza consente di acquisire un'esperienza che non è disponibile al di fuori del settore e che può essere preziosa nel Fintech e in tutte le aree dell'imprenditoria, dato che comprende la negoziazione dei finanziamenti e la gestione dei rischi. Inoltre, diversamente da molti altri settori in cui operano le start-up, nei quali essere giovani costituisce un chiaro vantaggio, nel Fintech l'esperienza riveste ancora un ruolo rilevante. Attrarre collaboratori di talento fidelizzandoli per diversi anni in un lavoro nella finanza ben pagato crea una solida base per una carriera nel Fintech o nell'imprenditoria, grazie a una formazione incentrata su una migliore comprensione del rapporto rischio-rendimento.

Accumulare contanti

La capacità di risparmiare denaro per finanziare attività imprenditoriali è un vantaggio indiscusso del lavoro in ambito finanziario. Mentre si acquisisce esperienza, è utile iniziare a mettere da parte denaro e a lavorare sul proprio business plan. Anche se i costi di lancio di una start-up continuano a scendere, gli operatori della finanza ben pagati detengono ancora un vantaggio quando si tratta di essere finanziariamente preparati alla professione imprenditoriale. Dovrebbe anche essere possibile sviluppare network per accedere a maggiori capitali con cui finanziare venture in futuro.

Condizioni estreme

Così come correre in montagna può spingere il nostro corpo verso nuovi livelli di performance, l'esposizione ai salari elevati in Svizzera rende gli imprenditori Fintech più adattabili, innovativi e competitivi sul piano internazionale. I team imparano a diventare più efficienti con nella gestione della forza lavoro e a sfruttare la tecnologia; lavorando con strumenti virtuali diventano più efficaci e sviluppano supply network internazionali. Le condizioni estreme hanno inoltre il pregio di scoraggiare i dilettanti o gli imprenditori poco seri, per la semplice ragione che non possono permettersi gli elevati costi operativi della piazza finanziaria svizzera. Chiunque scelga di diventare un imprenditore Fintech in Svizzera sa che i costi elevati dei talenti in questo settore richiedono di sfruttare al massimo la loro produttività.

Il Fintech offre il meglio dei settori finanziario e tecnologico

I dati raccolti dal SFI Professor Frésard e dal Professor D'Acunto indicano che i settori più colpiti dalla riallocazione causata da variazioni dell'AGFW (la crescita netta dei salari della finanza) sono quelli in cui i lavoratori hanno competenze più facilmente trasferibili al settore della finanza e dell'innovazione. Questa tendenza è in linea con il forte interesse da parte dei professionisti finanziari ad accedere al Fintech, dove le valutazioni aziendali sono salite a livelli elevati, rispetto ai salari nella finanza svizzera, che sono diminuiti.

Non sorprende che persone di talento perseguano carriere ben pagate nella finanza. Si tratta di lavori impegnativi che danno grandi soddisfazioni a coloro che riescono ad ottenerli. Al tempo stesso, l'esperienza, le risorse finanziarie e le capacità competitive sviluppate lavorando nella finanza conferiscono alle persone di talento anche una posizione eccellente per valutare i potenziali rischi e benefici che li attendono se lasciano la gabbia d'oro per intraprendere una carriera nel Fintech o nell'imprenditoria. Quando scovano una grande opportunità, gli imprenditori non desistono finché non l'hanno realizzata.



John Hucker, CFA, MBA

John Hucker è CEO di Elliott Capital, una società attiva nella creazione di venture secondo un modello di "deconstructed accelerator", e fondatore e presidente della Swiss Finance + Technology Association. Ha conseguito un MBA presso la Saïd Business School (Oxford) e detiene la qualifica di CFA (Chartered Financial Analyst). In precedenza ha ricoperto ruoli nella gestione patrimoniale e di investimenti presso Credit Suisse, UBS e TD Bank.



Efficacia delle riforme di Basilea 3

A seguito dell'ultima crisi finanziaria, il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria ha sviluppato un nuovo schema regolamentare, noto come Basilea 3, con l'obiettivo di accrescere i requisiti patrimoniali per le banche al fine di migliorare la stabilità del sistema finanziario. Le riforme di Basilea 3 saranno efficaci o indurranno le banche a ridurre la loro esposizione creditizia nei confronti delle imprese e dei clienti al dettaglio?



Gli aumenti dei requisiti patrimoniali per le banche e i loro effetti sulle banche e sulle imprese

Per rafforzare ulteriormente i mercati finanziari dopo la crisi, le autorità di regolamentazione hanno deciso di adottare misure per incrementare i requisiti patrimoniali. L'accordo di Basilea III, che entrerà in vigore nel 2019, intende accrescere ulteriormente l'ammontare e la qualità del patrimonio bancario. Con questa riforma, i requisiti patrimoniali minimi vengono incrementati del 50 per cento, con un conseguente aumento dei coefficienti patrimoniali basati sul rischio per le banche. Gli istituti bancari possono conseguire questo obiettivo incrementando l'importo dei fondi propri che detengono o riducendo la quantità di attività ponderate per il rischio che finanziano.

SFI Prof. Steven Ongena, in un lavoro con i colleghi ricercatori Reint Gropp, Halle Institute for Economic Research, e Thomas C. Mosk e Carlo Wix, Università Goethe a Francoforte, studiano l'impatto dell'esercizio sul capitale dell'Autorità bancaria europea (EBA) – che ha imposto improvvisamente a certe banche di aumentare il loro Core Tier 1 ratio – sui bilanci bancari e sull'economia reale. Sulla base di questo studio, i ricercatori prevedono che l'accordo di Basilea III potrebbe indurre le banche a ridurre l'ammontare di attività che finanziano ridimensionando la loro esposizione creditizia ad alcune imprese, mentre è improbabile che accrescano l'ammontare del loro patrimonio di vigilanza.

Qual è lo scopo del coefficiente patrimoniale ponderato per il rischio?

L'obiettivo del coefficiente patrimoniale basato sul rischio è assicurare che le banche dispongano di capitale sufficiente ad assorbire una perdita finanziaria. Il coefficiente è ottenuto dividendo l'importo dei fondi propri che la banca detiene per l'ammontare delle attività

che la banca finanzia, ponderate per il loro rischio. I fondi propri, o patrimonio di vigilanza, di una banca sono definiti come la somma di patrimonio netto, utili non distribuiti e riserve detenute. Le attività ponderate per il rischio sono pari al valore totale di ciascuna attività finanziata dalla banca moltiplicato per le rispettive ponderazioni per il rischio. Le operazioni più rischiose obbligano le banche ad accantonare maggiore capitale, il che rende tali operazioni meno interessanti.

L'esercizio sul capitale dell'EBA

Isolare l'effetto di una modifica alla regolamentazione sui requisiti patrimoniali è molto difficile, in quanto necessita di un cambiamento dei requisiti patrimoniali che sia indipendente dalla situazione patrimoniale dell'istituto. L'esercizio sul capitale dell'EBA del 2011 fornisce un'occasione unica agli autori per valutare l'effetto di cambiamenti dei requisiti patrimoniali sul comportamento delle banche in ambito creditizio. L'esercizio ha imposto a un campione di banche europee di raggiungere un coefficiente patrimoniale del 9 per cento, aumentandolo rispetto all'attuale 5 per cento. La regola di selezione ha incluso banche in ordine discendente di quota di mercato, in modo tale che fosse incluso nell'esercizio il 50 per cento del settore bancario di ciascun paese. Poiché esistono banche di diverse dimensioni all'interno di ciascun paese e la dimensione del settore bancario varia tra i paesi, banche con bilanci molto diversi sono state incluse nell'esercizio o escluse da esso. Nel loro studio *"Bank Response To Higher Capital Requirements: Evidence From A Quasi-Natural Experiment"* i ricercatori sfruttano questo processo di selezione e scoprono che banche apparentemente identiche hanno reagito in modo diverso alla riforma, a seconda che siano state incluse o meno nell'esercizio.

Cosa ci insegna l'esercizio sul capitale dell'EBA?

I dati rivelano che le banche incluse nell'esercizio hanno incrementato il loro coefficiente patrimoniale basato sul rischio del 2 per cento in più rispetto alle banche del gruppo di controllo. L'ammontare dei fondi propri ha registrato un'evoluzione identica per entrambi i gruppi di banche, mentre le banche soggette alla nuova regolamentazione hanno ridotto il loro ammontare di attività ponderate per il rischio del 16 per cento rispetto a quelle del gruppo di controllo. Questi risultati mostrano che quando le banche sono costrette a incrementare i coefficienti patrimoniali, tendono a ridurre i livelli delle attività ponderate per il rischio anziché raccogliere nuovo capitale.

Un'analisi più approfondita mostra che la riduzione dei livelli delle attività ponderate per il rischio è stata raggiunta tramite riduzioni dell'esposizione creditizia alle imprese e ai clienti retail. Le imprese che facevano affidamento per il loro finanziamento sulle banche impattate sono cresciute di meno e hanno evidenziato una crescita degli investimenti e del fatturato inferiore a quelle meno dipendenti da tali banche. Da un certo punto di vista l'esercizio è stato un parziale fallimento, in quanto i risultati suggeriscono che le banche non hanno incrementato i coefficienti patrimoniali tramite l'aumento dei livelli di fondi propri ma riducendo la loro esposizione ai clienti aziendali e retail. Imporre alle banche di aumentare l'importo dei fondi propri, anziché quello del loro coefficiente patrimoniale, potrebbe rappresentare una politica più efficace che rafforzerebbe il settore bancario evitando al tempo stesso di penalizzare l'attività d'impresa.



Prof. Steven Ongena

Steven Ongena è Professore di Scienze bancarie dello Swiss Finance Institute presso l'Università di Zurigo. È altresì titolare di un dottorato in Economia dell'Università dell'Oregon. I suoi interessi riguardano le aree dell'intermediazione finanziaria empirica e dell'econometria finanziaria applicata.

La presente analisi è tratta dall'articolo accademico firmato dal Prof. Reint Gropp, Prof. Thomas C. Mosk, Prof. Steven Ongena e Carlo Wix.

L'articolo completo è disponibile sul sito:
<http://bit.ly/2DXhQjg>





Basilea III: non sono previste conseguenze significative sulla concessione di credito

L'analisi del SFI Professor Steven Ongena ed al. giunge alla conclusione che le banche assoggettate all'esercizio sul capitale, con cui nel 2011 l'Autorità Bancaria Europea (ABE) dispose un incremento dei coefficienti patrimoniali, hanno reagito riducendo le loro esposizioni creditizie medie (de-leveraging) piuttosto che aumentando il loro livello di capitale. Di conseguenza, gli autori prevedono che la versione finale delle riforme di Basilea III indurrà le banche a ridurre l'ammontare di attività che finanziano per rispettare i requisiti più rigidi sui coefficienti patrimoniali.

Ci sono diverse ragioni per cui le conclusioni quantitative a cui giungono gli autori della ricerca saranno probabilmente differenti a seguito dell'implementazione della versione finale delle riforme di Basilea III. In particolare, occorre ricordare che l'esercizio sul capitale dell'ABE del 2011 fu condotto in un contesto di mercato fragile dominato dalla crisi del debito sovrano mentre oggi il ciclo economico poggia su basi più solide, in linea con le reazioni di mercato positive osservate in molteplici giurisdizioni dopo l'annuncio del 7 dicembre della finalizzazione di Basilea III da parte del Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (CBVB).

Innanzitutto, la versione finale di Basilea III si compone di un insieme completo di riforme che non si limitano ai coefficienti patrimoniali, ma includono anche la liquidità e gli indici di leva finanziaria. Sarà pertanto l'insieme di questi interventi normativi a determinare le conseguenze sulla propensione delle banche a concedere credito. Le riforme, infatti, si concentrano su tutti i tipi di rischio che attraggono capitale regolamentare (in particolare rischi di credito, di mercato e operativi) anziché limitarsi ai requisiti di capitale per il rischio di credito.

In secondo luogo, tra gli obiettivi dichiarati delle riforme c'è anche la riduzione dell'eccessiva variabilità (tra modelli di misurazione interna e modelli standardizzati) delle attività ponderate per il rischio di credito (RWA) con l'ulteriore proposito di non incrementare significativamente i requisiti di capitale complessivi, come dichiarato pubblicamente dal Comitato di Basilea a marzo 2016.

In terzo luogo, le riforme hanno incrementato anche la sensibilità al rischio del quadro normativo sul rischio di credito, in particolare per le esposizioni misurate tramite l'approccio standardizzato. Al variare del prezzo relativo (misurato in termini di RWA), il capitale diventa più o meno costoso per una certa classe di attività, incentivando così una riallocazione ottimale (e più sensibile al rischio) delle risorse dalle attività più costose a quelle meno costose.

Infine, una caratteristica importante delle riforme di Basilea III è il loro calendario di implementazione. Mentre l'ABE aveva imposto alle banche di incrementare i coefficienti patrimoniali entro sei-nove mesi dall'esercizio, le riforme di Basilea III verranno implementate entro il 2022, con alcuni elementi importanti del quadro normativo (come la soglia minima RWA che limita la differenza tra RWA misurati tramite modelli interni e approcci standardizzati) che saranno pienamente vincolanti solamente nel 2027. Questo calendario consente alle giurisdizioni di implementare correttamente il nuovo quadro normativo e offre alle banche l'opportunità di adeguarsi progressivamente ai nuovi requisiti evitando potenziali conseguenze negative per l'economia.

In sintesi, prevedo che le banche mostreranno un insieme composito di reazioni all'implementazione delle riforme di Basilea III senza conseguenze significative sulla concessione di credito. Le banche che vedranno aumentare i requisiti di capitale saranno incentivate a ristrutturare o ridurre alcune attività migliorando l'efficienza e aumentando la base patrimoniale mediante emissione di capitale aggiuntivo o un mantenimento dei ricavi. Altre banche avranno l'occasione di espandere oppure ottimizzare ulteriormente i loro bilanci.



Dr. Christian Capuano

Christian Capuano è responsabile della sezione Gestione del rischio della Divisione Banche della FINMA da luglio 2016. In precedenza è stato responsabile Analisi stress test del Gruppo Credit Suisse. Per diversi anni, inoltre, ha lavorato presso il dipartimento Mercati monetari e dei capitali del Fondo Monetario Internazionale. È titolare di un dottorato in Economia internazionale e Finanza della Columbia University.



Premi per il rischio nel contesto del portafoglio

Diversi fattori influiscono sul profilo di rendimento e di rischio dei portafogli e degli asset finanziari. Mentre la maggior parte delle strategie utilizza misure statiche aggregate per stimare i premi dei fattori di rischio, una metodologia variabile nel tempo per i singoli mercati azionari porterebbe a una riduzione del rischio di portafoglio.



Un premio è un fattore – ma non sempre un fattore è un premio

Fattori, premi e rischi: le parole magiche della moderna finanza. Negli ultimi anni, di questi concetti si nutrono le strategie smart beta, magnetizzando l'attenzione degli operatori. Diversi fattori hanno dimostrato di influire sul profilo di rendimento e di rischio degli asset e dei portafogli finanziari. Tuttavia, non sempre un'esposizione a tali fattori è necessariamente compensata da rendimenti maggiori. In realtà, i premi di rischio variano nel tempo sotto l'effetto dei cicli economici e della loro diversa integrazione sul mercato. Per una global asset allocation, è fondamentale tenere conto di questi aspetti ed estrapolare i dati da una base larga di singoli titoli. Ciò consente infatti di bilanciare i vantaggi della diversificazione, in particolare sui mercati emergenti.

I movimenti storici dei prezzi di un gruppo di attivi non sono altro che un grande insieme di punti, di dimensione titoli (n) x periodi di tempo (t). Un tale volume di dati invita necessariamente a isolare gli "assi principali di dispersione", ovvero dei criteri in base ai quali separare adeguatamente i movimenti di prezzo. In questo modo si scopre che la dimensione o il settore economico di un'azienda caratterizza i suoi rendimenti storici più del logo o del nome del suo fondatore. La teoria finanziaria designa da 60 anni il primo di tali assi come l'effetto del mercato ("beta"), mentre quelli successivi hanno preso il nome di "fattori". Nella gestione degli asset, l'identificazione di tali esposizioni fattoriali consente di comprendere e di allocare i rischi di un portafoglio. Se restano indipendenti gli uni dagli altri, sono proprio questi fattori a diversificare il portafoglio e a migliorare il rapporto rischio/rendimento. Ma non tutti i fattori sono dei "premi", poiché non tutti sono necessariamente

remunerati su un ciclo completo. Per creare valore con fattori non remunerati è necessario comprendere il loro comportamento ed esporvisi tatticamente. D'altra parte l'esposizione ai premi produce un eccesso di rendimento su un ciclo completo in modo quasi statico.

I premi determinano quindi in via prioritaria un'allocatione strategica di lungo termine, laddove una gestione attiva può integrare una serie più ampia di fattori. Al fine di analizzare una gestione attiva, ossia isolare il talento personale di un gestore ("alfa"), è fondamentale pertanto stabilire se le performance sono generate da fattori e da premi. A tal proposito, la scoperta di un nuovo premio può anche ridurre l'alfa misurato. Ora, solo l'"alfa puro" comporta un compenso elevato proprio perché, come rivela l'individuazione dei premi, questo talento indipendente, individuale e non diversificabile è molto più raro di quanto si pensi. Tuttavia, la pratica così come gli studi accademici suggeriscono che i premi e i fattori sono instabili nel tempo. Cambiano durante le crisi nonché in ragione della loro stessa scoperta. L'osservazione dei fattori perturba la natura dal momento che, se la tecnologia finanziaria lo permette, gli investitori razionali valutano i fattori dopo la loro rivelazione. Questo vale anche per il beta: La gestione indicizzata (o passiva) non ha più passivi se non il nome, poiché l'appartenenza di un attivo a un indice popolare influisce talvolta sulla sua performance più del fattore di mercato. L'ironia è quindi che i premi di mercato sono influenzati dallo sviluppo stesso degli indici, i quali hanno tuttavia come unico scopo quello di misurarli. Ciò comporta due conseguenze:

1. Tutti i fattori possono essere vittima di questa ironia, la scelta degli indici non è mai neutra. Peraltro, non lo è mai stata e ogni studio serio deve considerare un insieme più vasto possibile di singoli titoli, dato che l'ampiezza dello studio influirà probabilmente sul risultato. La valutazione della dimensione internazionale e quindi dell'integrazione dei mercati tra di loro pare inevitabile in questo senso.
2. Affinché un premio rimanga un premio, ovvero sia remunerato su un ciclo completo, occorre disporre di un elemento razionale di natura economica e non solamente di dati statistici o storici: questo è il caso degli effetti "dimensione" (size effect) o "valore" (value effect), riconosciuti da decenni. Si può dire lo stesso per un effetto "market integration"?

In ogni caso è economicamente plausibile che un effetto di "integrazione" esista in zone monetarie comuni, fusi orari vicini e mercati fungibili. È altresì plausibile che questo effetto sia meno pronunciato nei paesi emergenti, i cui tassi di cambio sono soggetti a contesti peculiari e le connessioni di borsa meno sviluppate. Questo fatto aumenta l'interesse naturale degli investitori per i mercati emergenti: essi conservano strutturalmente un migliore effetto di diversificazione e mantengono i loro premi di rischio a dispetto dell'ironia della gestione indicizzata.



Olivier Ginguéné

Olivier Ginguéné è Chief Investment Officer presso Pictet Asset Management. È Head of Multi Asset & Quantitative Investment, presidente della Strategy Unit e membro dell'Executive Board. È entrato a far parte di Pictet Asset Management nel 2003. Ha conseguito diversi master presso l'École Polytechnique (Parigi) e l'École Nationale de la Statistique et de l'Administration Économique (Parigi). Detiene la qualifica di Chartered Financial Analyst (CFA).





Integrazione e premi di rischio sui mercati azionari internazionali

La corretta determinazione dei premi per fattori di rischio è uno degli aspetti cardine nella scelta di asset e nella creazione di portafogli ottimali. È stato dimostrato che diversi fattori – mercato, dimensioni, valore, momentum, investimento e redditività – influenzano il profilo di rendimento e di rischio delle attività e dei portafogli finanziari. Quando si investe in un contesto internazionale, nel processo complessivo di scelta degli asset devono essere presi in considerazione due altri fattori: l'integrazione del mercato e il rischio di valuta. Tre ricercatori hanno pubblicato i risultati delle loro ricerche in tema di asset pricing. Per valutare i fattori regionali e nazionali hanno utilizzato i dati dei singoli livelli azionari al posto di misure aggregate quali portafogli o indici. Il loro approccio mira ad evitare la perdita di informazioni dovuta a errori di aggregazione. Inoltre, consentono ai fattori dei premi di rischio di variare nel tempo al posto di rimanere statici attraverso i cicli economici e finanziari. I dati hanno dimostrato che i fattori di mercato, dimensioni, valore, momentum, investimento e redditività producevano rendimenti positivi in quasi tutte le regioni nel periodo considerato.

Quali implicazioni ha il vostro metodo?

La quantificazione precisa dei premi per i fattori di rischio sul mercato finanziario globale di oggi ha forti implicazioni, a causa delle dimensioni del mercato stesso. Un sondaggio recente ha dimostrato che più di un terzo di tutti gli asset manager intervistati usano già allocazioni smart beta e che un altro terzo di essi sta valutando i vantaggi di tali allocazioni.¹ Tra coloro che usano allocazioni smart beta, quasi la metà ha investito oltre il 20% del suo portafoglio complessivo in strategie smart beta. Una migliore comprensione dei meccanismi in opera porta vantaggi in termini sia di rendimento che di rischio.

¹ FTSE Russell. (2016). "Smart beta: 2016 global survey findings from asset owners".

Quali sono i pro e i contro dell'integrazione del mercato?

Un'integrazione imperfetta del mercato consente agli operatori finanziari di trarre vantaggi dalla diversificazione degli investimenti e di ridurre il rischio complessivo del loro portafoglio per un determinato livello di ritorno finanziario atteso. Nel caso estremo in cui tutti i mercati finanziari dovessero essere completamente integrati, non si trarrebbe alcun vantaggio dall'investimento in diversi mercati azionari. Con mercati non perfettamente integrati è possibile ridurre il rischio generale del portafoglio e sfruttare determinati rischi; ad esempio, capitalizzare su fattori di valore in mercati emergenti e fattori di momentum in mercati già sviluppati.

Che cosa mostrano i dati in merito all'integrazione del mercato e al suo effetto variabile nel tempo?

I risultati ottenuti usando 58'674 azioni in 46 paesi dal 1985 al 2017 indicano che sono coinvolti diversi fattori. L'analisi si concentra sull'impatto specifico che questi fattori hanno sulla determinazione del prezzo a livello regionale, nazionale e globale. Nell'ambito di mercati sviluppati, i risultati mostrano che i premi dei mercati nazionali sono inferiori di quelli registrati sui mercati regionali e globali. I benefici della diversificazione risultano pertanto limitati. Differenti sono i risultati sui mercati emergenti, dimostrando che i premi per il fattore di rischio nazionale sono maggiori di quelli globali e regionali e che una diversificazione può andare a vantaggio degli investitori in tali regioni. Le stime indicano che i premi di rischio associati a fattori cambiano nel tempo. Nei mercati sviluppati i premi riferiti al mercato e al valore hanno avuto un'impennata durante la crisi finanziaria globale. I premi relativi a valore e momentum presentano una maggiore variabilità a dipendenza del paese e nel corso del tempo rispetto alla redditività e agli investimenti. Inoltre, i premi relativi al momentum sono più volatili nei mercati emergenti.

Quali sono le implicazioni di questa ricerca per i partecipanti del mercato?

La comprensione e la promozione dell'integrazione del mercato azionario internazionale contribuiscono alla crescita economica e alla stabilità globale generale dei mercati finanziari, oltre a offrire opportunità di investimento e risparmio più stabili sul lungo periodo. Per quanto riguarda gli investitori, gli asset manager riconoscono i vantaggi teorici della diversificazione del portfolio. I risultati ottenuti qui non evidenziano solo i vantaggi che si traggono con l'adozione di un metodo basato sul mercato azionario individuale variabile nel tempo per calcolare i premi per fattori di rischio e ridurre la volatilità dei portafogli, ma offrono anche le condizioni base necessarie per implementare tali strategie. In conclusione, le aziende possono trarre vantaggio da questi risultati grazie alla migliore valutazione dei costi dei loro capitali usando premi di rischio per fattore stimati in base ad azioni individuali al posto che a portafogli o indici.



Prof. Ines Chaieb

Ines Chaieb è Professore associato di Finanza dello Swiss Finance Institute presso l'Università di Ginevra. Ha conseguito il dottorato in finanza alla McGill University. Le sue aree di ricerca comprendono l'asset pricing, la finanza internazionale e i mercati emergenti.



Prof. Olivier Scaillet

Olivier Scaillet è Professore di Probabilità e Statistica dello Swiss Finance Institute presso l'Università di Ginevra. Le sue aree di ricerca comprendono l'applicazione dei metodi statistici a questioni finanziarie e riguardano, tra l'altro, l'uso di dati di high-frequency trading e di grandi data base.

La presente analisi è tratta dall'articolo accademico firmato della Prof. Ines Chaieb, dal Prof. Hugues Langlois e dal Prof. Olivier Scaillet.

L'articolo completo è disponibile sul sito:
<http://bit.ly/2p99E6a>



Contatti



Promuovere la conoscenza – Coltivare il talento – Creare la competenza

Ci impegniamo ad accrescere il capitale di conoscenza per garantire la prosperità nel lungo periodo del mercato finanziario svizzero.

Contattateci per sviluppare le vostre competenze in ambito finanziario, per accedere al know-how finanziario o per rimanere aggiornati sulle ultime novità del settore finanziario.

info@sfi.ch

www.sfi.ch/contact



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.

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

