

VII. Il settore finanziario

Aspetti salienti

Nel periodo sotto rassegna i settori finanziari delle economie industriali hanno migliorato la loro performance. Le banche commerciali, dopo avere dato prova di resilienza durante la recente flessione dell'economia, hanno realizzato maggiori utili grazie anche alle ridotte perdite su crediti. Il miglioramento nei paesi con un recente passato di tensioni nel sistema bancario è attribuibile in parte alle iniziative avviate per affrontare problemi di lunga data, e in parte al più propizio contesto macroeconomico. Analogamente, le compagnie di assicurazione hanno compiuto progressi nel risanare le loro finanze deteriorate, soprattutto con il concorso dell'andamento favorevole dei mercati delle attività.

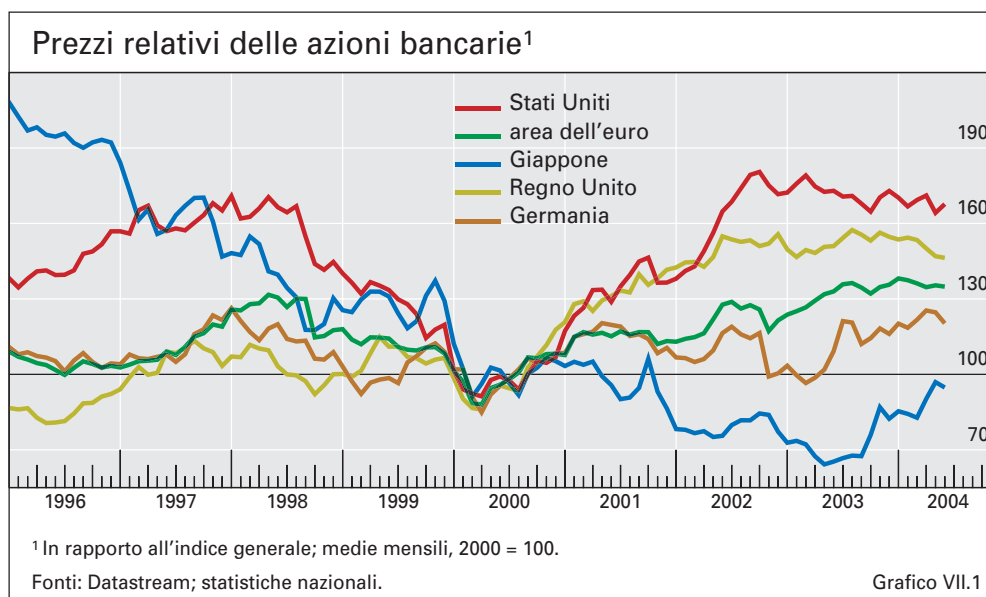
Se il rafforzarsi della ripresa ha avuto un influsso importante sulla performance delle istituzioni finanziarie, vari fattori strutturali hanno comunque continuato a svolgere un ruolo di primo piano. Gli sforzi delle banche volti ad accrescere l'efficienza mediante la razionalizzazione dei servizi, il consolidamento e l'adozione di nuove tecnologie si sono tradotti in una migliore base di costi. Inoltre, la crescita in ampiezza e spessore dei mercati per la cartolarizzazione dei crediti e il trasferimento del rischio ha contribuito a ripartire le tensioni fra una gamma più estesa e diversificata di operatori, aumentando la resistenza del sistema finanziario agli shock avversi.

In prospettiva, la principale fonte di preoccupazione deriva dalla possibilità che il settore finanziario, avendo superato relativamente indenne il rallentamento, si stia muovendo in anticipo sul ciclo congiunturale. Nella ricerca di impieghi proficui per il capitale accumulato, alcune istituzioni potrebbero aver effettuato investimenti basati su ipotesi labili circa l'evoluzione della crescita produttiva e dei tassi di interesse.

Andamento del settore finanziario

Il miglioramento del quadro macroeconomico durante il periodo in esame si è tradotto in buoni risultati di gestione per il settore finanziario dei paesi industriali. Con il moltiplicarsi dei segni di una ripresa generalizzata, i profitti delle imprese si sono stabilizzati, i rischi prospettici sono calati e i prezzi delle attività finanziarie hanno segnato un netto recupero (Capitolo VI). Questo insieme di circostanze ha consentito una migliore performance delle banche commerciali sia nei paesi in cui il settore operava già su solide basi, sia laddove esso aveva subito tensioni (grafico VII.1). Inoltre, la situazione favorevole sui mercati mobiliari ha incrementato gli utili delle banche d'affari e ha permesso alle imprese di assicurazione di progredire nel risanamento dei loro bilanci indeboliti.

Si rafforza la performance sullo sfondo di un contesto economico in miglioramento



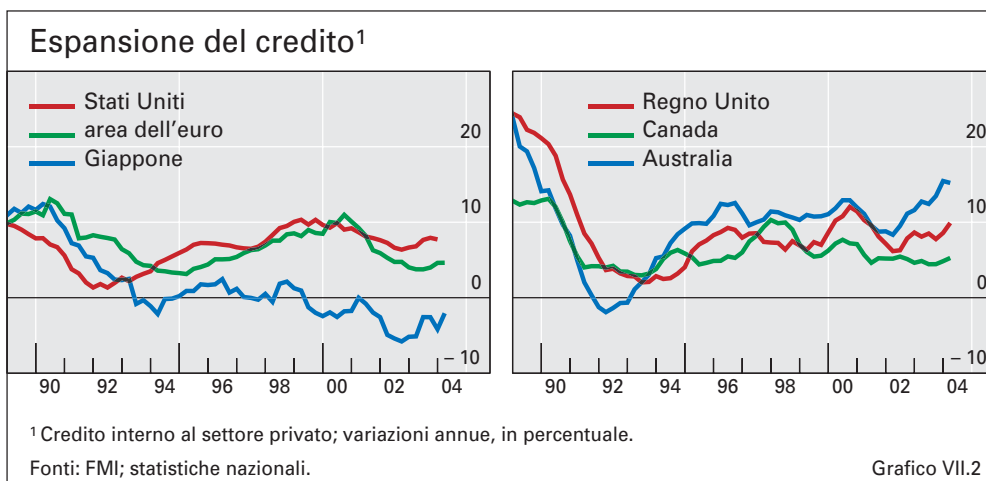
Banche commerciali

I più bassi indici di insolvenza, il maggiore rendimento degli impieghi e un migliore controllo sui costi hanno rafforzato la redditività delle banche da entrambi i lati dell'Atlantico. In generale questo risultato ha coinciso con minori rettifiche di valore per perdite su crediti, poiché le istituzioni hanno applicato criteri di affidamento più prudenti rispetto ai primi anni novanta.

La buona tenuta della redditività ha dimostrato la capacità delle banche di fronteggiare le pressioni sui proventi mediante un pronto riaggiustamento del profilo operativo. Una prima sfida posta alla crescita dei ricavi è stata la continua debolezza della domanda di credito del settore societario, in particolare negli Stati Uniti. Questa sfida è persistita nonostante il miglioramento qualitativo dei crediti in essere, dato che le imprese hanno continuato a puntare al riequilibrio dei bilanci, privilegiando i miglioramenti di efficienza rispetto all'espansione della capacità produttiva (Capitoli II e VI). Le banche USA hanno reagito alla debolezza della domanda di questo settore accrescendo

Le banche USA ed europee aumentano gli utili ...

... nonostante il ristagno dei crediti alle imprese ...



i proventi da commissioni grazie alla sostenuta spesa in consumi e ai rifinanziamenti ipotecari delle famiglie. Analogamente, le istituzioni creditizie europee hanno basato la propria crescita sul credito al consumo, che nel 2003 ha fornito ben il 70% dei redditi complessivi. Il mercato dei mutui ipotecari alle famiglie, dove i costi di finanziamento erano bassi in relazione ai ricavi, ha contribuito alla costituzione di una solida base patrimoniale da parte delle banche europee, ed è risultato particolarmente proficuo in Spagna e nel Regno Unito.

... e margini ristretti

Una seconda sfida è provenuta dai bassi saggi di interesse ufficiali e dalla riduzione degli spread creditizi, che hanno compresso i margini di intermediazione. Ciò ha costituito un problema rilevante in Europa, dove il margine di interesse rappresenta oltre la metà dei proventi bancari (tabella VII.1). Le banche commerciali spagnole, confrontate a una forte concorrenza da parte delle imprese finanziarie non bancarie, e il frammentato settore italiano hanno subito notevoli pressioni sugli utili, ma sono riusciti a potenziare i proventi delle gestioni patrimoniali. In Francia, dove la dipendenza dai margini è tradizionalmente minore, i profitti hanno tratto beneficio da una riduzione dei tassi regolamentati sui depositi. Fra tutti i paesi industriali, gli Stati Uniti hanno fatto nuovamente registrare i più ampi margini di interesse; il loro livello resta nondimeno storicamente modesto, ed è stato compensato da maggiori introiti da commissioni e provvigioni.

Le banche tedesche di fronte a problemi specifici

La Germania ha costituito la principale eccezione alla generale tendenza positiva mostrata dalle banche europee. Un contesto fortemente competitivo, congiuntamente allo scarso ruolo svolto dalla disciplina di mercato nel promuovere una sana gestione del rischio, ha continuato a condizionare sfavorevolmente la performance del settore. Il rallentamento economico ha

Risultato economico delle maggiori banche¹

in percentuale dell'attivo medio totale

| | Utile al lordo delle imposte | | | Rettifiche e accantonamenti | | | Margine netto di interesse | | | Costi operativi | | |
|------------------|------------------------------|-------|-------|-----------------------------|------|------|----------------------------|------|------|-----------------|------|------|
| | 2001 | 2002 | 2003 | 2001 | 2002 | 2003 | 2001 | 2002 | 2003 | 2001 | 2002 | 2003 |
| Stati Uniti (11) | 1,52 | 1,71 | 2,04 | 0,69 | 0,69 | 0,44 | 3,11 | 3,11 | 2,99 | 4,03 | 3,54 | 3,41 |
| Canada (5) | 0,91 | 0,61 | 1,00 | 0,41 | 0,58 | 0,23 | 1,96 | 2,07 | 1,99 | 2,84 | 2,75 | 2,78 |
| Giappone (11) | -0,69 | -0,45 | 0,07 | 1,15 | 0,64 | 0,20 | 1,01 | 1,00 | 0,55 | 1,01 | 1,01 | 0,80 |
| Australia (4) | 1,47 | 1,49 | 1,49 | 0,27 | 0,26 | 0,21 | 2,22 | 2,16 | 2,13 | 2,15 | 2,04 | 2,30 |
| Regno Unito (5) | 1,24 | 1,08 | 1,22 | 0,32 | 0,36 | 0,32 | 2,04 | 1,96 | 1,82 | 2,38 | 2,24 | 2,12 |
| Svizzera (2) | 0,41 | 0,06 | 0,63 | 0,10 | 0,14 | 0,03 | 0,68 | 0,84 | 0,88 | 2,83 | 2,40 | 2,03 |
| Svezia (4) | 0,83 | 0,69 | 0,77 | 0,10 | 0,09 | 0,10 | 1,50 | 1,48 | 1,44 | 1,53 | 1,44 | 1,37 |
| Austria (2) | 0,44 | 0,46 | 0,53 | 0,39 | 0,39 | 0,36 | 1,66 | 1,80 | 1,72 | 1,76 | 1,92 | 1,85 |
| Germania (4) | 0,14 | 0,05 | -0,20 | 0,24 | 0,39 | 0,28 | 0,90 | 0,82 | 0,79 | 1,77 | 1,68 | 1,66 |
| Francia (3) | 0,67 | 0,46 | 0,58 | 0,16 | 0,17 | 0,18 | 0,65 | 0,75 | 0,91 | 1,50 | 1,48 | 1,55 |
| Italia (5) | 0,90 | 0,53 | 0,81 | 0,53 | 0,63 | 0,51 | 2,21 | 2,25 | 2,05 | 2,42 | 2,44 | 2,52 |
| Paesi Bassi (3) | 0,62 | 0,46 | 0,65 | 0,20 | 0,26 | 0,20 | 1,57 | 1,62 | 1,63 | 2,08 | 1,95 | 1,86 |
| Spagna (3) | 1,20 | 1,05 | 1,27 | 0,56 | 0,55 | 0,44 | 2,92 | 2,72 | 2,38 | 2,61 | 2,37 | 2,12 |

¹ Le cifre fra parentesi indicano il numero di banche considerate. Per Australia, Canada e Giappone, esercizio finanziario.

Fonte: Fitch Ratings.

Tabella VII.1

spinto i profitti delle banche tedesche ai livelli più bassi dell'Europa industriale. Inoltre, secondo stime del mercato il settore bancario avrebbe in portafoglio sofferenze per un ammontare pari al 9,5% dei crediti totali, retaggio della passata politica di espansione dei profitti mediante prestiti ad alto rischio. Su questo sfondo, e in vista della cessazione delle garanzie esplicite dello Stato nel 2005, alcune agenzie di rating hanno attirato l'attenzione del mercato sulla probabilità di declassamenti di banche a capitale pubblico valutate come aziende a sé stanti.

Nonostante queste difficoltà, il settore bancario tedesco ha evidenziato alcuni sviluppi incoraggianti, dovuti soprattutto all'azione delle maggiori istituzioni private. Agli inizi del 2003 la cartolarizzazione di crediti in strumenti a più alto rating ha migliorato la liquidità dei bilanci, mentre nel corso dell'anno la ristrutturazione di prestiti problematici, in vista della loro cessione a investitori internazionali, ha consentito di rafforzare l'adeguatezza patrimoniale.

Il sistema bancario giapponese

Lo scorso anno le banche giapponesi hanno dato segni incoraggianti di ripresa, malgrado il persistente influsso di taluni fattori cronici di debolezza. Per la prima volta negli ultimi undici anni gli utili operativi delle maggiori istituzioni hanno superato le perdite su crediti, grazie alla combinazione di più favorevoli condizioni macroeconomiche, miglioramenti sul fronte dei crediti in sofferenza e forte ascesa del mercato azionario.

Le banche giapponesi tornano in profitto ...

Durante il periodo in esame è parso infine attenuarsi il problema dei crediti anomali, che da un decennio affligge il sistema bancario nipponico. Le maggiori banche hanno intensificato gli sforzi per realizzare l'obiettivo fissato dalle autorità di vigilanza di ridurre della metà la quota delle sofferenze nei tre anni terminanti a fine marzo 2005. Esse appaiono sulla buona strada per conseguire tale obiettivo, avendo già eliminato dai propri bilanci un ammontare stimato in ¥13,2 trilioni nel biennio conclusosi a fine marzo 2004. I progressi sono stati invece assai più lenti nel caso delle banche regionali, il cui volume di crediti in sofferenza risultava sceso solo di poco, da ¥14,8 trilioni nel marzo 2002 a ¥13,9 trilioni nel settembre 2003 (grafico VII.3).

... riducono il peso delle sofferenze ...

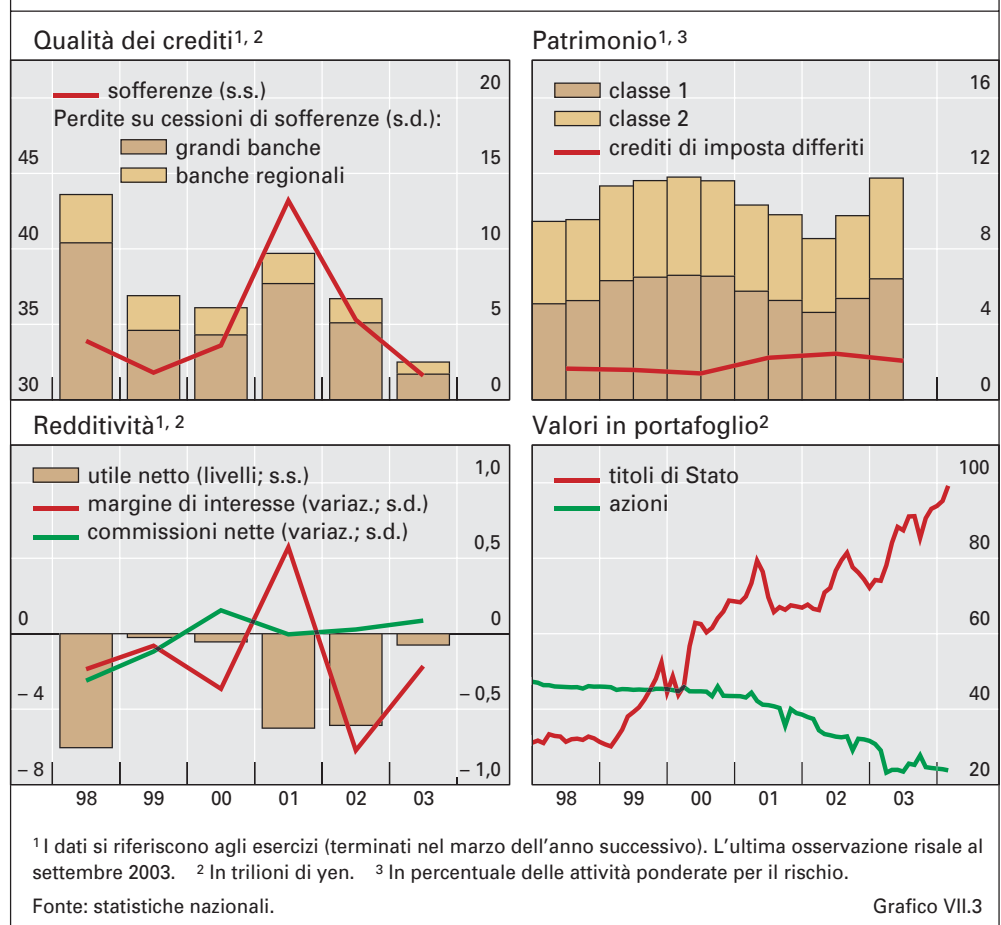
La ripresa del mercato azionario ha fornito un inatteso impulso ai profitti bancari, facilitando lo stralcio di prestiti inesigibili. In ottemperanza alle direttive impartite dalle autorità, negli anni precedenti le maggiori banche avevano drasticamente ridotto i propri investimenti in azioni. Negli ultimi mesi la tendenza si è invertita per trarre profitto dal rialzo delle borse. Poiché i guadagni sulle azioni hanno più che compensato le perdite subite nel segmento obbligazionario, le banche hanno fatto registrare utili netti da rivalutazione titoli per la prima volta dall'adozione della contabilità ai valori di mercato nell'aprile 2001. Al tempo stesso, avendo un ammontare di azioni in portafoglio solo di poco superiore al proprio patrimonio di classe 1, le principali istituzioni appaiono ora meglio premunite contro le future fluttuazioni dei corsi.

... e beneficiano della ripresa dei mercati azionari

Purtuttavia, permangono alcuni rischi. Il miglioramento del contesto economico può aver attenuato la vulnerabilità delle banche, ma ha avuto

I margini restano però esigui ...

Il settore bancario in Giappone



soltanto un effetto limitato sui margini di interesse, rimasti ben più bassi che negli altri paesi industriali. Certo, il problema dei margini esigui deriva in parte dal fatto che gli interessi sui depositi sono vincolati dalla soglia di tasso zero nell'attuale contesto deflazionistico. Ma vi concorrono anche taluni ostacoli strutturali, come la concorrenza delle banche pubbliche e la mancanza di meccanismi di prezzo basati sul rischio. Sebbene risulti che singole banche abbiano preso misure per affrontare la questione, non si vede come il settore nel suo insieme possa fare altrettanto senza incidere negativamente sull'offerta di credito alle imprese.

Anche la qualità della base di capitale delle banche merita speciale attenzione, dato che il patrimonio di classe 1 è tuttora costituito per la maggior parte da fondi pubblici e crediti di imposta differiti. L'indice di adeguatezza patrimoniale, che era leggermente calato durante l'esercizio terminante nel marzo 2003, ha fatto registrare una forte ripresa nel primo semestre dell'esercizio successivo, alla base della quale vi è tuttavia una decisa contrazione delle attività ponderate per il rischio.

Un questione connessa, ma più delicata, concerne il ruolo dello Stato nelle ristrutturazioni bancarie. La massiccia iniezione di fondi pubblici destinati alla ricapitalizzazione di banche deboli o al salvataggio di istituzioni dissestate ha suscitato il timore che ciò potesse indebolire l'impegno delle banche ad

... la qualità del patrimonio appare dubbia ...

... e non è chiaro il ruolo del settore pubblico

attuare le riforme. In quest'ottica, alcune recenti iniziative volte a eliminare altre distorsioni causate dall'intervento pubblico potrebbero contribuire ad attenuare le disparità di trattamento e a creare così un contesto più competitivo nel lungo periodo. Fra le misure adottate figurano la trasformazione delle Poste in società per azioni nel 2003 nonché, con effetto dall'aprile 2005, l'introduzione di un massimale sulla garanzia dei depositi e la cessazione degli acquisti di crediti in sofferenza da parte della Industrial Revitalization Corporation.

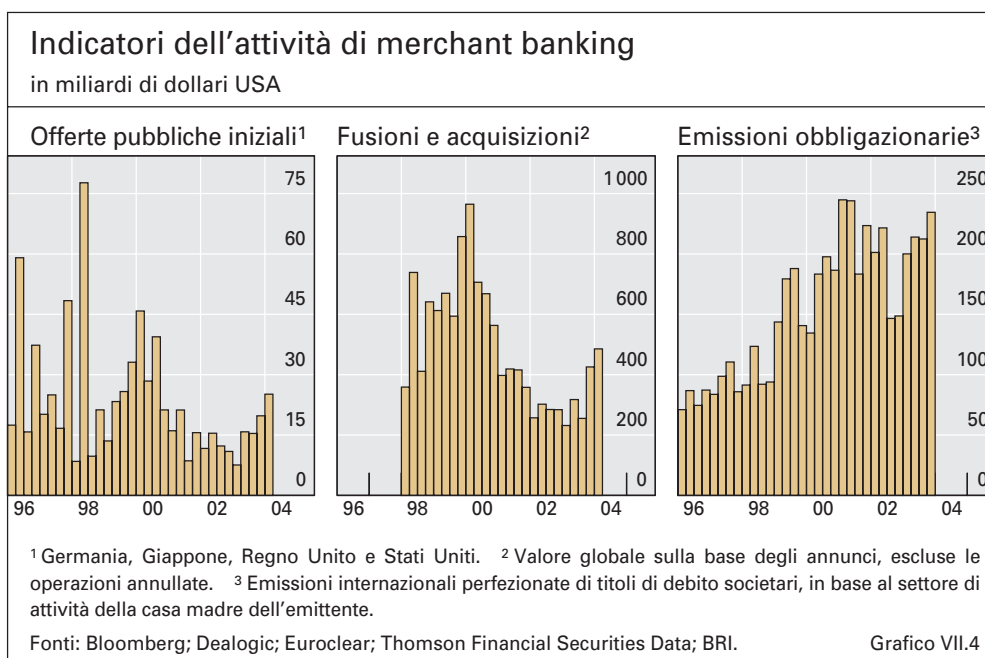
Attività di merchant banking

Grazie al favorevole andamento dei prezzi delle attività, in diversi paesi le banche d'affari hanno realizzato lo scorso anno risultati molto positivi. La risalita delle borse ha rafforzato i loro proventi da negoziazione, che negli anni passati erano stati sorretti principalmente dall'attività sui mercati del reddito fisso. Un'altra importante fonte di reddito è provenuta dalle operazioni in titoli ipotecari, mentre la timida ripresa nei settori delle fusioni societarie e delle offerte pubbliche iniziali, che ha preso avvio nella seconda metà del 2003 dopo tre anni di debolezza, ha apportato solo un modesto contributo ai proventi ricevuti a fronte di consulenze. Per contro, la più intensa attività sul mercato primario dei valori a reddito fisso, stimolata da mutuatari desiderosi di avvantaggiarsi dei bassi rendimenti e della riduzione degli spread, ha dato un forte impulso ai profitti (grafico VII.4).

Le banche d'affari incrementano gli utili ...

Il recupero di redditività ha indotto le banche d'affari a invertire la tendenza al ridimensionamento seguita al collasso del boom degli investimenti e delle borse negli ultimi anni novanta. Il numero degli addetti, che si era fortemente contratto, ha cominciato ad aumentare. Le istituzioni hanno attivamente perseguito una politica di crescita ricostituendo le capacità di intermediazione ed espandendosi verso nuove aree di attività.

... e perseguono una politica di espansione



Il settore assicurativo

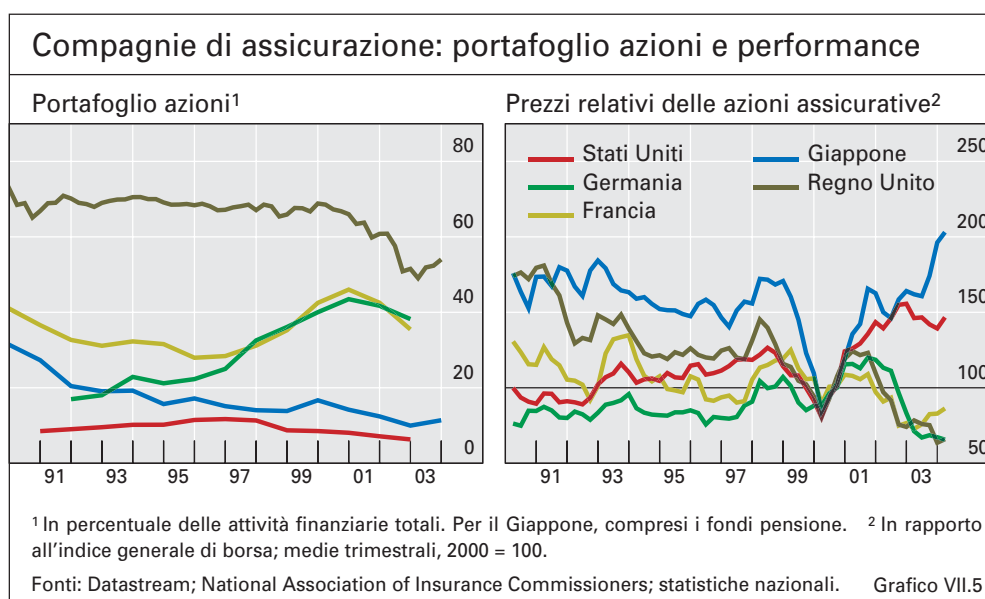
Divergenze
nel settore

Nel 2003 la performance delle compagnie di assicurazione ha tratto vantaggio da diversi sviluppi macroeconomici favorevoli, che però sono stati in parte controbilanciati dal persistere di difficoltà dal lato del passivo ereditate dagli anni precedenti. In generale, le imprese dei settori danni e riassicurazioni hanno iniziato il 2004 in condizioni migliori rispetto a quelle del ramo vita, che devono ancora affrontare problemi in relazione all'adeguatezza del patrimonio.

Il ramo vita,
gravato dalle
passate perdite ...

Durante il periodo in esame le assicurazioni vita con buoni risultati di gestione sono riuscite a combinare passività remunerate a condizioni di prezzo prudenti con investimenti a bassa volatilità nel reddito fisso, beneficiando al tempo stesso della ripresa dei mercati azionari. Un tale approccio è alla base dell'ulteriore proficua gestione delle società francesi e spagnole. Il settore vita degli Stati Uniti, con il 74% delle attività rappresentato da obbligazioni, ha per parte sua tratto vantaggio in particolare dal calo delle insolvenze. A livello più generale, la forte inclinazione positiva della curva dei rendimenti ha incrementato i profitti delle imprese del settore, ampliando il differenziale fra i redditi da investimenti e le rendite garantite sulle polizze. Grazie inoltre a un calo del tasso di mortalità e alle minori pressioni sui margini esercitate dai rendimenti garantiti, in Giappone la performance del comparto ha superato, più che in ogni altro paese industriale maggiore, quella dell'indice generale di borsa (grafico VII.5).

Tuttavia, lo scorso anno ha altresì messo in luce nel settore vita problemi che paiono destinati a perdurare nel tempo. Negli Stati Uniti una perdita di interesse per polizze vita tradizionali e pressioni concorrenziali hanno accresciuto la volatilità dei proventi e ridotto l'accumulazione di capitale. Le società tedesche e britanniche hanno incontrato serie difficoltà, evidenziate dal fallimento di alcuni grandi operatori nazionali, in conseguenza delle perdite dovute a polizze eccessivamente generose che avevano indotto le società a ricercare maggiori rendimenti in impieghi più rischiosi.



Le assicurazioni vita nell'Unione europea sono poste di fronte a problemi addizionali relativi alle proposte di modifica della normativa sui bilanci e sui requisiti di solvibilità. I proposti nuovi principi contabili internazionali mirano a rendere più trasparente l'equilibrio fra i redditi da investimenti e le prestazioni di polizza, ma probabilmente tendono ad aumentare la variabilità dei risultati economici. Inoltre, l'adozione delle nuove prescrizioni in materia di solvibilità comporterà verosimilmente un aumento dei requisiti patrimoniali per molte società in vari paesi dell'Unione europea. Alle compagnie operanti in Germania, Svezia e Regno Unito è attribuibile una quota importante del deficit patrimoniale stimato in €65 miliardi che il settore assicurativo vita dell'Unione europea avrebbe accusato qualora i requisiti fossero stati in vigore nel 2003. Tale deficit potenziale non rappresenta più di un quarto della base di capitale del settore, ma si concentra in un terzo circa delle società. Ciò ha indotto alcuni commentatori a prevedere una sostanziale redistribuzione delle quote di mercato in favore delle assicurazioni che presentano bilanci solidi e stabili.

... e confrontato a nuove regole prudenziali

Una maggiore disciplina nella sottoscrizione di polizze, unita a una incidenza delle catastrofi naturali inferiore alla media, ha permesso alle assicurazioni del ramo danni di conseguire una buona performance. I migliori risultati nella gestione tecnica delle compagnie USA hanno abbassato gli indici di perdita, nonostante l'incremento dei costi. D'altra parte, l'accresciuto fabbisogno di riserve dovuto alle obbligazioni generate dai precedenti esercizi ha continuato a pesare negativamente sulla redditività. A differenza di quelle del ramo vita, le compagnie di assicurazione europee del settore danni sono state ben isolate dalle fluttuazioni del mercato azionario. Inoltre, la raccolta premi è aumentata a un ritmo superiore al trend storico. Anche la performance delle assicurazioni danni giapponesi ha tratto vantaggio da un forte aumento dei premi.

Il ramo danni, in condizioni più sane

Il migliore andamento complessivo delle azioni del settore riassicurativo in Europa e negli Stati Uniti è dovuto principalmente all'accresciuta fiducia nei confronti delle imprese che avevano adottato misure risolutive per rafforzare la base patrimoniale. Negli Stati Uniti le società di nuova costituzione o recentemente ricapitalizzate hanno potuto vantare un aumento annuo delle quotazioni del 20%. In Europa il settore ha realizzato maggiori profitti nel 2003 grazie al calo degli oneri per riserve tecniche e alla ripida curva dei rendimenti, che ha potenziato il reddito netto sugli impieghi.

Le riassicurazioni affrontano i punti deboli

Fattori alla base del buon andamento

Fattori ciclici

L'andamento positivo del settore finanziario è dovuto in ampia misura al concorso di vari fattori ciclici, primi fra tutti l'accelerazione della ripresa economica e l'orientamento accomodante delle politiche economiche, specie di quella monetaria. I bassi tassi di interesse hanno consentito alle istituzioni di finanziarsi agevolmente e di smorzare l'impatto sul conto economico delle difficoltà incontrate dal settore delle imprese durante la fase di flessione congiunturale. Anche i prezzi delle attività hanno avuto un influsso rilevante sulla situazione

Il settore finanziario beneficia della ripresa e dei bassi tassi di interesse

degli intermediari finanziari. La recente ascesa delle quotazioni ha migliorato la redditività delle banche d'affari e contribuito a risanare i bilanci delle compagnie di assicurazione. La sostenuta attività sul mercato delle abitazioni è stata un'importante fonte di reddito per le banche di molti paesi. Ai buoni risultati economici ha parimenti contribuito l'assenza di problemi nel comparto degli immobili non residenziali, che in passato era stato spesso causa di notevoli difficoltà per le istituzioni creditizie.

Nel 2003 i prezzi dei fabbricati commerciali sono in verità diminuiti praticamente in tutti i paesi industriali, dopo un periodo di moderata crescita a partire dal 1995 (tabella VII.2). Nella maggior parte dei casi il calo è stato modesto, pur superando il 10% in Germania, Giappone e Spagna. Inoltre le determinanti di fondo hanno avuto dinamiche contrastanti. Mentre non si è ripresa la domanda di locali per uffici (salvo che nella fascia superiore), dato il ristagno dell'occupazione, è cresciuta quella di superfici per esercizi commerciali al dettaglio, di riflesso al perdurante vigore della spesa per consumi.

Comunque, il contraccolpo sui prezzi è stato contenuto rispetto ai parametri storici, come pure l'impatto sulla redditività delle banche. Ciò è in parte dovuto all'atteggiamento di cautela nel finanziamento dei nuovi

Il calo di prezzo
dei fabbricati non
residenziali ...

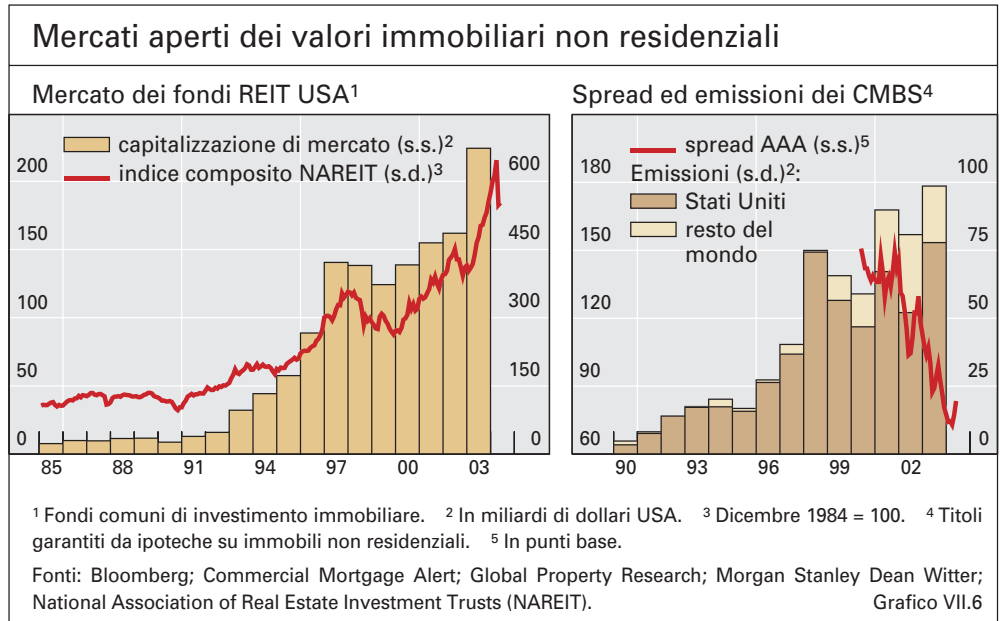
... non intacca i
profitti bancari
grazie alla
cartolarizzazione

| Prezzi degli immobili non residenziali ¹ | | | | | |
|---|----------------------------------|-------|----------------------|---|------|
| | 1995-2002 | 2003 | 2003 | Per memoria: quota locali inoccupati ² | |
| | variazione nominale ³ | | livello ⁴ | 2002 | 2003 |
| Stati Uniti | 3,2 | -2,5 | 35,4 | 15,6 | 16,7 |
| Giappone | -8,7 | -10,2 | 34,5 | 8,0 | 8,5 |
| Germania | 4,1 | -18,4 | 50,8 | 7,1 | 9,8 |
| Regno Unito | 2,8 | -4,1 | 32,7 | 8,0 | 11,3 |
| Francia | 5,9 | -3,4 | 60,7 | 5,9 | 6,0 |
| Italia | 11,6 | -5,1 | 77,6 | 4,7 | 5,4 |
| Canada | 4,2 | -2,7 | 47,9 | 13,7 | 15,6 |
| Spagna | 12,5 | -10,9 | 42,3 | 4,8 | 7,7 |
| Paesi Bassi | 7,5 | -3,0 | 81,8 | 7,4 | 9,7 |
| Australia | 4,2 | 4,0 | 50,7 | 8,3 | 10,3 |
| Svizzera | 0,2 | -2,2 | 59,0 | 8,0 | 10,8 |
| Belgio | 4,0 | 10,9 | 84,4 | 8,8 | 9,5 |
| Svezia | 4,9 | -8,0 | 47,2 | 12,5 | 18,3 |
| Norvegia | 6,8 | -1,9 | 56,3 | 8,3 | 11,0 |
| Danimarca | 7,2 | -1,2 | 82,5 | 2,5 ⁵ | 9,0 |
| Finlandia | 4,2 | -4,7 | 59,4 | 1,7 ⁵ | 7,0 |
| Irlanda | 15,5 | 0,2 | 83,5 | 18,4 | 17,5 |

¹ Per Australia, Belgio, Italia e Spagna, immobili di qualità primaria nelle maggiori città; per il Giappone, terreni fabbricabili. ² Superfici immediatamente disponibili (anche in subaffitto) in tutti i fabbricati finiti, in percentuale dello stock totale del rispettivo mercato. Per Stati Uniti e Svizzera, a livello nazionale; per Australia, Francia, Germania, Italia, Paesi Bassi e Spagna, media delle maggiori città; per gli altri paesi, la capitale. ³ Su base annua, in percentuale. ⁴ Precedente massimo dei prezzi reali = 100. ⁵ 2001.

Fonti: Catella Property Consultants; CB Richard Ellis; Investment Property Databank Ltd; Japan Real Estate Institute; Jones Lang LaSalle; National Council of Real Estate Investment Fiduciaries; Sadolin & Albæk; Wüest & Partner; statistiche nazionali.

Tabella VII.2



progetti, che è prevalso in seguito all'ultimo collasso del mercato nei primi anni novanta e ha contribuito a evitare un boom dei prezzi. Un altro fattore è stato l'ulteriore sviluppo dei mercati degli strumenti collegati al finanziamento degli immobili non residenziali (titoli garantiti da attività, fondi comuni immobiliari e altri strumenti partecipativi), i quali hanno costituito un'alternativa al credito intermediato dalle banche, nonché un canale per la dispersione dei rischi connessi (grafico VII.6). I prezzi di tali strumenti hanno beneficiato della maggiore domanda proveniente dagli investitori istituzionali in cerca di opportunità di impiego più redditizie rispetto alle attività finanziarie tradizionali.

Fattori strutturali

Oltre che a queste determinanti cicliche, la buona performance del settore finanziario va ascritta a diversi fattori di natura strutturale, come il processo a lungo termine di ristrutturazione delle linee operative, l'accresciuto impegno nel segmento al dettaglio e l'ulteriore sviluppo degli strumenti per il trasferimento del rischio.

Ristrutturazione del settore bancario

Nel corso degli anni novanta le banche si sono adoperate al fine di razionalizzare le strutture interne di costo e di migliorare l'efficienza operativa, ricercando nel contempo una maggiore stabilità dei risultati economici mediante la diversificazione dei proventi. Un risvolto palese di tali sforzi è stata l'ondata di fusioni e acquisizioni che ha caratterizzato la seconda metà del decennio. La resilienza mostrata dal settore finanziario di fronte alla recente flessione ciclica è in parte frutto di questi sforzi.

Il contenimento dei costi interni ha principalmente assunto la forma di una riduzione del personale. Grazie al maggiore impiego di tecnologie informatiche e all'esternalizzazione di servizi, le banche hanno potuto sfruttare

La ristrutturazione ha accresciuto la resilienza

Ovunque viene perseguita una migliore efficienza interna

economie di scala e concentrarsi sulle funzioni primarie dell'intermediazione e della distribuzione di prodotti finanziari (tabella VII.3). Nel Nord America questo processo ha preso avvio già nella prima parte degli anni novanta ed è stato presumibilmente più intenso. Più di recente, le istituzioni europee si sono anch'esse mosse attivamente in questa direzione. In vari paesi il processo è stato innescato dal ritiro del settore pubblico dal capitale delle banche, ma si è sovente scontrato con le rigidità presenti nei locali mercati del lavoro. Le banche giapponesi, dopo un avvio particolarmente esitante, hanno accelerato l'attuazione di programmi di razionalizzazione.

Diversamente da quanto osservato per i costi del personale, appaiono meno chiare le tendenze nell'articolazione territoriale delle istituzioni (tabella VII.3). Anche se la diffusione delle nuove tecnologie dovrebbe favorire il passaggio a canali di distribuzione più efficienti in termini di costo rispetto agli sportelli tradizionali, il successo delle varie forme di "telebanca" è stato piuttosto incerto. Inoltre, l'accresciuto interesse per la clientela al dettaglio (si veda oltre) ha trasformato le filiali in importanti punti di vendita per una crescente gamma di servizi finanziari.

Il consolidamento rimane un'importante opzione strategica per le banche, anche se è sensibilmente rallentata l'attività di fusione e acquisizione rispetto agli ultimi anni novanta. Ne sono una conferma le due operazioni di grandissime dimensioni concluse lo scorso anno, da cui sono sorti il secondo e il terzo gruppo bancario degli Stati Uniti. Il processo è inoltre continuato a

Rallenta il ritmo del consolidamento

| Ristrutturazione del settore bancario ¹ | | | | | | | | | | | |
|--|-----------------------------|------|-------------------|--------------------------------|------|-------------------|-------------------------|-----------------------|-------|-------------------|-------------------------|
| | Concentrazione ² | | | Numero di filiali ³ | | | | Occupati ³ | | | |
| | 1990 | 1997 | 2003 ⁴ | 1990 | 1997 | 2003 ⁴ | variazione ⁵ | 1990 | 1997 | 2003 ⁴ | variazione ⁵ |
| Stati Uniti | 13 | 21 | 24 | 72,8 | 77,3 | 84,8 | 0,0 | 1 911 | 1 847 | 2 129 | 0,0 |
| Giappone | 42 | 39 | 42 | 24,7 | 25,4 | 22,7 | -11,8 | 593 | 561 | 447 | -27,8 |
| Germania | 17 ⁶ | 17 | 22 | 43,3 | 47,1 | 38,2 | -22,3 | 696 | 751 | 732 | -3,5 |
| Francia | 52 | 38 | 45 | 25,7 | 25,5 | 26,2 | 0,0 | 399 | 386 | 384 | -3,8 |
| Regno Unito | 49 | 47 | 41 | 19,0 | 14,3 | 12,9 | -32,4 | 423 | 360 | 360 | -15,0 |
| Italia | 24 | 25 | 27 | 17,7 | 25,6 | 29,9 | 0,0 | 324 | 343 | 341 | -4,3 |
| Canada | 83 | 87 | 87 | 8,7 | 9,4 | 10,4 | 0,0 | 211 | 264 | 279 | 0,0 |
| Spagna | 38 | 47 | 55 | 35,2 | 37,6 | 39,4 | 0,0 | 252 | 242 | 239 | -6,6 |
| Australia | 65 | 69 | 77 | 6,9 | 6,1 | 4,9 | -31,2 | 357 | 308 | 344 | -3,4 |
| Paesi Bassi | 74 | 79 | 84 | 8,0 | 7,0 | 3,7 | -54,1 | 123 | 120 | 140 | -9,6 |
| Belgio | 48 | 57 | 83 | 8,3 | 7,4 | 5,6 | -33,2 | 79 | 77 | 75 | -5,6 |
| Svezia | 70 | 90 | 90 | 3,3 | 2,5 | 2,0 | -37,2 | 45 | 43 | 42 | -7,7 |
| Austria | 35 | 44 | 44 | 4,5 | 4,7 | 4,4 | -6,2 | 75 | 75 | 75 | -2,4 |
| Svizzera | 54 | 73 | 80 | 4,2 | 3,3 | 2,7 | -35,9 | 120 | 107 | 100 | -16,8 |
| Norvegia | 68 | 59 | 60 | 1,8 | 1,6 | 1,2 | -32,9 | 31 | 24 | 22 | -22,4 |
| Finlandia | 65 | 77 | 79 | 3,3 | 1,7 | 1,6 | -55,8 | 50 | 30 | 27 | -49,3 |

¹ Istituzioni raccoglitrici di depositi, comprendenti di norma banche commerciali, casse di risparmio e vari tipi di banche popolari e di credito cooperativo. ² Attivo delle cinque maggiori banche in percentuale dell'attivo aggregato di tutte le banche. ³ In migliaia. ⁴ Per Belgio, Francia, Germania, Giappone, Italia, Regno Unito e Svezia, 2002. ⁵ In percentuale, dal punto di massimo (dopo il 1990) al dato più recente; 0,0 indica che il 2003 è stato l'anno di massimo. ⁶ 1995.

Fonti: varie associazioni bancarie nazionali; statistiche nazionali.

Tabella VII.3

livello locale e regionale dopo lo smantellamento delle strutture istituzionali che storicamente avevano favorito la frammentazione del sistema bancario USA. Anche in Europa è proseguita l'integrazione a livello nazionale, seppure a un ritmo più lento, mentre le operazioni transnazionali sono rimaste un'eccezione. In effetti, la delusione per le persistenti difficoltà nella creazione di un mercato bancario paneuropeo ha convinto alcune istituzioni a ridurre l'entità delle partecipazioni strategiche all'estero, viste in precedenza come il preludio a operazioni di più grande portata, al fine di rafforzare la propria posizione finanziaria sul mercato interno.

Operatività al dettaglio

La vigorosa domanda di credito al consumo ha costituito una benefica fonte di reddito per le banche confrontate al ristagno della domanda di finanziamenti delle imprese e alla compressione dei margini. In numerosi paesi le banche hanno perseguito una strategia aggressiva di espansione incentrata sullo sviluppo del "retail banking". Mutui ipotecari, carte di credito, prestiti per l'acquisto di autoveicoli e aperture di credito allo scoperto sono alcuni dei prodotti bancari in forte crescita. Sono parimenti diventate importanti fonti di reddito altri servizi offerti alle famiglie contro commissioni, come la vendita di prodotti finanziari di terzi o attività di mediazione. Questa tendenza potrebbe rafforzarsi con l'introduzione, nei prossimi anni, dei nuovi requisiti di adeguatezza patrimoniale per le banche, i quali riconoscono gli effetti di attenuazione del rischio che derivano dalla maggiore diversificazione insita nelle esposizioni verso la clientela al dettaglio rispetto ai finanziamenti alle imprese.

Crescita delle
operazioni al
dettaglio

I proventi da commissioni sono visti come un mezzo per temperare la ciclicità degli utili, specialmente nel caso delle banche che sono riuscite a conquistare una posizione preminente e a mantenere la propria quota di mercato. L'esperienza recente convalida questa asserzione, in quanto gli introiti per commissioni hanno compensato in misura notevole l'impatto dei margini di interesse calanti. In effetti, questo processo di ricomposizione delle fonti di reddito è stato più marcato nei paesi con un contesto fortemente competitivo. Ciò rispecchia in parte il fatto che la domanda dei consumatori è sembrata meno sensibile agli oneri per commissioni che ai tassi di interesse, forse perché la struttura dei primi è meno trasparente e rende più difficile il raffronto fra i diversi prestatori di servizi.

Mercati per il trasferimento del rischio

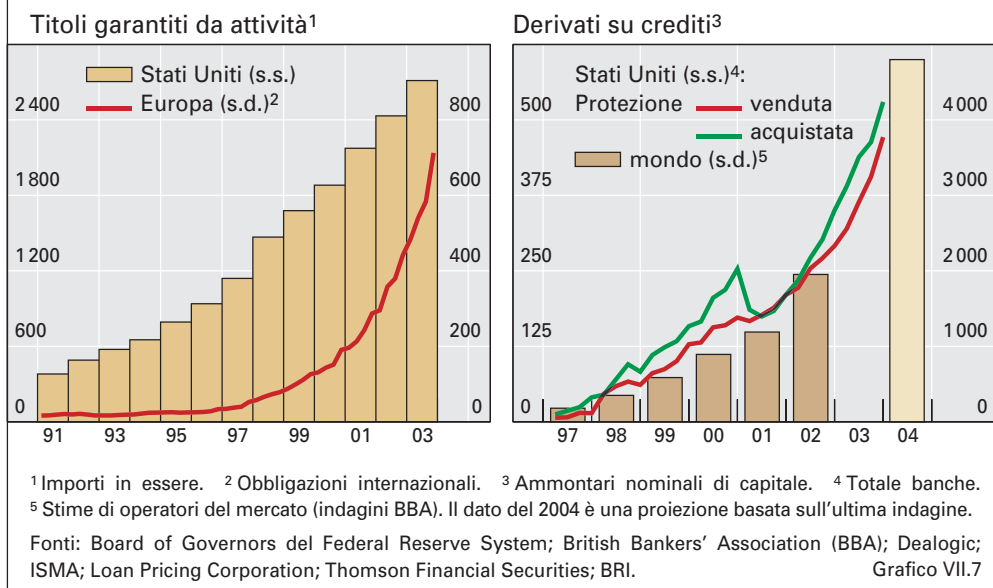
Negli ultimi anni il rapido sviluppo dei nuovi mercati per il trasferimento del rischio ha accresciuto la capacità del sistema finanziario di assorbire perdite e ha favorito la sua performance contribuendo a disperdere il rischio fra vari tipi di istituzioni e di investitori.

La crescita dei mercati per la cartolarizzazione di crediti originati dalle banche è stata favorita dalla domanda degli investitori istituzionali e dal progresso delle tecnologie finanziarie e telematiche (grafico VII.7). Lo sviluppo del segmento ipotecario è stato particolarmente intenso negli Stati Uniti, sotto la spinta di un mercato primario esuberante e delle migliorate condizioni di liquidità. In Europa il mercato delle obbligazioni garantite da attività ha tratto

La diffusione della
cartolarizzazione ...

Mercati per il trasferimento del rischio creditizio

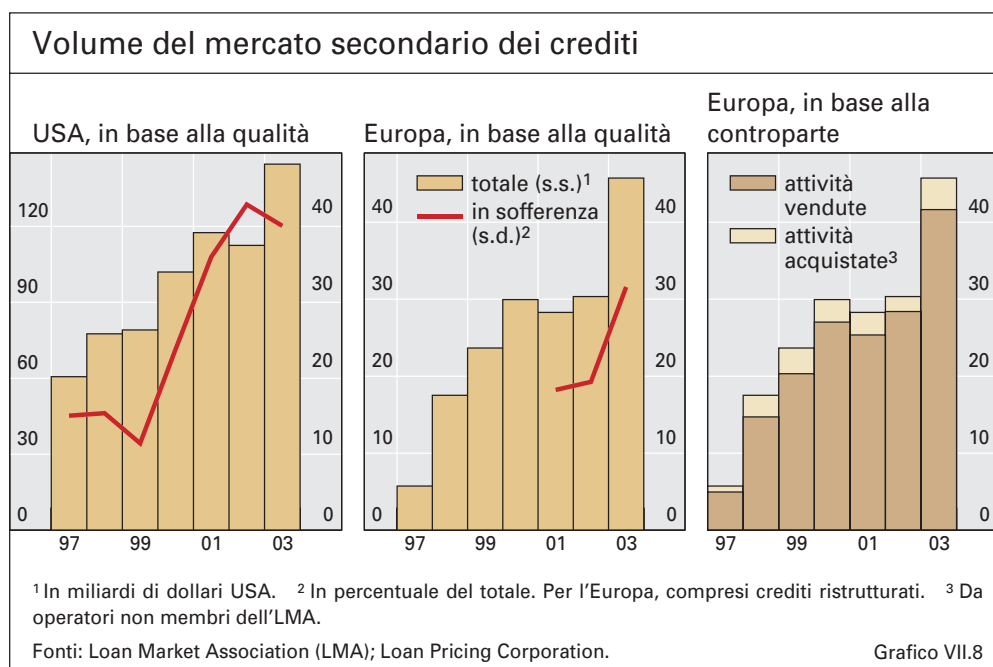
in miliardi di dollari USA



beneficio dall'introduzione della moneta unica e dal miglioramento delle infrastrutture operative e giuridiche.

... e la crescita dei mercati secondari dei prestiti ...

Negli ultimi anni è parimenti cresciuto il mercato secondario dei prestiti sindacati. Durante il periodo sotto rassegna negli Stati Uniti il volume delle contrattazioni in questo segmento – il secondo per importanza all'interno del mercato dei crediti – è aumentato di circa il 25% (grafico VII.8); in Europa esso è cresciuto di oltre il 50%. I prestiti problematici hanno continuato a rappresentare una quota elevata delle contrattazioni totali sul mercato USA e hanno



guadagnato importanza su quello europeo. Indubbiamente ciò rispecchia in certa misura il deteriorarsi della situazione finanziaria delle imprese in Europa, ma è altresì indicativo di una forte richiesta da parte degli investitori e di una maggiore capacità del mercato di assorbire crediti di qualità inferiore.

Uno dei fattori chiave dell'efficacia del mercato secondario dei crediti nel disperdere il rischio attraverso il sistema finanziario è costituito dalla crescente partecipazione di una gamma diversificata di investitori. La quota di prestiti sindacati interni detenuta dalle banche USA è andata leggermente calando negli ultimi anni. Al tempo stesso, gli operatori non bancari e le istituzioni estere detengono una percentuale proporzionalmente maggiore di crediti problematici rispetto alle stesse banche USA.

Un andamento analogo è osservabile nei mercati dei derivati creditizi, dove i soggetti non bancari (principalmente assicurazioni e hedge fund) sono stati venditori netti di protezione. Inoltre, le istituzioni bancarie minori, con un'attività creditizia maggiormente incentrata sulla clientela locale, hanno accresciuto mediante contratti derivati la propria esposizione verso mutuatari esteri, allo scopo di diversificare gli impieghi.

... consentono
l'ingresso di nuovi
operatori

Maggiore propensione al rischio

I risultati di gestione positivi, unitamente alle aspettative sempre più ottimistiche, hanno incoraggiato un'accresciuta assunzione di rischio in un sistema finanziario che è passato relativamente indenne attraverso la recente flessione ciclica. Si può ritenere che gli elevati livelli di capitalizzazione, una più intensa concorrenza, l'ampia liquidità sui mercati finanziari, nonché i tassi di interesse bassi siano tutti fattori che hanno parimenti contribuito a questa tendenza. Si possono trovare manifestazioni di tale atteggiamento sia nelle condizioni di prezzo praticate sia nella crescente importanza assunta da certe aree operative, come la negoziazione in proprio. Un potenziale pericolo è che il settore finanziario sia divenuto più vulnerabile a sviluppi imprevisti nel ritmo e nella fisionomia della crescita economica, nonché nell'evoluzione futura dei tassi di interesse.

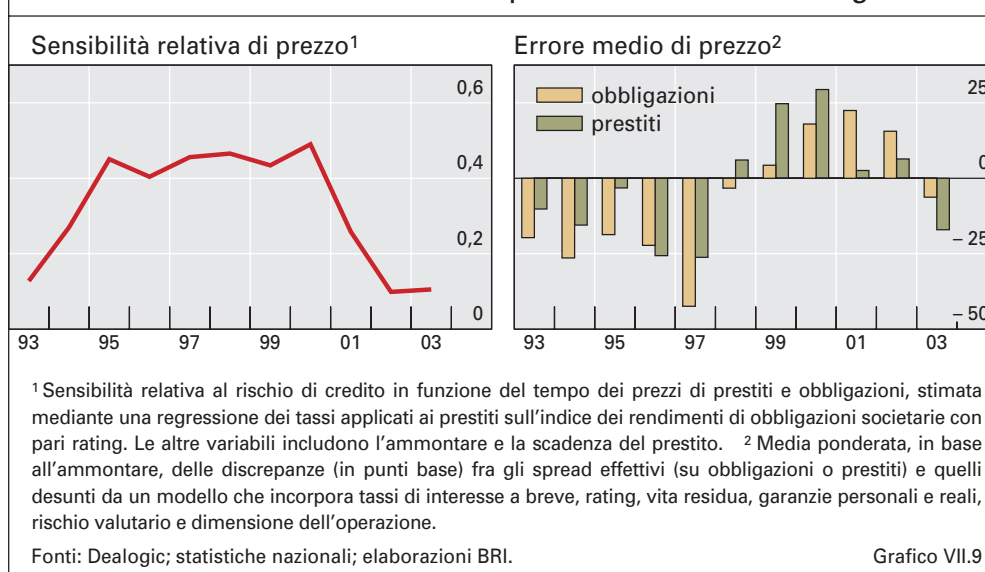
La maggiore
propensione
al rischio delle
banche ...

Manifestazioni della propensione al rischio

Negli anni recenti si è potuta constatare sul mercato obbligazionario, e ancor più su quello dei prestiti sindacati, una politica di prezzo più aggressiva in relazione al rischio di credito. I rendimenti osservati in tali mercati sono sensibilmente inferiori ai livelli desumibili sulla base delle relazioni storiche con i tassi di interesse correnti e con il rischio associato alle caratteristiche specifiche delle singole operazioni. Sebbene siffatte tendenze siano state rilevate negli ultimi due anni in entrambi i mercati (si veda in proposito anche il Capitolo VI), il fenomeno appare più marcato nel caso dei prestiti sindacati (grafico VII.9, diagramma di destra). La recente compressione degli spread nei due mercati presenta analogie con la situazione determinatasi sul finire di un altro periodo di bassi tassi di interesse, negli anni 1993–95, mentre appare meno pronunciata di quella intervenuta nei due anni precedenti la crisi asiatica. Alla fine degli anni novanta le condizioni di prezzo si sono fatte via

... si rispecchia
nelle condizioni di
prezzo dei crediti ...

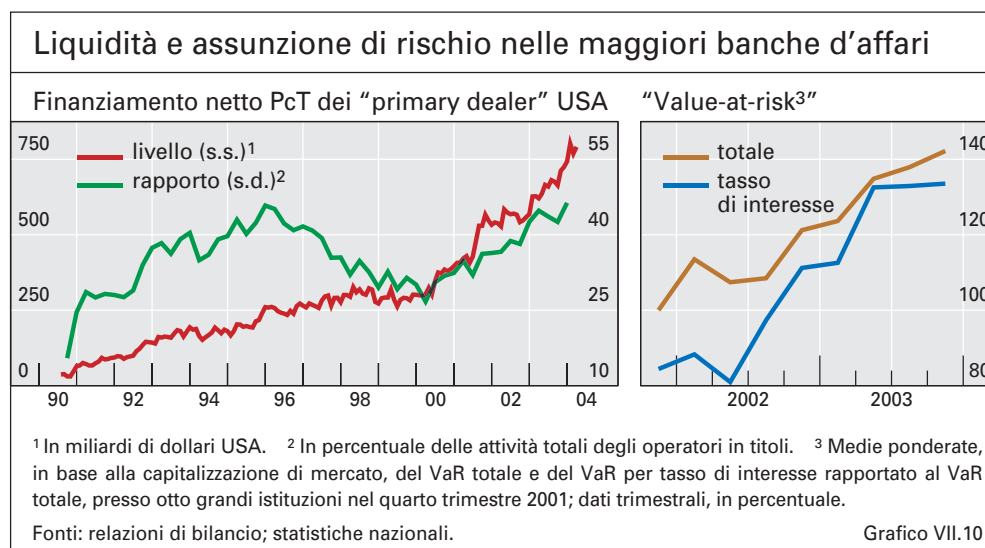
Prezzo del rischio sui mercati dei prestiti sindacati e obbligazionari



via più tese, presumibilmente a causa dell'accresciuta domanda, prima che intervenisse il più recente calo degli spread. Dal raffronto fra i prezzi praticati sui due mercati per mutuatari con rating analogo emerge che i prestiti sono stati meno sensibili al rischio di credito rispetto alle obbligazioni (grafico VII.9, diagramma di sinistra). Di fatto, la tendenza convergente osservata durante gli anni novanta sembra essersi rapidamente invertita, giacché il mercato dei prestiti pare divenuto molto meno selettivo a partire dal 2001.

Un altro sintomo della tendenza a una maggiore assunzione di rischio è l'accresciuta attività di negoziazione in proprio delle banche. Ciò è evidenziato fra l'altro dal fatto che gran parte dell'aumento complessivo dell'esposizione al rischio di mercato, misurata dal "valore a rischio" (VaR) rilevato per l'insieme del settore nel 2003, è attribuibile al maggiore rischio di tasso di interesse (grafico VII.10). È vero che la forte volatilità sui mercati obbligazionari nel corso dell'estate ha contribuito in notevole misura alla crescita del VaR

... e nella crescita delle operazioni in proprio



collegato al tasso di interesse nel terzo trimestre 2003; nondimeno, a fine 2003 questa componente del VaR superava ancora del 20% il livello di un anno prima, benché le istituzioni avessero avuto tempo di aggiustare le posizioni.

Durante il periodo sotto rassegna il sistema finanziario ha continuato ad accrescere la propria esposizione diretta o indiretta verso il settore degli hedge fund. Con l'ampliarsi del numero e delle dimensioni di tali fondi si è fatta più intensa la concorrenza fra le grandi banche per acquisire lucrativi mandati di mediazione, richiamando sul mercato operatori che alcuni anni orsono si erano di fatto ritirati da questo segmento. Inoltre, risulta che le banche – come strategia complementare all'espansione dell'attività di negoziazione in proprio – abbiano direttamente investito cospicui capitali in fondi attivi nel comparto del reddito fisso. Grazie a questi afflussi di risorse, e al crescente interesse mostrato dagli investitori istituzionali, come i fondi pensione, gli hedge fund hanno ormai assunto un ruolo importante nei mercati dei prestiti societari.

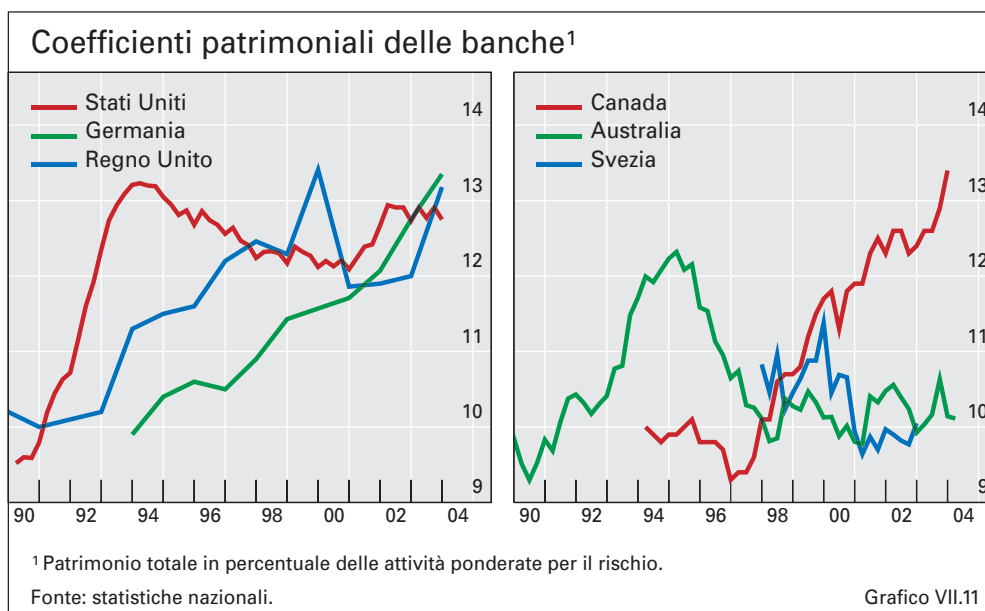
Fattori alla base della maggiore assunzione di rischio

Le ragioni della maggiore assunzione di rischio da parte delle banche vanno ricercate nel concorso di vari fattori presenti nell'attuale congiuntura, fra i quali sembra primeggiare l'accumulo di una solida dotazione di capitale in conseguenza dei buoni risultati gestionali passati e del migliorato clima economico (grafico VII.11). I bassi rendimenti in alcune delle linee operative più tradizionali possono avere indotto le banche a cercare opportunità di lucro in aree a più alta rischiosità. Analogamente, il calo dei proventi nel settore della consulenza alla clientela societaria ha spinto le banche d'affari a ricercare sbocchi redditizi.

Un altro fattore risiede nella più serrata concorrenza nell'ambito della tradizionale intermediazione finanziaria. La domanda di credito delle imprese è rimasta debole a causa dei ridotti investimenti, del calo delle operazioni di fusione e acquisizione e del maggior numero di prestiti sindacati

L'assunzione di rischio favorita dal capitale esuberante ...

... dalla maggiore concorrenza ...



allestiti direttamente dai prenditori. Ciò ha intensificato la competizione per l'ottenimento di mandati di prestito sulla base delle condizioni di prezzo, anche in assenza di reali prospettive di ricevere dal mutuatario incarichi complementari fruttiferi di commissioni, come servizi di consulenza o garanzie di sottoscrizione. Il restringimento degli spread nei mercati delle obbligazioni e dei prestiti (grafico VII.9) induce a ritenere che sia attualmente in corso una diffusa ricerca di impieghi.

... e dall'abbondante liquidità

Infine, l'abbondante liquidità presente sui mercati finanziari e la maggiore propensione al rischio hanno favorito lo sviluppo della negoziazione in proprio. Negli ultimi tre anni si è accelerata la crescita del finanziamento netto mediante operazioni pronti contro termine delle posizioni dei "primary dealer" statunitensi. La quota percentuale di tale finanziamento sulle attività totali di questi operatori è quasi raddoppiata fra l'inizio del 2000 e la fine del 2003 (grafico VII.10, diagramma di sinistra). Il senso di sicurezza derivante dal più diffuso impiego di tecnologie avanzate per la gestione del rischio e dalla maggiore tolleranza mostrata dagli azionisti verso la volatilità del reddito in un periodo di crescita degli utili ha probabilmente rafforzato la tendenza delle banche a operare direttamente sul mercato.

Pericoli potenziali

Il principale pericolo derivante dall'accresciuta assunzione di rischio è che il settore finanziario diventi più vulnerabile di fronte a inattesi sviluppi avversi concernenti la crescita economica e l'evoluzione dei tassi di interesse.

Vulnerabilità di fronte a un rialzo dei tassi ...

Il rischio maggiore connesso con l'intensa ricerca di impieghi, di cui si è parlato poc'anzi, è che le banche abbiano praticato condizioni di prezzo troppo accomodanti basandosi sulla previsione ottimistica di un durevole contesto di bassi tassi di interesse e di rapida crescita economica. La ristrettezza dei differenziali riduce considerevolmente la capacità di assorbire eventuali perdite. In caso di crescita squilibrata o più lenta ciò potrebbe tradursi in una quota di insolvenze delle imprese mutuarie superiore a quella stimata dalle banche nella definizione degli spread e, quindi, in un volume inaspettatamente elevato di perdite su crediti. Un settore finanziario indebolito da un contesto macroeconomico sfavorevole potrebbe a sua volta deprimere ulteriormente l'economia, divenendo ad esempio più restrittivo nell'erogazione del credito.

... e a una curva dei rendimenti più piatta

Quanto alla negoziazione in proprio di strumenti a reddito fisso da parte delle banche d'affari, il rischio principale deriva dal fatto di basarsi su un'abbondante liquidità e sull'accentuata inclinazione della curva dei rendimenti. Taluni intermediari incorrerebbero in pesanti perdite qualora si prosciugasse la liquidità o la curva si appiattisse al di là delle aspettative già incorporate negli attuali tassi a termine. Inoltre, la simultanea liquidazione di ingenti posizioni potrebbe causare o accentuare movimenti sfavorevoli dei prezzi, specie nei mercati fortemente concentrati (Capitolo VI).

Una preoccupazione di questo tipo è stata espressa dalle autorità USA riguardo all'indebitamento delle agenzie federali di credito. Nel settembre 2003 tali istituti riportavano in bilancio passività per complessivi \$2,4 trilioni. Il ricavato di queste passività è stato impiegato per acquisire portafogli di prestiti ipotecari e titoli emessi a fronte di ipoteche, il cui valore è altamente

sensibile alle variazioni dei tassi di interesse o dell'attività di rifinanziamento. Sebbene gli istituti in parola continuino a coprirsi da questi rischi, l'entità delle esposizioni ha fatto sorgere interrogativi sulla capacità del sistema nel suo insieme di assorbire ordinatamente l'impatto di un rialzo dei tassi. Poiché la copertura implica la vendita di titoli a lungo termine allorché i rendimenti aumentano, i contraccolpi sul mercato obbligazionario potrebbero essere significativi.

Debito delle famiglie e stabilità finanziaria

Come già si è detto, la buona tenuta del settore bancario va in parte attribuita alla forte domanda di prodotti finanziari, in particolare servizi ipotecari e credito al consumo, proveniente dalle famiglie. Per le banche la crescita dei finanziamenti a questo settore ha non soltanto costituito una fonte di ricavi da commissioni, ma anche mitigato il rischio creditizio grazie alla buona qualità dei prestiti ipotecari in un contesto di prezzi crescenti delle abitazioni.

Negli ultimi anni l'indebitamento delle famiglie è salito in molti paesi a livelli storicamente elevati, a causa soprattutto del basso costo del credito e dell'allentamento dei vincoli di liquidità. La crescita del debito è stata particolarmente sostenuta in Australia, Paesi Bassi e Spagna – dove nell'ultimo quinquennio si sono registrati mediamente tassi annui di incremento del

Il debito delle famiglie è aumentato fortemente ...

| Prezzi degli immobili residenziali e debito delle famiglie | | | | | |
|--|----------------------------------|------|----------------------|------------------------------------|------|
| | Immobili residenziali | | | Debito delle famiglie ¹ | |
| | 1995-2002 | 2003 | 2003 | 1995-2002 | 2003 |
| | variazione nominale ² | | livello ³ | variazione nominale ² | |
| Stati Uniti | 5,8 | 8,0 | 100 | 8,2 | 10,8 |
| Giappone ⁴ | -3,0 | -5,8 | 65 | 0,3 | -0,1 |
| Germania | 0,1 | -1,0 | 84 | 4,2 | 1,0 |
| Regno Unito | 11,9 | 10,0 | 100 | 8,5 | 9,3 |
| Francia | 4,8 | 16,4 | 100 | 7,1 | 7,2 |
| Italia | 3,7 | 10,7 | 100 | 8,4 | 6,6 |
| Canada | 3,6 | 11,0 | 100 | 5,9 | 6,2 |
| Spagna | 9,8 | 17,3 | 100 | 14,5 | 12,6 |
| Paesi Bassi | 11,2 | 3,6 | 100 | 13,3 | 9,4 |
| Australia | 9,0 | 18,9 | 100 | 12,4 | 11,9 |
| Svizzera | 0,1 | 2,8 | 67 | 3,3 | 6,6 |
| Belgio | 5,4 | 7,6 | 100 | 3,5 | 2,2 |
| Svezia | 8,0 | 6,1 | 100 | 7,1 | 8,2 |
| Norvegia | 8,3 | 3,7 | 97 | 8,3 | 6,7 |
| Danimarca | 7,1 | 3,2 | 100 | 8,2 | 8,2 |
| Finlandia | 8,2 | 7,4 | 84 | 7,0 ⁵ | 12,3 |
| Irlanda | 14,5 | 13,9 | 100 | ... | ... |

¹ Categoria dei conti finanziari nazionali ove disponibile, altrimenti passività verso le banche; dati in parte stimati. ² Su base annua, in percentuale. ³ Precedente massimo dei prezzi reali degli immobili residenziali = 100. ⁴ Terreni fabbricabili. ⁵ 1996-2002.

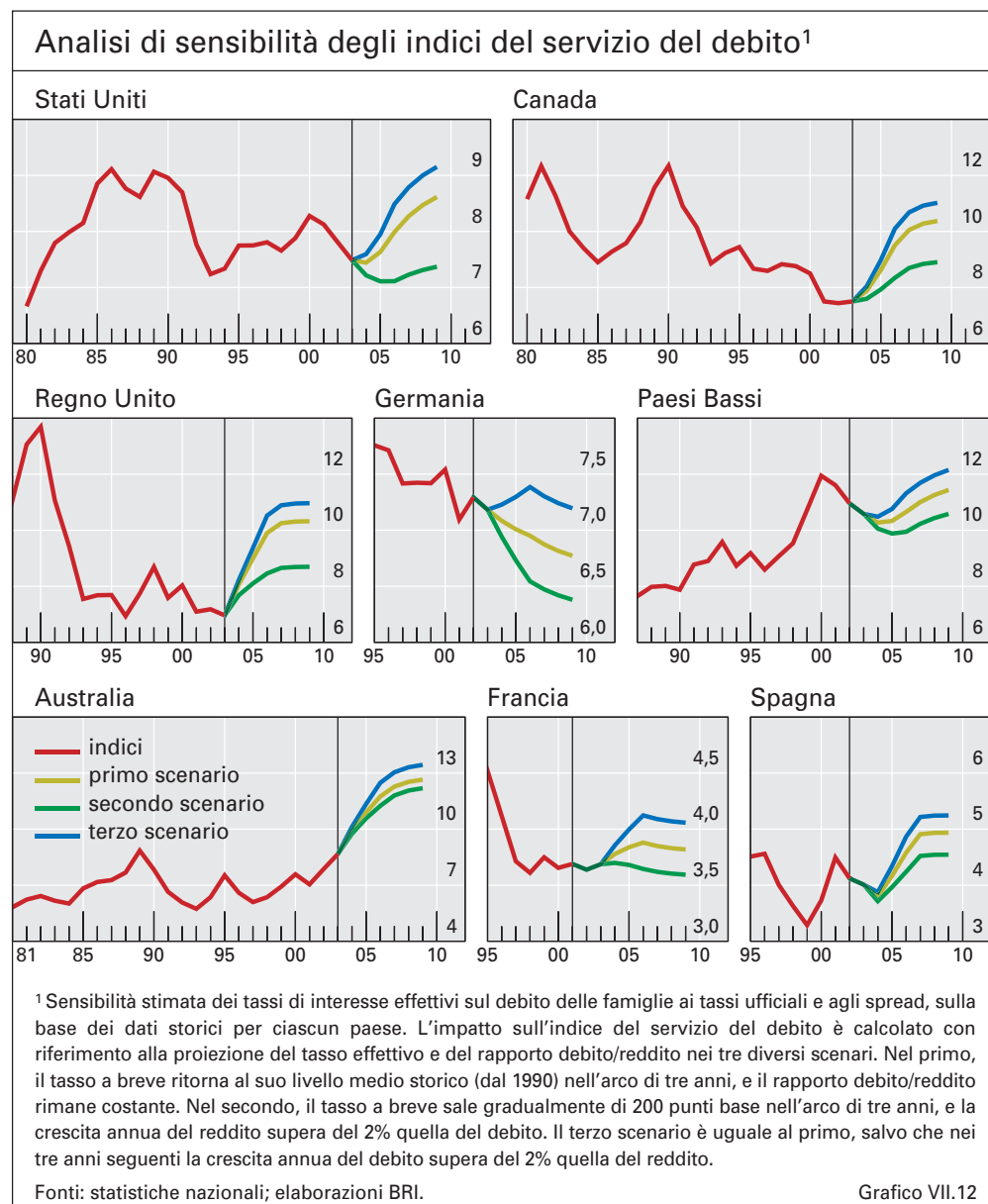
Fonti: Nomisma; Office of Federal Housing Enterprise Oversight; Wüest & Partner; statistiche nazionali; stime BRI.

Tabella VII.4

12-15% -, seguiti da Italia, Regno Unito, Stati Uniti e vari paesi nordici (tabella VII.4). All'estremo opposto, in Germania e Giappone le passività delle famiglie sono rimaste praticamente stazionarie. Nel complesso, il rapporto fra debito e reddito disponibile del settore è cresciuto costantemente nella maggior parte delle economie industriali, salendo in media dal 90% circa nel 1990 al 115% nel 2003.

... così come la
ricchezza ...

L'espansione del debito delle famiglie è avvenuta sullo sfondo di rapidi guadagni di ricchezza e di tassi di interesse molto bassi. In effetti, durante il trascorso decennio è fortemente aumentato il valore delle attività detenute dal settore, dapprima per l'ascesa delle quotazioni azionarie e quindi per il rincaro delle abitazioni. Nel 2003, in particolare, il buon andamento di entrambi i mercati si è tradotto in un sensibile incremento del patrimonio netto delle famiglie nell'area dell'OCSE. Di conseguenza, l'accumulo di debito appare meno consistente se rapportato alla crescita delle attività aggregate, anziché a



quella del reddito disponibile. Per quanto concerne i tassi di interesse, si può osservare che l'indice del servizio del debito, un parametro fondamentale della solidità finanziaria del settore, è rimasto in numerosi paesi al di sotto delle medie storiche, soprattutto a causa del costo eccezionalmente basso del denaro (grafico VII.12).

Nondimeno, l'elevato indebitamento suscita interrogativi riguardo alla vulnerabilità dei bilanci delle famiglie consumatrici. Ciò potrebbe parimenti avere conseguenze sulla stabilità del sistema finanziario.

Un primo ordine di preoccupazioni è collegato a un eventuale aumento dei tassi di interesse. Il conseguente aggravio dell'onere debitorio potrebbe causare insolvenze sui prestiti ipotecari e perdite per gli intermediari finanziari. Fatto importante, le conseguenze di un rialzo dei tassi varierebbero notevolmente da un paese all'altro a seconda delle caratteristiche del sistema nazionale, come ad esempio la durata del tasso ipotecario applicato, il costo del rifinanziamento, il grado di sviluppo della cartolarizzazione, i costi di transazione e il trattamento fiscale della proprietà immobiliare. Laddove prevalgono i mutui a tasso variabile, come in Australia, Irlanda, Spagna, Regno Unito e nella maggior parte dei paesi nordici, un aumento dei tassi di interesse, specie se inatteso, ricadrebbe immediatamente sulle famiglie. Le difficoltà finanziarie di queste ultime potrebbero poi tradursi in un deterioramento degli impieghi degli intermediari. Per contro, nei paesi in cui predominano i tassi fissi, come Francia, Germania, Italia e Stati Uniti, il rischio di interesse viene sopportato direttamente dalle istituzioni creditizie. Le strategie di copertura a fronte del rischio di interesse perdono molta della loro efficacia allorché esistono opzioni di rifinanziamento poco onerose, che introducono un rischio di rimborso anticipato. Altri fattori tendono a limitare la vulnerabilità delle banche di fronte a tensioni sul mercato ipotecario. Nei paesi in cui è ben sviluppata la cartolarizzazione, i crediti immobiliari potrebbero essere ceduti al di fuori del sistema bancario, trasferendo così parte del rischio di interesse al mercato dei capitali. Inoltre, la deducibilità fiscale degli interessi ipotecari passivi tende ad abbassare il tasso effettivo pagato sui prestiti contratti dalle famiglie, e quindi a ridurre la reattività dei costi per il servizio del debito ai movimenti dei tassi di interesse.

È peraltro alquanto improbabile che i tassi di interesse costituiscano di per sé una grave minaccia per la posizione di bilancio delle famiglie. Mantenendo costante il rapporto debito/reddito, un innalzamento dei tassi a breve tende ad aumentare il tasso effettivo sulle passività e, di conseguenza, l'onere per il servizio del debito. Tuttavia, calcoli approssimativi effettuati sulla base di dati aggregati indicano che nella maggior parte dei paesi (con l'eccezione notevole dell'Australia) l'indice del servizio del debito rimarrebbe ben al di sotto dei massimi storici anche nell'ipotesi di un consistente rialzo dei tassi (primo scenario del grafico VII.12). Ad esempio, nel Regno Unito un ritorno del tasso ufficiale al livello medio di lungo periodo (ossia un aumento di 335 punti base) nell'arco di tre anni farebbe salire l'indice a poco più del 10%, un valore ben al di sotto del picco raggiunto all'inizio degli anni novanta.

L'impatto delle variazioni dei tassi di interesse sul servizio del debito dipende anche in modo cruciale dalla dinamica del reddito. Qualora

... rendendo
il settore
vulnerabile ...

... a un aumento
dei tassi
di interesse ...

... o a una più
lenta crescita del
reddito

l'economia registrasse una forte ripresa e il reddito crescesse più rapidamente del debito, l'incremento dell'onere per il servizio del debito sarebbe assai inferiore. Se invece il rapporto debito/reddito dovesse continuare a salire, un rialzo dei tassi potrebbe causare considerevoli difficoltà finanziarie al settore delle famiglie (terzo scenario nel grafico VII.12).

L'esposizione delle banche ai prezzi delle abitazioni ...

Il secondo aspetto critico riguarda la possibilità che una crescita sostanzialmente più lenta, o addirittura un calo, dei prezzi delle abitazioni costringa le famiglie a ridurre la spesa. E se ciò avvenisse prima che si sia ben consolidato il recupero delle imprese, al settore finanziario verrebbe a mancare un importante fattore di resilienza. Se poi i prezzi finissero per calare, ciò provocherebbe con ogni probabilità numerose insolvenze e tensioni finanziarie. L'intensità di questo effetto di retroazione dipende in parte dai limiti prudenziali posti al rapporto fra prestito e valore dell'immobile sottostante. Tale rapporto varia notevolmente a seconda dei paesi: dal 50% in Italia al livello eccezionalmente alto del 110% rilevato recentemente nei Paesi Bassi. L'effetto di un elevato rapporto prestito/valore si rafforza allorché viene applicata ai mutui una contabilità basata sul valore corrente di mercato dell'immobile (come avviene nella maggioranza dei paesi industriali, eccetto Danimarca, Germania e Svizzera).

... e al debito delle famiglie ...

Queste considerazioni valgono per il settore delle famiglie nel suo insieme, ma l'impatto degli shock potrebbe non essere lo stesso per i vari sottogruppi. Le famiglie con bassi livelli di reddito, che sono quelle probabilmente più colpite da una contrazione dell'attività economica o da un aumento della disoccupazione, presentano un onere per il servizio del debito relativamente elevato. Negli Stati Uniti, ad esempio, un quarto circa delle unità familiari a più basso reddito evidenzia un rapporto servizio/reddito superiore al 40%. Per contro, soltanto il 2,5% delle famiglie nel decile più alto di reddito ha un grado di leva finanziaria comparabile. La distribuzione delle passività fra le diverse categorie di famiglie può pertanto essere una variabile importante di cui tener conto nel valutare il rischio connesso con il crescente indebitamento del settore.

... è soltanto indiretta

In sintesi, quand'anche l'indebitamento delle famiglie non comporti un grande rischio diretto per gli intermediari finanziari, esso potrebbe comunque avere un impatto indiretto, sotto forma di un'accresciuta reattività della spesa per consumi ai tassi di interesse e ai prezzi delle attività (Capitolo II). Un eventuale marcato rallentamento dei consumi graverebbe presumibilmente anche sui profitti delle imprese e sulla loro capacità di assicurare il servizio del debito. Non si può inoltre escludere la possibilità che tali shock avversi, ossia un rialzo dei tassi e un calo dei prezzi delle attività, avvengano simultaneamente. In questo caso gli effetti macroeconomici derivanti dal maggiore indebitamento sarebbero più complessi, e il rischio indiretto per le istituzioni finanziarie diverrebbe più difficile da controllare.