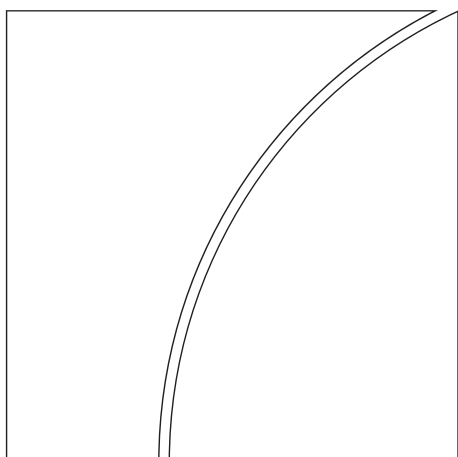




BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI



78^a Relazione annuale

1° aprile 2007-31 marzo 2008

Basilea, 30 giugno 2008

Copie delle pubblicazioni sono disponibili presso:

Banca dei Regolamenti Internazionali
Stampa e comunicazione
CH-4002 Basilea, Svizzera

E-mail: publications@bis.org

Fax: +41 61 280 9100 e +41 61 280 8100

© *Banca dei Regolamenti Internazionali 2008. Tutti i diritti riservati. Sono consentite la riproduzione e la traduzione di brevi parti del testo, purché sia citata la fonte.*

ISSN 1021-2507 (stampa)

ISSN 1682-7732 (online)

ISBN 92-9131-474-9 (stampa)

ISBN 92-9197-474-9 (online)

Pubblicata anche in francese, inglese, spagnolo e tedesco.

Disponibile sul sito internet della BRI (www.bis.org).

Indice

Lettera di presentazione	1
I. Introduzione: fine della (insostenibile) corsa	3
I fatti	4
Una spiegazione	8
La risposta data sul piano delle politiche economiche	10
II. L'economia mondiale	12
Aspetti salienti	12
Quadro generale degli andamenti	13
Evoluzione della domanda mondiale	15
<i>Rallentamento ciclico nelle principali economie industriali avanzate</i>	15
<i>Interconnessioni a livello internazionale e prospettive economiche</i>	18
<i>Politiche economiche e altri fattori che impattano sulla domanda futura</i>	21
Andamenti dell'inflazione nelle economie industriali avanzate	24
<i>Crescenti rischi di inflazione</i>	24
<i>Determinanti dell'inflazione di fondo</i>	26
Vulnerabilità dei bilanci, inasprimento creditizio e fattori avversi	29
<i>Vulnerabilità delle famiglie</i>	31
<i>Possibile impatto sulle società non finanziarie</i>	34
III. Le economie di mercato emergenti	36
Aspetti salienti	36
Andamenti macroeconomici	36
Andamento dei prezzi delle materie prime	40
Saldi con l'estero e flussi di capitali	43
Risposte sul piano delle politiche	47
Vulnerabilità delle economie emergenti	51
<i>Fin qui, tutto bene</i>	51
<i>Resilienza della crescita delle esportazioni delle EME</i>	54
<i>Resilienza della domanda interna</i>	56
<i>Vulnerabilità di fronte al rischio di un'inversione dei flussi di capitali</i>	57
IV. La politica monetaria nelle economie industriali avanzate	62
Aspetti salienti	62
Sviluppi di politica monetaria	63
<i>La situazione a metà 2007</i>	63
<i>La politica monetaria durante la turbolenza</i>	66
<i>Differenti condizioni economiche o differenti approcci di politica monetaria?</i>	68
Evoluzione della comunicazione delle banche centrali	72
<i>Cambiamenti nella comunicazione della politica monetaria</i>	72
<i>Comunicazione nelle crisi finanziarie</i>	73
Operazioni delle banche centrali in risposta alle turbolenze finanziarie	74

<i>Gestione delle riserve</i>	75
<i>Sostituzione di fonti di finanziamento deteriorate</i>	78
<i>Questioni sollevate dalla risposta delle banche centrali alle turbolenze finanziarie</i>	81
V. I mercati dei cambi	83
Aspetti salienti	83
Andamenti dei mercati valutari	84
<i>Condizioni nei mercati valutari</i>	86
Determinanti dei cambi	88
<i>Differenziali di crescita e di interesse</i>	88
<i>Partite correnti</i>	90
<i>Politiche di cambio</i>	91
<i>Tendenze dei flussi di capitali</i>	93
<i>Corsi delle materie prime</i>	95
Tenuta dei mercati valutari in un'ottica di più lungo periodo	96
<i>Aumento del volume di scambi e del grado di diversificazione degli operatori</i>	96
<i>Migliore gestione del rischio</i>	98
<i>Implicazioni per la tenuta del mercato</i>	99
VI. I mercati finanziari	101
Aspetti salienti	101
Anatomia delle turbolenze del 2007-08 nei mercati creditizi	101
<i>Prima fase: crisi iniziale dei mutui subprime (giugno-metà luglio 2007)</i> ..	104
<i>Seconda fase: propagazione ad altri mercati creditizi (da metà a fine luglio 2007)</i>	106
<i>Terza fase: stretta di liquidità e reintermediazione involontaria (agosto 2007)</i>	108
<i>Quarta fase: propagazione delle tensioni nel settore finanziario (settembre-novembre 2007)</i>	110
<i>Quinta fase: timori per la crescita e disfunzioni dei mercati (gennaio-metà marzo 2008)</i>	111
<i>Sesta fase: dall'apice della crisi creditizia fino a oggi (metà marzo-maggio 2008)</i>	113
Mercati monetari colpiti dalla stretta di liquidità	113
Propagazione delle turbolenze ai mercati azionari	116
<i>La debolezza investe in particolare il settore finanziario e le azioni giapponesi</i>	117
<i>L'elevato rischio di recessione USA pesa sulle aspettative di profitto</i>	117
Forte calo dei rendimenti obbligazionari con l'aggravarsi delle turbolenze	119
<i>La fuga verso la sicurezza provoca una corsa ai titoli di Stato</i>	120
<i>I timori di recessione abbassano ulteriormente i rendimenti</i>	121
<i>I tassi di inflazione di pareggio salgono nonostante l'indebolirsi delle prospettive economiche</i>	123
Buona tenuta delle attività dei mercati emergenti	124
VII. Il settore finanziario nelle economie industriali avanzate	129
Aspetti salienti	129
Le tensioni nel settore finanziario	130
<i>Commercial banking</i>	131
<i>Investment banking</i>	133
<i>Compagnie di assicurazione</i>	135

<i>Investitori ad alta leva finanziaria</i>	136
<i> Mercati immobiliari e svalutazioni delle società finanziarie</i>	137
La turbolenza in prospettiva	141
<i>Il ciclo del credito</i>	142
<i>Il mercato bancario internazionale e la trasmissione delle tensioni</i>	145
<i>Il modello operativo originate-to-distribute</i>	147
VIII. Conclusioni: il difficile compito di contenere i danni	151
Quanto sono gravi i rischi per le prospettive economiche?	153
Come affrontare rischi antitetici?	158
Come migliorare la prevenzione e la gestione delle crisi	162
Organizzazione, <i>governance</i> e attività della Banca	169
Consiglio di amministrazione	204
Dirigenti della Banca	205
Banche centrali membri della BRI	207
Situazioni dei conti	209
Relazione della Società di revisione	268
Rappresentazione grafica delle dinamiche degli ultimi cinque anni	269

I capitoli di questa Relazione sono andati in stampa tra il 30 maggio e il 6 giugno 2008.

Grafici

II.1	Congiuntura macroeconomica mondiale	12
II.2	Contributo all'inflazione	15
II.3	Mercato delle abitazioni e settore delle famiglie negli Stati Uniti	16
II.4	Cicli economici USA	17
II.5	Interconnessioni economiche mondiali	19
II.6	Mercati delle abitazioni e dei prestiti ipotecari	20
II.7	Saldo di bilancio e <i>output gap</i>	22
II.8	Competitività delle esportazioni	24
II.9	Inflazione nelle economie del G3	25
II.10	Sottoimpiego di risorse e prezzi all'importazione	26
II.11	Aspettative di inflazione	29
II.12	Condizioni di prestito attuali	30
II.13	Credito bancario al settore privato in termini reali	31
II.14	Trasmissione storica delle strette creditizie	33
III.1	Contributi alla crescita del PIL in termini reali	38
III.2	Inflazione al consumo	38
III.3	Inflazione complessiva e inflazione di fondo	39
III.4	Inflazione e sue possibili determinanti nel 2007	40
III.5	Prezzi delle materie prime	41
III.6	Composizione degli afflussi lordi di capitali privati	44
III.7	Deflussi lordi di capitali privati e aumento delle riserve ufficiali	46
III.8	Condizioni monetarie	48
III.9	Riserve, debito e credito bancario	49
III.10	Andamento dei tassi di cambio	50
III.11	Previsioni di crescita e mercati azionari	52
III.12	Crescita effettiva rispetto al suo andamento tendenziale	53
III.13	Evoluzione delle importazioni cinesi	55
III.14	Indebitamento	56
III.15	Ricorso al finanziamento transfrontaliero e costo di assicurazione del debito sovrano	60
IV.1	Tassi di inflazione	64
IV.2	Tassi ufficiali	65
IV.3	Funzioni di reazione delle banche centrali	69
IV.4	Variazione dei tassi ufficiali e condizioni economiche	70
IV.5	Indicatori degli effetti di "stigma"	77
IV.6	Quota delle operazioni temporanee a più lungo termine	78
V.1	Tassi di cambio e volatilità implicite di dollaro, euro e yen	84
V.2	Tassi di cambio effettivi nominali	85
V.3	Tassi di cambio effettivi reali su un orizzonte di lungo periodo	86
V.4	Volatilità implicite e differenziali denaro-lettera	87
V.5	Rapporto <i>carry</i> /rischio e posizioni in futures valutari	89
V.6	Tassi di cambio, tassi di interesse e conto corrente	90
V.7	Tassi di cambio amministrati e flussi di capitali verso gli Stati Uniti	93
V.8	Quota relativa delle azioni e obbligazioni estere	94
V.9	Attività estere dei fondi comuni di investimento e obbligazioni <i>uridashi</i>	95
VI.1	Principali indici di <i>credit default swap</i>	102
VI.2	Propensione al rischio nei mercati creditizi	103
VI.3	Debito societario: spread, tassi e volume delle insolvenze	103
VI.4	Mercati USA delle cartolarizzazioni	104
VI.5	Mercati <i>suprime</i> : proiezioni di perdita e variazioni dei rating	107
VI.6	Volumi di emissione	108
VI.7	Mercati delle <i>asset-backed commercial paper</i> (ABCP)	109
VI.8	Spread per il settore finanziario e per le amministrazioni locali	111

VI.9	Spread di tasso di interesse sui crediti interbancari	114
VI.10	Raccolta in dollari USA nel mercato interbancario e tassi impliciti nei riporti in cambi	116
VI.11	Corsi azionari e aspettative sugli utili	116
VI.12	Volatilità e valutazioni nel mercato azionario	118
VI.13	Tassi di interesse	119
VI.14	Tassi di interesse e spread	120
VI.15	Tassi ufficiali e aspettative implicite	122
VI.16	Rendimenti obbligazionari reali e tassi di inflazione di pareggio a termine	123
VI.17	Indicatori finanziari dei mercati emergenti	125
VI.18	Sensibilità degli indici azionari dei mercati emergenti ai fattori internazionali	126
VI.19	Correlazione condizionale fra gli spread dei mercati emergenti e quelli statunitensi	127
VII.1	Prezzo dell'assicurazione contro il rischio di difficoltà sistemiche	130
VII.2	Indicatori dell'operatività e dell'esposizione al rischio delle banche di investimento	134
VII.3	Dimensione, performance e grado di leva degli hedge fund	136
VII.4	Mercato dei prestiti per operazioni di LBO: dimensioni, rischio e prezzo	137
VII.5	Tassi di morosità dei mutui ipotecari	138
VII.6	Prezzi delle abitazioni corretti per l'inflazione	139
VII.7	Settore degli immobili commerciali USA	141
VII.8	Corsi azionari e costo del capitale per il settore bancario	142
VII.9	Prezzo del rischio sui mercati obbligazionario e dei prestiti sindacati	143
VII.10	Composizione settoriale del credito bancario	143
VII.11	Mercati finanziari ed economia reale	145
VII.12	Prestiti ed esposizioni interbancarie internazionali	146

Tabelle

II.1	Contributi alla domanda, ai consumi e agli investimenti mondiali	14
II.2	Accuratezza delle previsioni di inflazione	25
II.3	Trasmissione dell'inflazione	28
II.4	Finanziamento, esborsi e indici finanziari del settore non finanziario	32
III.1	Crescita del prodotto, inflazione e saldo del conto corrente	37
III.2	Domanda mondiale di petrolio	42
III.3	Credito transfrontaliero e credito interno nei mercati emergenti	45
III.4	Indicatori del grado di vulnerabilità esterna nel 2007	58
IV.1	Tassi ufficiali e proiezioni sulla crescita del PIL e sull'inflazione	63
IV.2	Misure adottate durante le turbolenze finanziarie	75
V.1	Variazioni annue delle riserve valutarie ufficiali	92
V.2	Turnover nei mercati globali dei cambi	96
V.3	Turnover segnalato nei mercati dei cambi per controparte	97
VI.1	Cronologia degli eventi principali	105
VII.1	Redditività delle maggiori banche	131
VII.2	Indici patrimoniali e di liquidità delle maggiori banche	132
VII.3	Svalutazioni e ricapitalizzazioni collegate ai mutui <i>subprime</i>	138
VII.4	Prezzi degli immobili commerciali	140

Convenzioni adottate in questa Relazione

s.s., s.d.	scala sinistra, scala destra
trilione	mille miliardi
...	dato non disponibile
.	dato non applicabile
–	valore nullo o trascurabile
\$	dollaro USA se non diversamente specificato

Le discrepanze nei totali sono dovute ad arrotondamenti.

78^a Relazione annuale

*sottoposta all'Assemblea generale ordinaria
della Banca dei Regolamenti Internazionali
tenuta in Basilea il 30 giugno 2008*

Signore, Signori,

ho l'onore di presentare la 78^a Relazione annuale della Banca dei Regolamenti Internazionali per l'esercizio finanziario terminato il 31 marzo 2008.

L'utile netto di esercizio ammonta a DSP 544,7 milioni, a fronte di DSP 619,2 milioni dell'esercizio precedente. Quest'ultimo importo è stato rettificato a seguito della modifica dei criteri contabili introdotta quest'anno. Ulteriori dettagli sui risultati dell'esercizio finanziario 2007/08 sono riportati nella sezione "Risultati finanziari e ripartizione dell'utile", alle pagine 199-203. I criteri contabili modificati sono illustrati alle pagine 217-222, e il loro impatto finanziario è descritto nella nota 3, pagine 224-225.

Il Consiglio di amministrazione raccomanda che, in applicazione dell'Articolo 51 dello Statuto della Banca, l'Assemblea generale deliberi di destinare l'importo di DSP 144,7 milioni al versamento di un dividendo di DSP 265 per azione, pagabile in una delle valute che compongono i diritti speciali di prelievo, oppure in franchi svizzeri. A titolo di confronto, il dividendo corrisposto lo scorso anno era di DSP 255 per azione.

Il Consiglio raccomanda inoltre che vengano trasferiti DSP 40,0 milioni al Fondo di riserva generale, DSP 6,0 milioni al Fondo speciale di riserva per i dividendi e i DSP 354,0 milioni residuali al Fondo di riserva libero. Esso propone altresì che sia dedotto l'ammontare di DSP 71,3 milioni dal Fondo di riserva libero, per tener conto dell'effetto prodotto dalla modifica dei criteri contabili sui risultati dell'esercizio precedente.

Se queste proposte saranno approvate, il dividendo della Banca per l'anno finanziario 2007/08 sarà pagabile agli azionisti il 3 luglio 2008.

Basilea, 10 giugno 2008

MALCOLM D. KNIGHT
Direttore generale

I. Introduzione: fine della (insostenibile) corsa

Il 9 agosto 2007 la turbolenza che già si avvertiva nell'aria si è abbattuta in modo dirompente sui mercati finanziari. Quel giorno, varie banche centrali si sono sentite in dovere di prendere misure straordinarie nell'intento di riportare ordine sul mercato interbancario, destabilizzato dal congelamento dei rimborsi da parte di un ristretto numero di fondi che avevano investito in prodotti di finanza strutturata garantiti da mutui ipotecari *subprime* statunitensi di recente emissione. Quando o dove la turbolenza avrà fine nessuno lo può dire con certezza. La sua durata, la sua portata e le crescenti indicazioni dei suoi effetti sull'economia reale hanno colto di sorpresa gran parte degli osservatori, del settore sia privato che pubblico.

Eppure, è essenziale comprendere quel che sta accadendo. Com'è possibile che i problemi collegati ai mutui *subprime*, un segmento così piccolo dei mercati finanziari internazionali, abbiano provocato un tale subbuglio? La risposta a questa domanda è di importanza cruciale per valutare quale potrà essere la gravità delle conseguenze economiche di questi avvenimenti. Lo è anche per stabilire quale debba essere la reazione appropriata delle autorità. La priorità va data alla risoluzione delle difficoltà attuali. Ma è altrettanto importante definire e realizzare nuove riforme volte a ridurre la probabilità che avvenimenti potenzialmente così costosi si ripetano in futuro. Per quanto possano essere ardue, le sfide di oggi rappresentano altresì uno stimolo di cambiamento istituzionale che non andrebbe ignorato.

Finora le analisi si sono perlopiù focalizzate sui segmenti di mercato dove le turbolenze hanno avuto inizio e sul particolare ruolo svolto dai più recenti sviluppi finanziari. Esse hanno cercato di individuare gli aspetti inediti di questa fase di turbolenza, ponendo l'accento sulle carenze delle modalità con cui il modello *originate-to-distribute* dell'attività bancaria è stato trasposto al settore dei mutui ipotecari, evidenziando inoltre la più larga diffusione dei prodotti strutturati altamente innovativi, l'incoraggiamento al loro uso da parte delle agenzie di rating e il ricorso delle banche a veicoli fuori bilancio per alleggerire i requisiti patrimoniali. Si tratta di elementi importanti, che suggeriscono utili raccomandazioni sul piano delle politiche.

Nondimeno, tale approccio è soltanto parte di un'analisi più fondamentale che contribuisce a delucidare non soltanto la recente turbolenza finanziaria, ma anche l'aumento dell'inflazione e la brusca flessione di molti mercati delle abitazioni. Essa pone in luce le analogie fra l'ultimo periodo di turbolenza finanziaria ed economica e molti altri passati episodi di questo tipo. Gli storici ricorderebbero la lunga recessione iniziata nel 1873, la depressione economica mondiale cominciata verso la fine degli anni venti e le crisi giapponese e asiatica rispettivamente dei primi e degli ultimi anni novanta. In ciascuno

di questi episodi un prolungato periodo di forte espansione del credito ha coinciso con un'espansione sempre più euforica dell'economia reale e dei mercati finanziari, cui ha fatto seguito una crisi inattesa e un rallentamento di lunga durata. Quasi sempre una qualche scoperta economica o innovazione finanziaria ha fornito l'alibi di una "nuova era" a giustificazione della rapida espansione creditizia, per poi essere prevedibilmente additata come il principale colpevole della seguente contrazione. Sotto questa luce, ciò che è stato considerato come elemento inedito dell'attuale congiuntura non presenta nulla di fondamentalmente nuovo.

I fatti

Nel corso degli ultimi due decenni molti sembrano essere stati gli sviluppi positivi dell'economia mondiale. L'inflazione è stata mantenuta pressoché ovunque su livelli bassissimi e, fino a un'epoca recente, notevolmente stabili. Allo stesso tempo, la crescita è stata generalmente elevata e negli ultimi quattro anni ha raggiunto ritmi senza precedenti. Parallelamente, nelle economie avanzate le fasi recessive a partire dai primi anni ottanta sono state così blande da far nascere l'espressione lusinghiera "Grande Moderazione". L'ottima capacità di tenuta di cui hanno dato prova in passato i paesi industriali avanzati di fronte agli episodi ricorrenti di tensione nei mercati finanziari è stata inoltre salutata come ulteriore indicazione di un migliorato funzionamento dell'economia. In particolare, il mantenimento di una bassa inflazione grazie all'azione credibile delle banche centrali pare aver avuto un ruolo stabilizzante fondamentale in gran parte dei paesi industriali.

Eppure, la sola menzione degli shock finanziari evoca due interrogativi meno rassicuranti. Il primo riguarda l'aumento riscontrato sia nella frequenza sia nell'entità degli episodi di tensione finanziaria. Il secondo, sollevato in particolare dagli avvenimenti connessi al dissesto del fondo LTCM nel 1998, concerne la possibilità che il centro del sistema finanziario globale finisca per rivelarsi altrettanto vulnerabile che la periferia. Come dimostrano gli eventi dell'anno trascorso, siffatte preoccupazioni non sono fuori luogo.

Le turbolenze finanziarie hanno avuto inizio nel comparto dei mutui ipotecari *subprime* statunitensi e nei mercati dei prodotti strutturati a questi collegati. I tassi di morosità nel comparto *subprime* avevano cominciato ad aumentare agli inizi del 2005, pressoché in concomitanza con veri e propri cali dei prezzi delle abitazioni, ma il mercato non ha evidenziato alcuna reazione significativa fino agli inizi del 2007, quando hanno cominciato ad ampliarsi i differenziali di rendimento di tali prodotti e si sono moltiplicati i declassamenti di rating, un processo che ha poi subito una brusca accelerazione in agosto. L'innescò, come già accennato, è stata la decisione di un ristretto numero di fondi di investimento di congelare i rimborsi delle quote, adducendo l'incapacità di valutare le complesse attività in portafoglio. Muovendo da questo incidente circoscritto, la turbativa si è quindi propagata a pressoché ogni angolo del sistema.

In un clima di crescenti timori circa le valutazioni dei prodotti complessi, il rischio di liquidità e il rischio creditizio di controparte, agli inizi di agosto le

conseguenze negative si erano già fatte sentire in vari altri mercati. Si è assistito a un autentico collasso del mercato dei prodotti strutturati collegati a ipoteche, al ritiro in massa degli investitori da quello della *asset-backed commercial paper* e all'improvviso prosciugarsi dei mercati monetari interbancari a termine nelle principali valute. Quest'ultimo fenomeno si è manifestato sotto forma di un divario senza precedenti fra i tassi di interesse ufficiali attesi (su un orizzonte da uno a tre mesi) e i tassi ai quali le banche maggiori erano disposte a concedersi credito. Sebbene fosse pressoché inevitabile che le difficoltà nel comparto *subprime* finissero per avere una qualche ripercussione sugli istituti finanziari al centro di questo mercato, la forza e la rapidità dell'impatto hanno colto praticamente tutti di sorpresa.

Inoltre, le turbative nei mercati monetari a breve termine hanno rapidamente cominciato a esplicare i loro effetti altrove, acuite dal crescente pessimismo circa le prospettive macroeconomiche e da un aumento generale dell'avversione al rischio. Dapprima sono stati i rendimenti dei principali titoli di Stato dei paesi industriali avanzati a segnare un brusco calo. Allo stesso tempo, i differenziali di rendimento sui titoli societari ad alto rischio si sono ampliati e il mercato delle acquisizioni societarie si è pressoché volatilizzato. I corsi azionari non hanno inizialmente mostrato alcuna reazione, ma in seguito sono anch'essi diminuiti significativamente, in particolare quelli delle imprese finanziarie. In vari paesi, ma in special modo negli Stati Uniti, si sono intensificate le pressioni al ribasso sui prezzi delle abitazioni e anche il mercato degli immobili commerciali ha iniziato a rallentare. Infine, in gran parte dei mercati finanziari è nettamente aumentata la volatilità, così come il costo per l'acquisto della relativa protezione.

Considerata la posizione centrale che occupano all'interno del mercato *subprime* USA, non stupisce che siano state le banche con sede negli Stati Uniti e in Europa ad annunciare per prime delle perdite. Più sorprendente, e inquietante, è stata la frequenza con cui le perdite erano rivedute al rialzo, nonché la forte diversità, fra una banca e l'altra, del rapporto fra perdite segnalate ed esposizioni note. Inizialmente, tuttavia, si è continuato a credere che le banche fossero dotate di capitale sufficiente ad assorbire tali perdite e che non vi fossero pertanto motivi di temere un impatto significativo sulle condizioni del credito, ancor meno una stretta creditizia.

Queste certezze hanno cominciato a vacillare già nel terzo trimestre 2007, quando è divenuto sempre più evidente che le dimensioni dei bilanci delle banche, e l'associato fabbisogno di capitale, erano destinati ad aumentare automaticamente man mano che venivano attivate le linee di liquidità accordate in precedenza. Per giunta, vari veicoli di investimento strutturato (*structured investment vehicle*, SIV) allestiti dalle banche per detenere attività fuori bilancio hanno dovuto essere riaccorpati allorché si sono prosciugate le loro fonti autonome di finanziamento. La fiducia è stata ulteriormente scossa (nonostante il successivo temporaneo recupero) al volgere dell'anno, quando varie banche internazionali hanno annunciato da un lato di dover reintegrare i propri livelli patrimoniali e dall'altro di aver potuto ottenere conferimenti di capitale da fondi sovrani. Un altro duro colpo al clima di fiducia è stato sferrato nel marzo 2008, allorché la grande banca di investimento statunitense

Bear Stearns è incorsa con una rapidità allarmante in gravi difficoltà finanziarie. Tuttavia, il clima di fiducia è stato ampiamente ripristinato allorché la Federal Reserve è intervenuta per facilitare la fusione di Bear Stearns con JPMorgan Chase, istituto di dimensioni ancora maggiori, ma in migliori condizioni di salute. Più di recente, hanno cominciato a intensificarsi le preoccupazioni anche circa l'adeguatezza patrimoniale di un certo numero di banche di media grandezza, specie nei paesi in cui queste presentano un'esposizione considerevole verso i settori degli immobili residenziali e delle costruzioni.

Altre istituzioni finanziarie sono state parimenti trascinate nel vortice. I fondi comuni del mercato monetario hanno registrato un aumento delle domande di rimborso agli inizi delle turbolenze, ma in seguito, allorché gli investitori si sono messi alla ricerca di sicurezza, gli afflussi sono fortemente cresciuti. I fondi stessi hanno conseguentemente adottato strategie viepiù prudenti, mostrandosi restii a fornire finanziamenti a termine alle banche. Gli hedge fund, dipendenti dai *prime broker*, hanno dovuto far fronte a richieste di margini addizionali dovute al calo dei prezzi delle attività, richieste che si sono fatte sempre più pressanti con l'andare del tempo. In molti casi si sono trovati costretti a liquidare attività, deprimendone ulteriormente i corsi, e talvolta persino a dichiararsi in stato di insolvenza. Un certo numero di assicurazioni e di fondi pensione, benché in parte protetti dall'uso di criteri contabili differenti, hanno annunciato considerevoli perdite dovute ai mutui *subprime* e ai prodotti collegati. Uno sviluppo forse ancora più preoccupante è che vari assicuratori *monoline*, i quali si sono tradizionalmente avvalsi del loro rating elevato per garantire l'investimento in titoli di mutuatari quali gli Stati federali e gli enti locali statunitensi, sono stati declassati o minacciati di declassamento dalle agenzie di rating per aver fornito garanzie a fronte di prodotti strutturati. In tal modo i timori per il rischio di controparte si sono diffusi ulteriormente.

Negli Stati Uniti si è in un primo tempo ritenuto che le turbative nel settore dei mutui *subprime* sarebbero state contenute e che la spesa per consumi e l'economia in generale non ne avrebbero risentito in misura significativa. Nei fatti, nessuna di queste due aspettative si è rivelata realistica. Il settore degli immobili residenziali ha sofferto pesantemente del drastico calo dei prezzi e del massiccio accumulo di abitazioni invendute. Inoltre, di fronte alla diminuzione della ricchezza misurata delle famiglie e all'aumento dei posti di lavoro persi, la spesa per consumi è rallentata e l'economia ha rischiato di cadere in recessione. Sempre per effetto delle turbolenze, intorno alla fine dell'anno si sono inoltre moltiplicate le indicazioni di un inasprimento delle condizioni creditizie, con potenziali effetti avversi sulla spesa per consumi e investimenti. Negli altri paesi industriali, in parte – ma certo non del tutto – schermati dalle turbolenze finanziarie, la crescita è rimasta relativamente più robusta. Di conseguenza, le previsioni prevalenti per l'Europa e il Giappone nel 2008 sono state corrette al ribasso in misura minore che quelle per gli Stati Uniti. In alcune parti dell'Europa sono emerse indicazioni che l'andamento piuttosto debole della spesa per consumi stava frenando la domanda aggregata. Nondimeno, le esportazioni sia dell'Europa sia del Giappone sono rimaste vigorose, alimentate in entrambi i casi dalla domanda dei mercati

emergenti. Al riguardo è stato importante il ruolo della Cina e di altri paesi dell'Asia, ma anche quello di numerosi paesi dell'America latina, del Medio Oriente e di altre regioni, che hanno beneficiato del rincaro delle materie prime e delle migliorate ragioni di scambio.

Tali andamenti, insieme all'espansione ancora rapida dei mercati emergenti, hanno indotto gli osservatori a dedicare crescente attenzione alla sostenibilità della domanda interna di questi paesi. Verso la fine del 2007 si è avanzata l'ipotesi che le economie emergenti avrebbero potuto non soltanto "sganciarsi" da quella statunitense, ma addirittura trasformarsi, grazie ai loro fondamentali sempre più solidi (e all'assenza di esposizioni verso il mercato *subprime*), in un "approdo sicuro" al riparo dalla turbolenza finanziaria che imperversava in altre parti del mondo. Inizialmente, questo ottimismo ha provocato l'afflusso su larga scala di capitali verso molte economie emergenti, sostenendone i prezzi delle attività anche quando altrove tali prezzi segnavano forti ribassi.

Con l'acuirsi delle inquietudini circa la potenziale portata del rallentamento statunitense, tuttavia, l'umore del mercato ha cominciato a mutare. In effetti, a una più attenta osservazione sono emersi dubbi sullo stato di salute dei mercati emergenti nel più lungo periodo. Il ritmo straordinariamente rapido degli investimenti fissi in Cina, avvenuti di recente in buona parte nell'industria pesante, ha suscitato preoccupazioni per le possibili allocazioni distorte e, più in generale, per le ripercussioni sui prezzi internazionali delle materie prime e sull'ambiente. Si è inoltre rafforzato il timore che in Medio Oriente paesi diversi stessero perseguendo strategie di sviluppo analoghe, con il rischio di creare in prospettiva problemi di offerta eccedente. Infine, i disavanzi correnti dei paesi dell'Europa centrale e orientale, già ampi e ancora in crescita, sono apparsi sempre meno sostenibili. Di riflesso a tali inquietudini, e agli andamenti dei mercati finanziari altrove, gli afflussi di capitali sono da ultimo rallentati, e a metà maggio 2008 in vari importanti paesi i corsi azionari avevano perso parecchio terreno rispetto ai precedenti massimi.

Anche l'aumento dell'inflazione ha contribuito a raffreddare l'ottimismo sulle prospettive di crescita, non solo nei mercati emergenti, ma anche nei paesi industriali avanzati. Esso ha avuto il suo fulcro nel rincaro degli alimentari e dell'energia, ma è chiaro che le pressioni inflazionistiche si stanno ormai avvertendo su più fronti. Per quanto di difficile misurazione, il "gap" fra l'offerta e la domanda mondiali sembrava essersi notevolmente ridotto a fine 2007. In effetti, i prezzi pagati da varie economie avanzate per le importazioni dalla Cina, in calo da oltre un decennio, negli ultimi tempi sono sensibilmente cresciuti e vi è motivo di ritenere che continueranno a farlo. Nei paesi le cui valute hanno di recente subito deprezzamenti, come il Regno Unito e gli Stati Uniti, è assai probabile che le spinte inflazionistiche di fondo si intensifichino.

Questa combinazione di crescenti pressioni inflazionistiche e di turbative finanziarie con effetti frenanti sulla crescita della domanda si presta a una varietà di interpretazioni. Da un lato, essa potrebbe considerarsi positiva se la crescita fosse più lenta quel tanto che basta a mantenere l'inflazione mondiale sotto controllo, seppur con un certo ritardo. Dall'altro, il rallentamento mondiale

potrebbe rivelarsi assai più grave e duraturo di quanto necessario a moderare l'inflazione, rischiando addirittura con il tempo di provocare deflazione, un esito evidentemente meno auspicabile. Purtroppo, se si considerano le possibili interazioni fra indebolimento dell'economia reale, livelli elevati di debito delle famiglie e sistema finanziario in grave difficoltà, tale esito, per quanto improbabile, non può essere escluso del tutto.

Una spiegazione

Molti studiosi hanno formulato teorie riguardo alle cause di fondo dei periodi di stress che da secoli turbano in maniera ricorrente il paesaggio finanziario. Il lavoro di Hyman Minsky degli anni settanta appare particolarmente pertinente nelle attuali circostanze. Minsky metteva in guardia sul fatto che un continuo deterioramento degli standard creditizi nel corso degli anni avrebbe finito per culminare in un momento di presa di coscienza e di disimpegno (da allora battezzato "momento Minsky"), in cui la liquidità del mercato si sarebbe prosciugata. Secondo Minsky, tuttavia, la crisi di liquidità era solo un sintomo del problema creditizio sottostante, dato che in realtà la liquidità del mercato dipende sempre in modo cruciale dalla continua disponibilità di mezzi di finanziamento. Nella sua famosa ricerca sulle origini della Grande Depressione Irving Fisher dipingeva un quadro analogo di scadimento degli standard creditizi. Infine, vari altri teorici dell'anteguerra avevano evidenziato il pericolo che una valutazione inadeguata dei crediti porti alla creazione di bolle dei prezzi delle attività, a deviazioni della spesa dai suoi *trend* sostenibili e a un inevitabile rallentamento economico.

In linea con tali avvertimenti, varie tendenze economiche e finanziarie inusuali si sono effettivamente stagliate con chiara evidenza negli ultimi anni. Anzitutto, la rapidissima espansione della moneta e del credito, fra indicazioni di una sottovalutazione del rischio più in generale. I tassi così elevati di crescita creditizia e monetaria registrati negli ultimi anni a livello mondiale riflettono l'interazione fra la politica monetaria, i regimi di cambio adottati da alcuni paesi e gli importanti cambiamenti intervenuti nello stesso sistema finanziario.

Per cominciare, va notato che negli ultimi tempi i tassi di interesse ufficiali nei paesi industriali avanzati sono stati insolitamente bassi rispetto ai parametri del dopoguerra, stante l'assenza di pressioni inflazionistiche di rilievo. Questo risultato rispecchia la credibilità guadagnata dalle banche centrali nel corso di diversi anni, ma è stato altresì favorito da una combinazione di shock positivi dal lato dell'offerta, collegati perlopiù alla globalizzazione, e di debolezza della domanda di investimenti in vari paesi (fra cui Germania e Giappone), dopo i precedenti periodi di espansione eccessivamente rapida.

Ci si poteva attendere che tale indirizzo di politica monetaria avrebbe causato un deprezzamento generale delle valute dei paesi industriali avanzati, in particolare del dollaro USA, nei confronti di quelle dei mercati emergenti. Tuttavia, in molte economie emergenti le pressioni al rialzo sul tasso di cambio sono state contrastate per lungo tempo con un corrispondente allentamento delle condizioni monetarie e con massicci interventi valutari. È probabile che l'allentamento abbia contribuito all'ascesa dei prezzi delle attività

e della spesa nelle economie emergenti, mentre gli interventi, attraverso l'investimento delle riserve di cambio ufficiali, hanno verosimilmente rilassato ancor più le condizioni finanziarie nei paesi industriali avanzati. In questo modo, lo stimolo monetario all'espansione creditizia ha progressivamente assunto una portata mondiale.

Con ciò non si vuole certo negare che i cambiamenti intervenuti nel sistema finanziario nel corso degli anni abbiano anch'essi contribuito in maniera rilevante a determinare gli eventi. In particolare, le varie innovazioni collegate all'estensione del modello *originate-to-distribute* hanno avuto un impatto importante. Quelle più recenti, come gli strumenti di finanza strutturata, erano ritenute all'origine in grado di produrre una benefica ripartizione del rischio. Al contrario, il modo in cui sono state realizzate ha decisamente ridotto la qualità delle valutazioni del rischio di credito in molti mercati e nettamente accresciuto il grado di opacità. Questo ha finito per generare un'enorme incertezza riguardo sia alle dimensioni delle perdite sia alla loro distribuzione. In effetti, attraverso un processo innovativo di ricomposizione e redistribuzione, i rischi sono stati trasformati in eventi a costo più elevato ma, almeno per un certo tempo, a più bassa probabilità. In pratica, ciò ha significato che i rischi insiti nei nuovi prestiti sono parsi effettivamente scomparire, facendo per giunta lievitare i rating, per poi ricomparire improvvisamente in reazione al materializzarsi di perdite del tutto inattese.

È peraltro vero che, prima delle recenti turbolenze, i prezzi di molte attività finanziarie erano rimasti su livelli insolitamente elevati per un periodo protratto. Il rendimento (l'inverso del prezzo) dei titoli del Tesoro USA a lungo termine era stato così basso per così tanto tempo da indurre l'ex Presidente della Federal Reserve a parlare di un "enigma". Si aggiunga che anche gli spread di rischio su altri titoli di debito sovrani, sulle obbligazioni societarie ad alto rendimento e su altre attività rischiose erano scesi ai minimi storici. Le valutazioni azionarie continuavano a essere assai elevate (se non addirittura chiaramente eccessive) nei paesi industriali avanzati, mentre erano cresciute in maniera spettacolare in molti mercati emergenti. I prezzi degli immobili residenziali avevano toccato livelli record in pressoché tutti i paesi, con l'eccezione di Germania, Giappone e Svizzera, dove i mercati si stavano ancora riprendendo dagli eccessi degli anni ottanta e dei primi anni novanta. Persino i prezzi dei vini pregiati, degli oggetti di antiquariato e dei francobolli da collezione erano saliti alle stelle. Analogamente, il costo dell'assicurazione contro le variazioni dei prezzi di mercato (approssimato dalla volatilità implicita) si era mantenuto su valori eccezionalmente bassi per molti anni. È certo possibile addurre argomenti per spiegare indipendentemente ciascuna delle suddette tendenze in termini di grandezze fondamentali. Tuttavia, nello spirito del "rasoio di Occam", è particolarmente degno di nota il fatto che tutti questi andamenti siano in linea con la disponibilità di credito abbondante e a basso prezzo.

Infine, è altresì innegabile che l'evoluzione della spesa in vari paesi abbia deviato marcatamente da quelle che erano state le sue tendenze di più lungo periodo. Negli Stati Uniti e in alcune altre importanti economie i tassi di risparmio delle famiglie hanno seguito un *trend* calante, scendendo a minimi

storici, e si sono spesso accompagnati a crescenti disavanzi di parte corrente. Per contro, in Cina – fatto altrettanto inusitato – vi è stato un incremento massiccio degli investimenti fissi. Così come nel caso dei prezzi delle attività, questi andamenti concordano con un’offerta copiosa di credito a buon mercato.

Considerati nel loro insieme, i fatti sopra descritti indicano che le difficoltà nel mercato *subprime* sono state l’innesco, piuttosto che la causa, degli avvenimenti destabilizzanti osservati. Essi indicano inoltre che l’entità dei problemi a venire potrebbe essere ben maggiore di quanto molti attualmente ritengano. Infine, il ruolo preminente della rapida espansione monetaria e creditizia nella spiegazione di questi avvenimenti concorda altresì con il recente aumento a livello internazionale dell’inflazione e, potenzialmente, delle aspettative inflazionistiche.

Di fronte a una situazione così complessa, sarà ovviamente difficile per le autorità mantenere al tempo stesso la stabilità dei prezzi, una soddisfacente crescita reale e la stabilità finanziaria. È altrettanto ovvio che le diverse autorità potrebbero plausibilmente giungere a conclusioni diverse per quanto riguarda il da farsi con gli strumenti a disposizione. E ciò potrebbe a sua volta influire sul movimento dei tassi di cambio, creando un’ulteriore complicazione per le autorità stesse.

La risposta data sul piano delle politiche economiche

Fin quasi dal primo giorno di turbolenza le banche centrali dei principali centri finanziari hanno risposto al blocco dei mercati monetari con operazioni di mercato aperto più frequenti e talvolta più importanti del normale. Benché in alcuni casi i diversi quadri operativi adottati nei vari paesi abbiano fatto apparire dissimili gli interventi, questi avevano tutti in comune la finalità primaria di mantenere in modo efficace i tassi *overnight* su livelli coerenti con gli obiettivi della politica monetaria. Col trascorrere del tempo varie banche centrali hanno potenziato le procedure standard di rifinanziamento, dichiarandosi in particolare disposte ad accettare una gamma più ampia di garanzie da parte di un novero allargato di istituzioni, a effettuare operazioni con scadenze più lunghe e a coordinare gli interventi a livello internazionale. La Federal Reserve ha avvertito l’esigenza di essere specialmente flessibile. Essa ha introdotto un nuovo schema nel quadro dello sportello di sconto, per rimediare all’immagine negativa tradizionalmente associata all’impiego di questo tipo di finanziamento. Inoltre, dopo aver agevolato l’acquisizione di Bear Stearns, la Fed ha accettato di erogare prestiti ai *primary dealer* nel quadro della sua normale operatività, benché tali operatori non siano banche commerciali e, in verità, non siano nemmeno soggetti alla supervisione del Federal Reserve System.

All’inizio della turbolenza molti ritenevano che queste iniezioni di liquidità sarebbero bastate per far fronte a quella che era perlopiù considerata una crisi di liquidità. Tuttavia, con l’andare del tempo e con il moltiplicarsi delle indicazioni di un indebolimento dell’attività economica e di un aumento del rischio di controparte, è divenuto chiaro che siffatte misure, per quanto

necessarie, avrebbero potuto non essere sufficienti. Esse permettevano sì di guadagnare tempo prezioso, ma avrebbero dovuto essere integrate da politiche di altro tipo, sia cicliche sia strutturali.

In ragione della sua flessibilità, non sorprende che la prima a essere chiamata in causa sia stata la politica monetaria, che pressoché ovunque è risultata più accomodante di quanto non si prevedesse sei mesi prima. Ciò detto, la complessità della situazione ha dato luogo a un'ampia gamma di risposte differenti.

In alcuni paesi, fra cui in particolare Australia, Norvegia e Svezia, i tassi ufficiali sono stati innalzati. Si è evidentemente valutato che, in vario grado, la combinazione tra l'estraneità del settore finanziario nazionale alla crisi, il livello dell'inflazione rilevata e le spinte inflazionistiche giustificasse un inasprimento. In diverse altre giurisdizioni, e in particolare nell'area dell'euro, i tassi di riferimento non sono stati modificati malgrado le precedenti indicazioni di un loro possibile incremento. In questo caso, sembra essersi ritenuto che l'elevata inflazione osservata, il forte slancio dell'economia e i timori di pressioni al rialzo sui salari controbilanciassero i pericoli prospettici per la crescita e la disinflazione derivanti dal potenziale rientro da precedenti eccessi. Infine, in alcuni paesi i tassi sono stati abbassati, in misura drastica nel caso degli Stati Uniti. Il rischio di recessione è stato infatti considerato più rilevante, ritenendo poco probabile, per il momento, un aumento delle aspettative di inflazione su livelli persistentemente più elevati.

Si è inoltre ampiamente discusso della possibilità di ricorrere alla politica di bilancio per sostenere la crescita mondiale. Tuttavia, i pochi paesi che, grazie ai loro trascorsi virtuosi, disponevano di un accresciuto margine di manovra erano anche quelli in cui l'economia mostrava il maggiore slancio. Di conseguenza, gli unici che hanno prontamente agito in questo ambito sono stati gli Stati Uniti e la Spagna. Si sono comunque attuate anche altre misure che potrebbero in definitiva incidere sui contribuenti. Fra queste, spicca il tentativo di alcune agenzie federali statunitensi di sostenere i prezzi acquistando ingenti volumi di titoli assistiti da ipoteca e rilasciando garanzie a fronte di altri strumenti analoghi. In Germania sono stati erogati aiuti statali diretti a favore di vari istituti coinvolti nella crisi dei mutui *subprime* USA. Nel Regno Unito l'ineluttabile nazionalizzazione di Northern Rock, la quinta banca del paese, ha chiaramente ancor più dilatato le passività latenti dello Stato.

La turbolenza ha infine suscitato un'energica risposta sul piano regolamentare. In vari paesi le autorità hanno sollecitato le banche a ricapitalizzarsi con fondi privati. Diversi studi, ufficiali e non, hanno inoltre auspicato una maggiore trasparenza riguardo alle metodologie di valutazione e alla connessa pubblicazione delle perdite. Infine, sono state formulate numerose raccomandazioni su come migliorare in futuro i criteri di selezione del credito e l'impiego dei prodotti strutturati. La loro attuazione, tuttavia, comporterà parecchie difficoltà, non da ultimo quelle derivanti dall'esigenza di evitare che, nel perseguimento di lodevoli obiettivi di medio periodo, siano esacerbate le tensioni di mercato a breve.

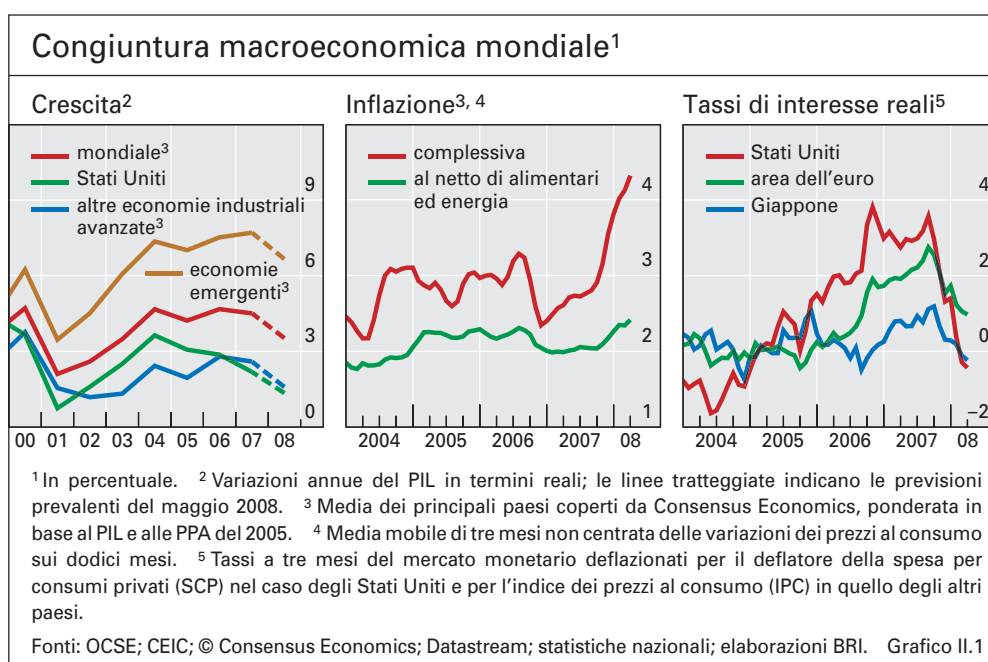
II. L'economia mondiale

Aspetti salienti

Le turbolenze innescate in vari importanti centri finanziari da una crescente consapevolezza dell'esposizione delle principali banche a mutui ipotecari di scarsa qualità negli Stati Uniti hanno scosso la fiducia di consumatori e investitori in tutto il mondo. Con il rallentare dell'economia USA e l'inasprirsi delle condizioni di finanziamento, la domanda si è indebolita in un certo numero di altre economie industriali avanzate (grafico II.1). Al contempo, tuttavia, l'inflazione mondiale è aumentata, sotto l'impulso dei rapidi rincari dell'energia e dei principali prodotti alimentari.

Nonostante le turbolenze, le previsioni prevalenti seguitano a indicare che nel 2008 l'economia mondiale eviterà una contrazione brusca e sincrona simile a quella del 2001, anche se andrà rallentando in modo significativo. Stando allo scenario di base, la flessione ciclica negli Stati Uniti sarà accompagnata da una più lenta crescita nell'area dell'euro e in Giappone, mentre l'espansione nei principali mercati emergenti, pur moderandosi a sua volta, resterà vigorosa. Tale scenario non solo contribuirebbe a un auspicato allentamento delle pressioni inflazionistiche: la configurazione internazionale della domanda implicherebbe anche un ulteriore calo del disavanzo corrente americano.

Tuttavia, gli sviluppi intervenuti al centro del sistema finanziario globale hanno altresì creato notevole incertezza riguardo alle prospettive economiche future. In particolare, l'entità finale delle perdite per le principali banche resta difficile da determinare. La reazione del settore finanziario e delle autorità di



regolamentazione avrà implicazioni di vasta portata per l'economia mondiale. Vi è chiaramente la possibilità di una stretta generalizzata della disponibilità di credito nelle più importanti economie industriali avanzate, con contraccolpi sulla domanda potenzialmente più gravi di quelli evidenziati dalle previsioni prevalenti allo stadio attuale. Inoltre, la svolta recessiva USA potrebbe rivelarsi più profonda e duratura, considerato l'alto livello di indebitamento del settore delle famiglie. Restano altresì incerti gli effetti sui mercati emergenti: di fatto, la brusca flessione dei corsi azionari in tali mercati agli inizi del 2008 suggerisce che il clima di fiducia potrebbe essere già mutato. Se le attese di inflazione si mantengono ben ancorate, nonostante i forti shock dei prezzi del petrolio e degli alimentari, un allentamento delle condizioni monetarie potrebbe risultare propizio. D'altra parte, permangono interrogativi quanto all'efficacia di una politica monetaria più accomodante qualora nel contempo le banche dovessero razionare il credito e gli operatori economici ridurre la spesa nell'intento di riequilibrare i bilanci.

Quadro generale degli andamenti

Variazione del ritmo della crescita mondiale ...

Nel 2007 l'evoluzione dell'economia mondiale ha attraversato due fasi distinte. Durante la prima metà dell'anno la domanda nelle principali economie industriali avanzate è stata sostenuta da condizioni di finanziamento favorevoli, dall'incremento costante del reddito e dal robusto clima di fiducia delle imprese. In tale periodo la maggior parte delle economie ha beneficiato di un'espansione vigorosa. Negli Stati Uniti gli investimenti nell'edilizia residenziale sono diminuiti, ma altre componenti della domanda, segnatamente i consumi privati e gli investimenti delle imprese, hanno retto bene. La dinamica è mutata nel secondo semestre, allorché si sono bruscamente deteriorati i mercati delle abitazioni e del lavoro e si è acuita la crisi finanziaria.

... con un rallentamento nelle principali economie industriali avanzate ...

Sebbene lo scorso anno la crescita del prodotto sia rimasta vivace a livello mondiale (4½%), nelle economie del G3 essa è scesa a meno del 2½%, da quasi il 3% nel 2006. Il rallentamento si è esteso anche a diverse altre economie industriali avanzate. Di conseguenza, il volume delle importazioni delle economie industriali avanzate, che era cresciuto a un ritmo compreso tra il 6 e il 9% dal 2004, ha rallentato a poco più del 3% nel 2007. Tuttavia, l'impatto di tale andamento sulle economie emergenti è stato finora limitato. La forte domanda interna in paesi come Brasile, Cina e India ha determinato un'accelerazione del prodotto aggregato delle economie emergenti a oltre il 7½% nel 2007 (Capitolo III).

... ma un'attività relativamente robusta nei mercati emergenti

Questa dinamica della crescita si è accompagnata a diversi mutamenti sostanziali nell'economia mondiale. Anzitutto, nel 2007 è ancora aumentato il contributo dei paesi emergenti alla crescita mondiale, proseguendo la tendenza osservata negli ultimi anni (tabella II.1). Secondariamente, la flessione degli investimenti residenziali nelle economie industriali avanzate ha concorso a frenare la domanda mondiale di investimenti, nonostante il rafforzamento della spesa in conto capitale nell'area emergente. Per contro, l'espansione globale dei consumi si è mantenuta relativamente stabile, traendo sostegno dalla robusta dinamica della spesa delle famiglie nelle economie sia industriali

Contributi alla domanda, ai consumi e agli investimenti mondiali ¹					
In percentuale e punti percentuali					
	1995	2000	2005	2006	2007
PIL in termini reali					
Mondo ²	3,8	4,8	4,2	4,7	4,5
Stati Uniti	0,6	0,9	0,8	0,7	0,5
Area dell'euro	0,6	0,8	0,3	0,5	0,5
Altre economie industriali avanzate ³	0,4	0,6	0,4	0,5	0,5
Economie emergenti ⁴	2,2	2,5	2,7	3,0	3,0
Consumi in termini reali ⁵					
Mondo ²	3,5	4,7	4,3	4,5	4,7
Stati Uniti	0,7	1,2	0,8	0,8	0,7
Area dell'euro	0,5	0,6	0,3	0,4	0,3
Altre economie industriali avanzate ³	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5
Economie emergenti ⁴	1,9	2,5	2,8	2,9	3,2
Investimenti in termini reali ⁶					
Mondo ²	4,6	6,4	7,7	7,1	5,7
Stati Uniti	1,4	1,5	1,5	0,6	-0,5
Area dell'euro	0,5	1,0	0,6	1,0	0,8
Altre economie industriali avanzate ³	0,3	0,4	0,8	0,8	0,5
Economie emergenti ⁴	2,4	3,5	4,8	4,7	4,9

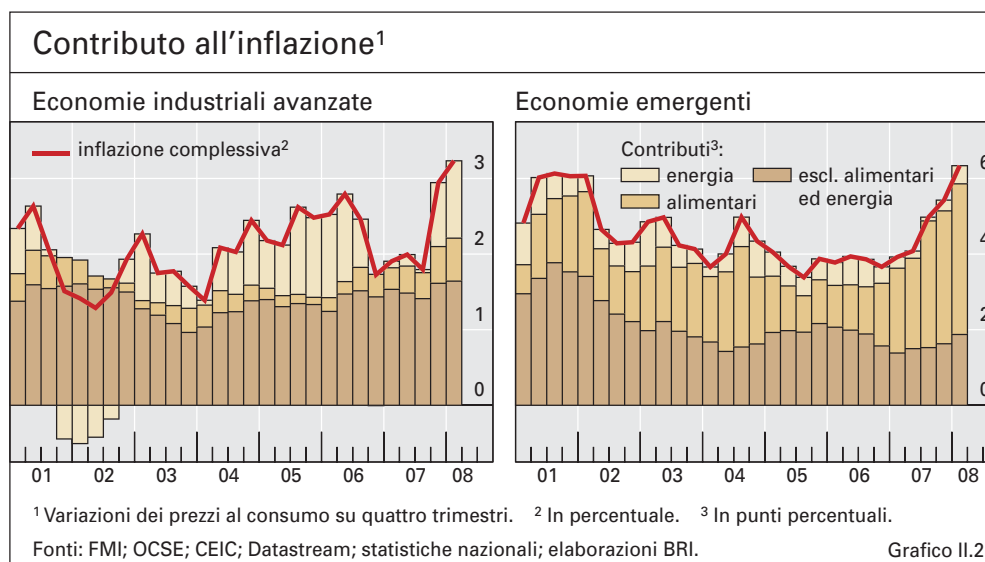
¹ Variazioni nell'anno. ² Crescita nelle economie elencate, in percentuale; ponderata in base al PIL e alle PPA del 2005. ³ Australia, Canada, Danimarca, Giappone, Norvegia, Nuova Zelanda, Regno Unito, Svezia e Svizzera. ⁴ Arabia Saudita, Argentina, Brasile, Cile, Cina, Colombia, Corea, Filippine, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Malaysia, Messico, Polonia, Repubblica Ceca, Russia, Singapore, Sudafrica, Taiwan (Cina), Thailandia, Turchia, Ungheria e Venezuela. ⁵ Spesa privata per consumi finali. ⁶ Investimenti fissi lordi.

Fonti: FMI; Datastream; statistiche nazionali. Tabella II.1

avanzate che emergenti. Terzo, i cambiamenti nel profilo della crescita e della domanda hanno determinato un'auspicata riduzione degli squilibri internazionali di parte corrente. Il disavanzo corrente USA è sceso da \$811 miliardi nel 2006 a \$692 miliardi in ragione d'anno nel quarto trimestre del 2007, ovvero dal 6,2 al 4,9% del PIL. L'aggiustamento ha avuto come principali contropartite un aumento dei disavanzi dell'Australia, del Regno Unito e dei paesi dell'Europa centrale e orientale e un lieve calo degli avanzi in Russia e America latina. Per contro, l'avanzo aggregato delle economie asiatiche ha segnato un netto incremento; in particolare, il surplus cinese ha raggiunto un massimo storico di \$372 miliardi nel 2007.

Nel 2008 l'economia mondiale è stata ulteriormente indebolita da una serie di shock avversi. In primo luogo, si è accentuata la crisi nel settore degli immobili residenziali USA, come riflesso dal brusco ribasso dei prezzi delle abitazioni. All'inizio dell'anno l'economia statunitense sembrava avviata verso una crescita molto lenta. In secondo luogo, le turbolenze nel mercato ipotecario e nei mercati connessi hanno determinato più in generale un netto aumento dell'avversione al rischio. Nonostante le azioni concertate intraprese dalle banche centrali per stabilizzare i mercati interbancari, i differenziali

La fase contrattiva in corso si è ulteriormente accentuata nel 2008 ...



creditizi e di tasso di interesse sono andati ampliandosi dal luglio 2007. Con l'inasprimento dei criteri di affidamento da parte delle banche nelle economie industriali avanzate, i timori di una stretta creditizia sono divenuti molto diffusi. In terzo luogo, le materie prime hanno evidenziato un ulteriore forte rincaro. Nei dodici mesi terminanti nell'aprile 2008 l'indice aggregato dei prezzi dei principali prodotti alimentari è cresciuto del 30% e le quotazioni del greggio (di qualità Brent) sono aumentate di oltre il 60%. Quest'ultimo rincaro delle materie prime fa seguito a diversi anni di ascesa dei prezzi (Capitolo III).

... in concomitanza con un incremento dell'inflazione

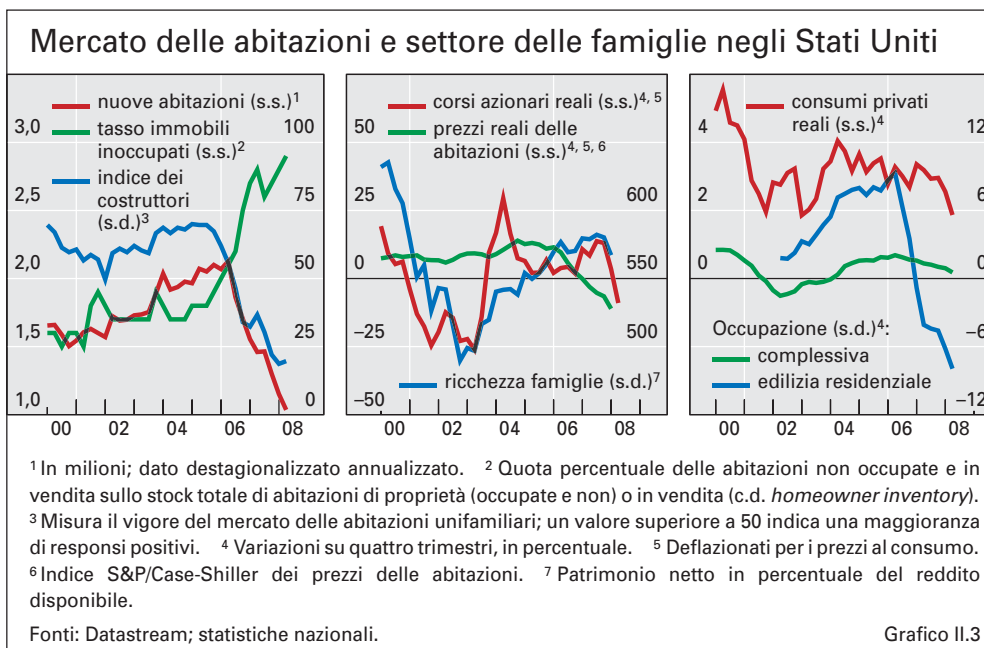
Soprattutto a causa dei prodotti alimentari e dell'energia, l'inflazione complessiva ha segnato un marcato incremento sia nelle economie industriali avanzate che in quelle emergenti (grafico II.2). Anche le misure che escludono gli alimentari e i beni energetici dall'indice dei prezzi al consumo sono salite in diversi paesi. Inoltre, le aspettative di inflazione di lungo periodo, desumibili dagli indicatori ricavati dai corsi obbligazionari, si sono accresciute negli Stati Uniti e, in misura minore, nell'area dell'euro dalla seconda metà del 2007. Anche le attese di inflazione al consumo desunte dalle indagini hanno evidenziato un aumento in diversi paesi, riconducibile in parte al fatto che i forti rincari di beni di frequente acquisto, quali gli alimentari e la benzina, hanno intensificato le percezioni di inflazione realizzata, e quindi indotto un rialzo delle aspettative sul suo andamento futuro.

Evoluzione della domanda mondiale

Rallentamento ciclico nelle principali economie industriali avanzate

Il rallentamento USA si contraddistingue per una notevole eccedenza nell'offerta di abitazioni ...

Il continuo declino nel mercato delle abitazioni (grafico II.3) ha avuto pesanti ricadute sulla crescita statunitense dalla seconda metà del 2006. Un aspetto importante che distingue le recenti difficoltà nel settore dell'edilizia residenziale da quelle precedenti è che l'ultima fase espansiva delle costruzioni USA ha generato un eccesso di offerta assai maggiore che in passato, in quanto la crescita dei nuovi alloggi ha superato di gran lunga l'incremento demografico.



Dalla fine del 2006 oltre il 2½% delle abitazioni destinate a essere occupate dai proprietari, il doppio della media dei cinque decenni anteriori, è risultato libero o in vendita; a titolo di confronto, nei periodi precedenti le recessioni dei primi anni ottanta e novanta il tasso di alloggi inoccupati era rimasto ben al disotto del 2%. Sebbene il numero di nuovi cantieri abbia registrato un calo di circa il 60% dal 2006, raggiungendo livelli osservati per l'ultima volta durante il minimo ciclico dei primi anni novanta, probabilmente l'eccedenza di offerta seguirà a gravare ancora per qualche tempo sia sul ritmo delle costruzioni sia sui prezzi delle abitazioni.

In particolare, rispetto al passato i fattori di carattere speculativo hanno svolto un ruolo più significativo nella costruzione di abitazioni unifamiliari. Sembra che molte nuove case siano state acquistate per essere rivendute o date in locazione, al di là dell'effettiva domanda demografica sottostante. Di conseguenza, gli investimenti in strutture residenziali unifamiliari sono saliti al livello record del 3½% del PIL nel 2006, a fronte del 2½% dei primi anni duemila.

Agli inizi dello scorso anno il deterioramento del mercato immobiliare USA ha cominciato a influenzare altri settori dell'economia. Nel 2007 gli investimenti residenziali hanno direttamente sottratto un punto percentuale alla crescita del PIL. Inoltre, il calo dei prezzi delle abitazioni e dei corsi azionari ha intaccato la ricchezza delle famiglie (grafico Il.3). Congiuntamente alla flessione generalizzata dell'occupazione e al rincaro dell'energia, questi andamenti hanno indebolito la spesa per consumi. Il contributo dei consumi privati alla crescita è sceso pertanto da 2 punti percentuali nel 2007 a 0,7 punti percentuali nel primo trimestre del 2008. Gli acquisti di beni durevoli, particolarmente sensibili alle variazioni della ricchezza e alle condizioni nel mercato del credito, si sono fortemente ridotti (a un tasso annuo del 6% nel primo trimestre del 2008).

... e per la speculazione nel settore delle costruzioni

Il rallentamento del mercato immobiliare USA si trasmette ai consumi ...

... con il rischio di un'ulteriore brusca correzione

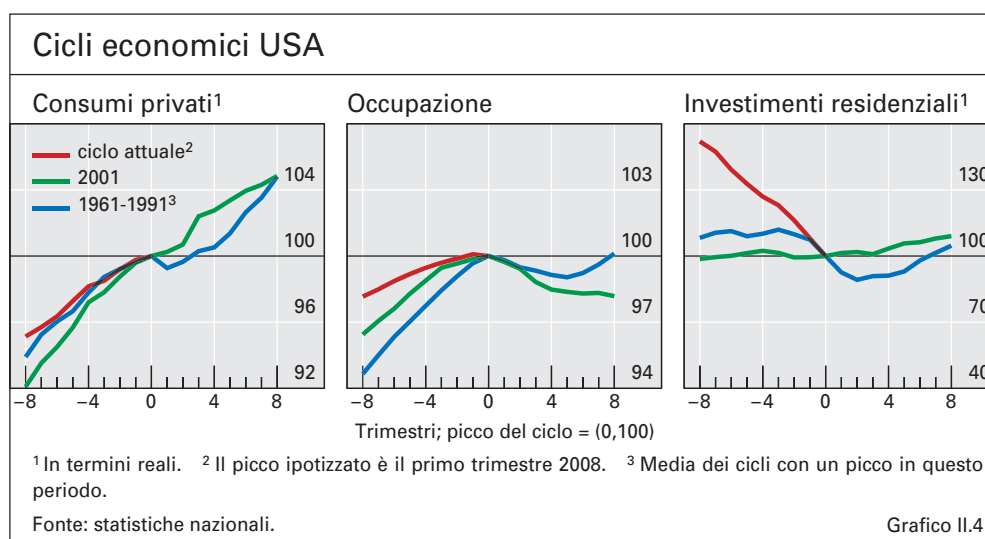
L'attuale fase contrattiva negli Stati Uniti presenta sia analogie che differenze rispetto ai cicli passati. In linea con l'andamento tipico pre-recessione, i consumi privati sono aumentati costantemente nel periodo anteriore al recente picco ciclico, malgrado una crescita dell'occupazione inferiore alla media (grafico Il.4). Con un saggio di risparmio eccezionalmente basso e un livello di indebitamento eccezionalmente elevato, ci si potrebbe attendere che nel ciclo attuale i consumi delle famiglie risultino molto inferiori rispetto al passato. Gli investimenti residenziali hanno già subito un calo più consistente di quelli registrati nei periodi anteriori ad altre flessioni cicliche e, come rilevato, potrebbero diminuire ulteriormente.

Aumentano i rischi recessivi anche per gli investimenti ...

Cruciale sarà l'andamento nel settore delle costruzioni non residenziali USA. Dopo la rapida espansione dei trimestri precedenti, gli investimenti in strutture non residenziali si sono ridotti nel primo trimestre 2008. Come si vedrà oltre, il rischio di nuovi cali resta elevato alla luce dell'inasprimento delle condizioni creditizie e degli effetti di retroazione negativi provenienti dal comparto residenziale. Durante la recessione dei primi anni novanta la quota delle costruzioni (residenziali e non) sul PIL era scesa da un massimo dell'11% nel 1985 a poco più dell'8% nel 1992. Nel ciclo attuale ha raggiunto un picco analogo nel 2006, ma fino a questo momento ha perso poco più di 1½ punti percentuali.

... ma il vigore delle esportazioni potrebbe contenere i danni

Fra le altre componenti della domanda, anche la spesa in impianti delle imprese si è contratta, ma l'entità della correzione futura rimane incerta. Nei comparti manifatturieri più esposti al settore delle costruzioni gli investimenti subiranno probabilmente notevoli tagli, e un ulteriore indebolimento dei consumi potrebbe aggravare tale contrazione, deprimendo la domanda e le aspettative di profitto. Nondimeno, a differenza di quanto verificatosi durante la svolta recessiva del 2001, in questa fase l'assenza di un precedente sovrainvestimento dovrebbe assicurare una più graduale correzione verso il basso della spesa in impianti. Inoltre, un aspetto maggiormente favorevole per l'economia statunitense è dato dal vigore delle esportazioni nette, il cui contributo alla crescita del PIL si è portato in territorio positivo nel 2007 (½ punto percentuale). Questo fattore potrebbe rivelarsi importante nell'aumentare gli investimenti



nel settore dei beni commerciabili, che aveva sofferto durante il periodo di apprezzamento del dollaro.

Fra le altre principali economie industriali avanzate, il Regno Unito presenta alcune caratteristiche in comune con gli Stati Uniti. L'economia britannica è parsa rallentare verso la fine del 2007, allorché la spesa per consumi è stata frenata dalle condizioni di credito più stringenti e dal deterioramento del clima di fiducia. Inoltre, il calo dei prezzi degli immobili ha evocato lo spettro di una recessione nel settore delle costruzioni. Analogamente, in Canada, sebbene la domanda aggregata abbia continuato a superare il potenziale produttivo fino allo scorso anno, l'economia ha cominciato a indebolirsi al diminuire delle esportazioni. Inoltre, l'irrigidimento delle condizioni creditizie ha iniziato a incidere sulla domanda.

Nell'area dell'euro e in Giappone si sono avuti andamenti contrastanti. Nonostante una lieve decelerazione, la crescita nell'area dell'euro è rimasta vigorosa fino al primo trimestre 2008. In particolare, gli investimenti sono aumentati a ritmo sostenuto nel 2007. Pur essendo diminuiti nell'aprile di quest'anno, gli indicatori Ifo del clima di fiducia delle imprese si sono comunque mantenuti al di sopra della media dell'ultimo quinquennio. Tuttavia, i consumi privati hanno rallentato sensibilmente verso la fine del 2007 in parallelo con il calo della fiducia, e le esportazioni hanno parimenti perso slancio negli ultimi mesi. Anche in Giappone l'economia ha continuato a espandersi fino al primo trimestre 2008, grazie soprattutto al vigore delle esportazioni. I consumi si sono mantenuti relativamente robusti, con l'aumento dell'occupazione fino agli inizi del 2008. Tuttavia, una rapida contrazione degli investimenti residenziali nella seconda metà del 2007, indotta da modifiche alla regolamentazione edilizia, ha in parte frenato la domanda interna. Inoltre, gli indicatori del clima di fiducia delle imprese sono regrediti negli ultimi mesi, così come le aspettative di profitto.

Interconnessioni a livello internazionale e prospettive economiche

Nei cicli passati il rallentamento dell'economia negli Stati Uniti si è spesso accompagnato a una più lenta crescita altrove, ma nella fase attuale vi sono ragioni per ritenere che tali effetti possano rimanere più contenuti. Negli ultimi anni si sono difatti osservati alcuni andamenti in linea con questa convinzione. Mentre negli Stati Uniti il tasso di incremento annuo della domanda interna è sceso dal 4,1% nel 2004 all'1,5% nel 2007, in Giappone esso si è ridotto dal 2 all'1% e nell'area dell'euro è persino lievemente aumentato, dall'1,7 al 2,2%. Inoltre, in contrasto ancor più netto con l'evoluzione statunitense, la domanda interna nelle grandi economie emergenti (in particolare Brasile, Russia, India e Cina) ha continuato a espandersi rapidamente durante tutto il periodo (grafico II.5).

Questi andamenti divergenti hanno indotto alcuni osservatori a ritenere che il resto del mondo potrebbe compensare in parte gli shock negativi dal lato della domanda provenienti dagli Stati Uniti. Un argomento a sostegno di tale ipotesi è che gli squilibri nel resto del mondo appaiono meno gravi che negli Stati Uniti, a differenza di quanto osservato durante la fase recessiva del 2001, causata dallo scoppio della bolla globale degli investimenti informatici.

Emergono segni di rallentamento anche in altre economie

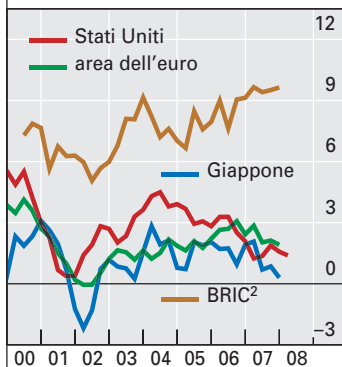
Gli effetti sulla crescita nell'area dell'euro e in Giappone risultano finora leggermente minori ...

... determinando una certa divergenza dei cicli della domanda ...

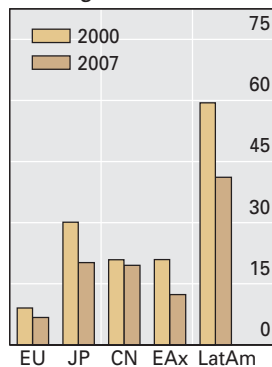
... per diverse ragioni

Interconnessioni economiche mondiali

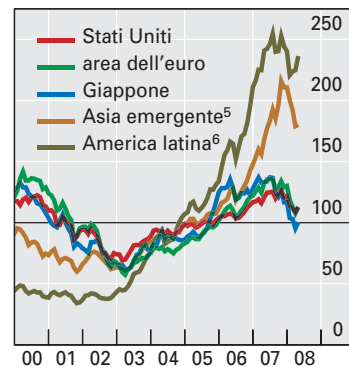
Domanda interna in termini reali¹



Esposizioni commerciali verso gli Stati Uniti³



Mercato azionario⁴



CN = Cina; EAx = Asia emergente esclusa la Cina; EU = Unione europea; JP = Giappone; LatAm = America latina.

¹ Variazioni su quattro trimestri, in percentuale. ² Brasile, Russia, India e Cina. ³ Esportazioni verso gli Stati Uniti in percentuale delle esportazioni totali. ⁴ Corsi azionari; 2000-07 = 100. ⁵ Cina, Corea, Filippine, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Malaysia, Singapore e Thailandia. ⁶ Argentina, Brasile, Cile, Colombia, Messico, Perù e Venezuela.

Fonti: FMI; Bloomberg; Datastream; statistiche nazionali.

Grafico II.5

Come ulteriore motivo per cui il rallentamento USA potrebbe avere un impatto limitato sull'economia mondiale è stato evocato il fatto che in numerosi paesi è sensibilmente diminuita la quota di esportazioni destinate agli Stati Uniti.

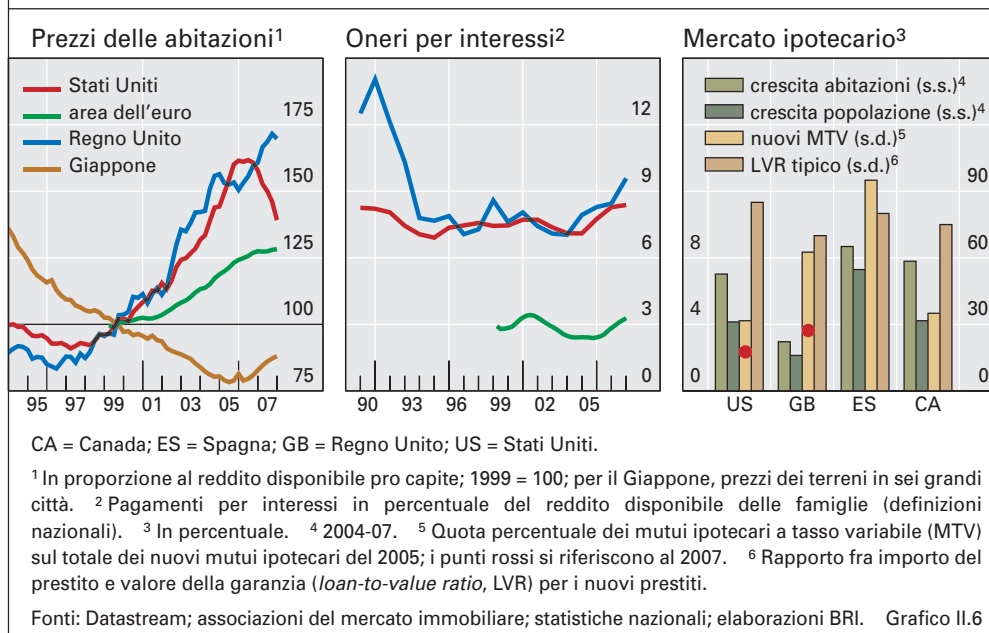
Al di fuori degli Stati Uniti, le prospettive per la domanda interna nelle altre grandi economie sembrano nel complesso favorevoli, ma presentano anche una notevole variabilità. Nell'area dell'euro la domanda interna è stata sorretta da un diffuso recupero degli investimenti delle imprese. Inoltre, il recente calo del tasso di disoccupazione potrebbe contribuire a sostenere i consumi. Con il 7,1% registrato nel primo trimestre del 2008, il tasso di disoccupazione nell'area ha raggiunto il livello più basso dai primi anni ottanta. La tendenza è particolarmente evidente in Germania, dove le riforme strutturali hanno accresciuto la flessibilità del lavoro e il tasso di partecipazione. In questo paese anche i salari reali hanno cominciato ad aumentare, benché rimangano depressi e crescano tuttora più lentamente della produttività del lavoro.

In seno all'area dell'euro i cicli della domanda interna hanno già mostrato andamenti divergenti, in parte di riflesso alle diverse dinamiche dei mercati immobiliari. I prezzi nominali delle abitazioni nell'insieme dell'area sono cresciuti più gradualmente nello scorso decennio rispetto, per esempio, a quelli degli Stati Uniti e del Regno Unito (grafico II.6). Ciò si deve in certa misura alla tendenza registrata in Germania, dove i prezzi degli alloggi sono rimasti stabili o sono moderatamente diminuiti negli anni dal 2000 al 2007. In Francia, Irlanda e Spagna, invece, essi hanno subito un forte incremento nei primi anni duemila, per poi cominciare a rallentare tra il 2004 e il 2006. In alcuni paesi (specie in Spagna) la crescita degli alloggi ha parimenti superato quella della popolazione, sebbene non nella misura osservata in Nord America.

Questa volta la domanda nell'area dell'euro potrebbe mostrare maggiore tenuta ...

... sebbene vi siano forti disparità all'interno dell'area

Mercati delle abitazioni e dei prestiti ipotecari



Durante la fase espansiva il valore aggiunto nel settore delle costruzioni ha raggiunto l'11 e il 9% del PIL in Spagna e in Irlanda rispettivamente, livelli ben superiori alla media dell'area (6%). L'incremento di valore delle abitazioni sembra anche avere sostenuto i consumi, soprattutto in Francia e Spagna. Con l'inversione del ciclo dei prezzi immobiliari e l'inasprimento delle condizioni creditizie è probabile che la domanda in questi paesi si indebolisca più che nelle altre parti dell'area.

La domanda interna in Giappone è stata sorretta da condizioni finanziarie molto favorevoli, che hanno determinato un ampio divario tra il tasso di remuneratività degli investimenti delle grandi imprese manifatturiere e i loro costi di finanziamento. Per contro, le aziende minori, che tradizionalmente hanno margini di profitto più ristretti e un basso potere di fissazione dei prezzi, sono apparse più vulnerabili alle pressioni dal lato dei costi. Inoltre, i consumi sono stati finora trainati dall'occupazione. Sebbene dopo diversi trimestri di crescita negativa i salari nominali abbiano registrato un incremento all'inizio del 2008, quelli reali sono rimasti deboli. In futuro la dinamica salariale potrebbe continuare a essere limitata da diversi fattori strutturali, tra cui il pensionamento delle generazioni del *baby boom* e la loro sostituzione da parte di lavoratori con retribuzioni inferiori, e il notevolissimo aumento della quota del lavoro a tempo parziale dai primi anni duemila. I consumi restano pertanto esposti ai rischi derivanti da una stretta del reddito delle famiglie per effetto della debolezza dei salari reali, specie nel contesto del rincaro dell'energia.

Come si vedrà nel Capitolo III, la domanda interna nelle economie emergenti sembra essere divenuta più robusta che nei cicli passati, grazie al miglioramento dei fondamentali macroeconomici e alla maggiore solidità dei bilanci. Il costante incremento degli afflussi di capitale verso molte di tali

Le prospettive per la domanda interna paiono più deboli in Giappone ...

... mentre sono migliorate nelle economie emergenti

economie ha inoltre migliorato le prospettive di investimento. Tuttavia, negli ultimi mesi i rincari degli alimentari e del petrolio hanno scosso la fiducia dei consumatori, soprattutto nei paesi asiatici importatori di materie prime.

Gli Stati Uniti restano comunque uno dei principali partner commerciali

Vi è altresì motivo di credere che l'impatto del rallentamento economico USA non abbia ancora esplicito pienamente i suoi effetti a livello mondiale. Gli Stati Uniti restano uno dei principali partner commerciali per diversi paesi, quali Canada, Cina, Giappone e Messico. Le importazioni nel settore ad alta tecnologia USA restano ingenti, attenuando l'impatto avverso sugli scambi intraregionali in Asia, ma la situazione potrebbe cambiare se la fase contrattiva negli Stati Uniti dovesse aggravarsi. Un rallentamento prolungato potrebbe minare la fiducia dei consumatori e delle imprese in tutto il mondo, rischio evidenziato dal deciso ribasso dei mercati azionari internazionali nel gennaio 2008. Inoltre, molte imprese in Cina e in Giappone dipendono dalle esportazioni verso gli Stati Uniti per gli investimenti e l'occupazione, il che implica che la spesa in conto capitale in questi paesi potrebbe non essere così autonoma come spesso ipotizzato. Analogamente, le esportazioni rimangono una fonte fondamentale di domanda in Germania. Ciò espone l'area dell'euro ai rischi derivanti da una possibile decelerazione in altre economie, fra cui gli Stati Uniti, attraverso gli effetti non solo diretti sull'economia tedesca, ma anche indiretti sugli scambi intraregionali e sugli investimenti.

La domanda mondiale potrebbe essere indebolita anche da diversi shock comuni

La domanda mondiale risentirà verosimilmente anche di diversi altri shock che hanno coinciso con la flessione ciclica USA. In primo luogo, lo shock negativo di domanda potrebbe essere amplificato da una stretta generalizzata dell'offerta di credito nelle economie industriali avanzate (si veda oltre). In secondo luogo, negli ultimi mesi i forti rincari delle materie prime, specie del petrolio, hanno causato consistenti perdite in termini di ragioni di scambio per i paesi importatori di greggio. Le analisi condotte dall'Agenzia internazionale per l'energia dopo l'impennata dei corsi petroliferi dei primi anni duemila indicano che un incremento di \$10 al barile del prezzo medio all'importazione nei paesi dell'OCSE potrebbe abbassare la crescita di 0,4 punti percentuali e accrescere l'inflazione di 0,5 punti percentuali nell'arco di un anno. Di fatto, nei dodici mesi fino a gennaio 2008 il costo medio all'importazione del petrolio nei principali paesi dell'OCSE era già aumentato di \$35 al barile.

L'impatto effettivo sulla crescita è stato finora limitato, anche perché le imprese non hanno voluto o potuto traslare appieno il rincaro del greggio sui prezzi al consumo. Inoltre, la maggiore ricchezza derivante dall'incremento di valore delle abitazioni e delle azioni, nonché la facile disponibilità di credito bancario fino a metà 2007 hanno sostenuto i consumi. Tuttavia, un sostanziale deterioramento delle prospettive di occupazione e ricchezza potrebbe rafforzare l'effetto dei rincari del petrolio e degli alimentari sulla spesa delle famiglie, specie nei paesi in cui i consumi si sono retti in misura significativa sull'accumulo di debito.

Politiche economiche e altri fattori che impattano sulla domanda futura

L'attuazione di politiche volte a contrastare le debolezze della domanda mondiale potrebbe essere di ausilio, a condizione che le spinte inflazionistiche restino ben contenute. Le massicce iniezioni di liquidità da parte delle

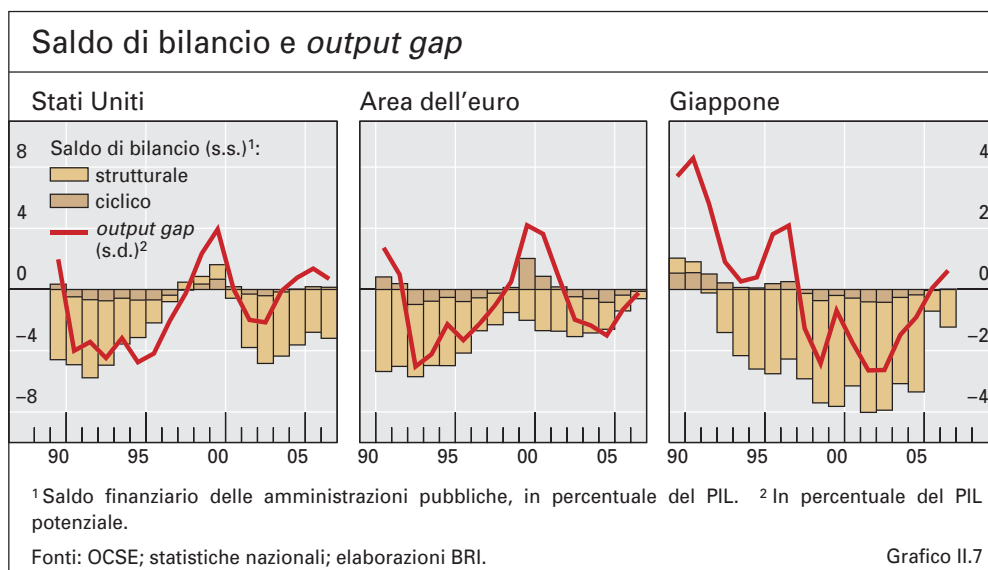
principali banche centrali potrebbero avere limitato gli effetti delle recenti turbolenze finanziarie sui costi di finanziamento delle banche. Per giunta, l'orientamento di politica monetaria è stato allentato in diverse economie industriali avanzate dall'agosto dello scorso anno. Tuttavia, l'impatto di tali misure sulla domanda dipende in modo cruciale da diversi fattori. Uno di questi è la valutazione dei rischi di credito. Negli Stati Uniti, ad esempio, dove l'allentamento monetario è stato maggiore, i tassi sui prestiti meno rischiosi alle famiglie sono calati, ma quelli sulle ipoteche *jumbo* e sulle obbligazioni di qualità non bancaria sono aumentati a causa dei più elevati premi al rischio. Inoltre, le banche potrebbero ridurre l'offerta di credito tramite meccanismi non di prezzo, diminuendo l'efficacia della riduzione dei tassi ufficiali. Infine, come si vedrà più avanti, l'ingente debito accumulato potrebbe indurre le famiglie a risparmiare anziché spendere. A prescindere dall'impatto sulla domanda aggregata dei più bassi tassi ufficiali, vi è il rischio che la futura flessibilità della politica monetaria possa essere limitata dal recente aumento dell'inflazione misurata e attesa.

La domanda potrebbe beneficiare della pronta reazione delle banche centrali e del calo dei tassi ufficiali ...

Anche una politica di bilancio più accomodante potrebbe sostenere la domanda in alcuni paesi. Gli stabilizzatori automatici contribuiranno a modulare la domanda nel caso di una flessione ciclica, soprattutto nell'area dell'euro (grafico II.7). Va poi detto che il disavanzo strutturale nell'area è andato calando negli ultimi anni, in conformità con i requisiti del Patto di stabilità e crescita. Di riflesso a questo margine di manovra aggiuntivo, i bilanci previsionali per il 2008 contemplanò un lieve incremento del deficit strutturale, allo 0,9% del PIL. In Giappone il disavanzo strutturale dovrebbe ridursi nel 2008. La posizione di bilancio statunitense è rimasta nel complesso propizia alla domanda nel breve periodo. Il recente piano di stimolo fiscale, che prevede riduzioni delle imposte sul reddito delle persone fisiche e delle imprese nella misura dell'1% del PIL del 2007, dovrebbe promuovere temporaneamente la domanda nel corso di quest'anno.

... così come di una politica di bilancio espansiva

Una questione basilare è se esista un margine per impiegare misure discrezionali di politica di bilancio al fine di stimolare ulteriormente la domanda.



Tuttavia, il margine di stimolo fiscale differisce da un paese all'altro ...

Negli Stati Uniti il rapporto debito/PIL è già pari a circa il 60% e risulterebbe assai maggiore tenendo conto delle passività senza copertura derivanti dai costi previdenziali e sanitari a lungo termine. Nell'area dell'euro i disavanzi ridotti o i persistenti avanzi in Austria, Germania e Spagna, nonché il calo previsto dei rapporti debito/PIL potrebbero ampliare il margine di manovra delle autorità di questi paesi per utilizzare la politica di bilancio a sostegno della domanda. Per contro, in Grecia e Italia il rapporto debito pubblico/PIL si situava intorno al 100% a fine 2007 e, stando alle proiezioni, dovrebbe mantenersi elevato in futuro. In quasi tutti i paesi dell'area le passività senza copertura legate alla futura spesa per prestazioni sanitarie e pensionistiche restano ingenti a causa del rapido invecchiamento della popolazione. In Giappone il debito pubblico lordo supera già il 180% del PIL e le passività implicite del settore pubblico sono parimenti di grande entità. La pressione fiscale complessiva è bassa e potrebbe quindi essere innalzata, ma la realtà di una popolazione già in calo costituisce un ulteriore fattore di complicazione.

... e vi è incertezza circa la sua efficacia

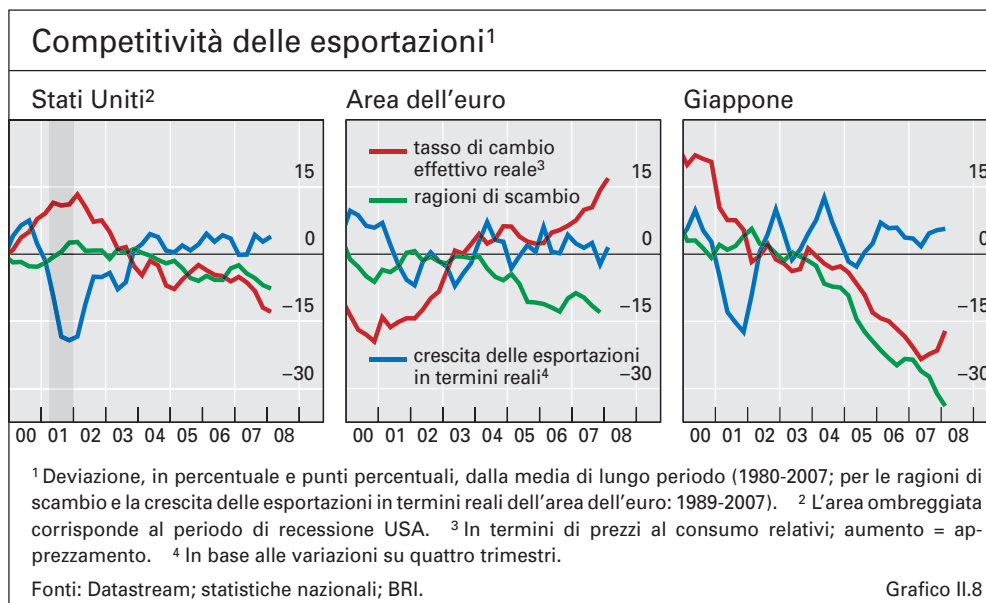
Un'altra questione riguarda l'efficacia della politica di bilancio. L'azione dei moltiplicatori fiscali sembra essersi indebolita nei paesi industriali avanzati durante gli ultimi decenni, in quanto la maggiore apertura delle economie e la liberalizzazione finanziaria hanno ridotto il numero dei soggetti con vincoli di liquidità. Ciò nondimeno, programmi di stimolo opportunamente mirati potrebbero ancora dimostrarsi utili, specie ove riducano i vincoli di spesa per coloro che hanno perso l'accesso al credito. Uno stimolo temporaneo limiterebbe inoltre i disavanzi futuri e quindi anche le aspettative di aumenti futuri dell'onere fiscale. Nel caso degli Stati Uniti, stime recenti suggeriscono che la propensione marginale a destinare al consumo sgravi tributari transitori potrebbe essere significativa (circa 0,4) e che tale impatto potrebbe concretizzarsi rapidamente. Tuttavia, è probabile che il graduale venir meno degli effetti degli sgravi deprima la crescita in periodi successivi.

Il deprezzamento del dollaro potrebbe sostenere la crescita USA ...

Un fattore che ha avuto conseguenze sulla distribuzione della domanda mondiale è stata l'evoluzione dei tassi di cambio. A fine aprile 2008 il valore effettivo reale del dollaro statunitense aveva perso il 25% rispetto al massimo del febbraio 2002. Anche in raffronto alla media di lungo periodo per gli anni 1980-2007 il deprezzamento del dollaro è stato sostanziale (grafico II.8). La debolezza della moneta americana continuerà a sostenere la crescita USA, aumentando sia le esportazioni sia la domanda di beni prodotti dai settori interni in concorrenza con le importazioni. Essa accresce inoltre il valore in moneta nazionale dei redditi USA da investimenti esteri, rafforzando l'impatto positivo esercitato sull'interscambio. D'altra parte, il forte deprezzamento del dollaro potrebbe innalzare le aspettative di inflazione e rendere più difficile il controllo di quest'ultima.

... ma esercita forti pressioni competitive sulle economie dell'area dell'euro

Per contro, in termini effettivi l'euro si è fortemente apprezzato negli ultimi due anni. Ciò riduce l'effetto dell'incremento delle quotazioni petrolifere in dollari, ma frena anche la domanda esterna di beni prodotti nell'area dell'euro. Le esportazioni dall'area hanno nondimeno seguito ad aumentare a un ritmo prossimo a quello di lungo periodo grazie alla vigorosa domanda nei mercati emergenti. La più rapida crescita della produttività nel settore manifatturiero tedesco ha compensato in parte gli effetti di competitività negativi dovuti



all'apprezzamento della moneta unica. In altri paesi dell'area (ad esempio, Italia e Spagna) la competitività è invece peggiorata. Quanto allo yen, il suo valore effettivo reale è diminuito considerevolmente negli anni recenti, contribuendo a stimolare le esportazioni nipponiche.

Andamenti dell'inflazione nelle economie industriali avanzate

Crescenti rischi di inflazione

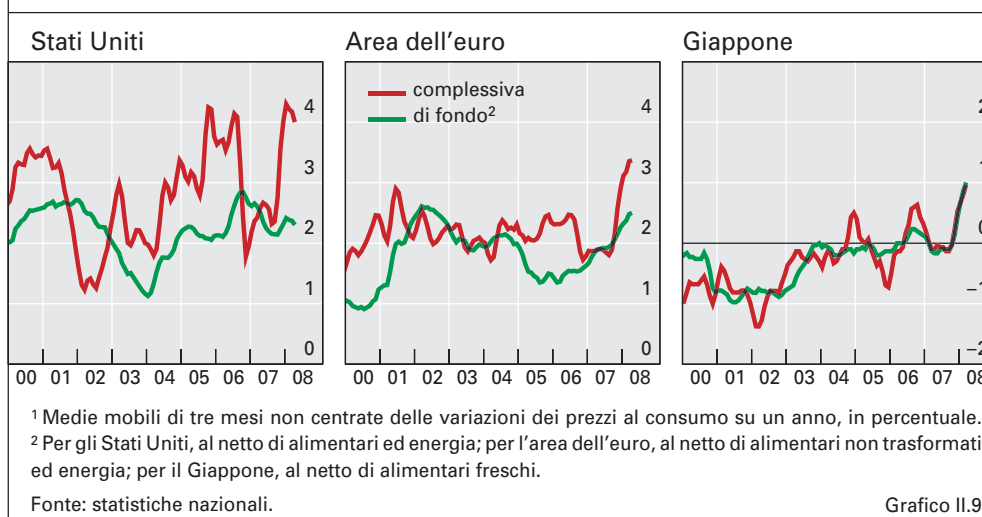
Il forte aumento dei prezzi delle materie prime dagli inizi del 2007 ha determinato una notevole crescita dell'inflazione complessiva nelle economie industriali avanzate. In aprile 2008 il tasso di inflazione sui dodici mesi misurato dall'IPC si situava a circa il 4% negli Stati Uniti e al di sopra del 3% nell'area dell'euro, mentre a marzo in Giappone superava infine l'1% (grafico II.9). Negli Stati Uniti i prezzi interni dell'energia sono aumentati di oltre il 15% nell'anno fino all'aprile 2008, mentre l'inflazione dei prezzi di alimentari e bevande ha sfiorato il 5%, quasi il massimo degli ultimi due decenni. Nell'area dell'euro l'inflazione dei prezzi dell'energia ha superato il 10½% e gli alimentari sono rincarati del 6%. Ai prezzi dell'energia è riconducibile circa un terzo dell'inflazione complessiva negli Stati Uniti e nell'area dell'euro. Inoltre, l'inflazione di fondo (secondo le definizioni nazionali), che si era mantenuta su valori piuttosto moderati sino al 2006, è accelerata nell'area dell'euro e in Giappone. Negli Stati Uniti l'inflazione di fondo al consumo è rimasta relativamente stabile fino all'aprile 2008.

Una questione fondamentale è se i prezzi degli alimentari e del petrolio rimarranno elevati. Se l'espansione della domanda di lungo periodo delle materie prime fondamentali continuerà a superare l'offerta, l'ulteriore ascesa dei corsi degli alimentari e dell'energia diviene una possibilità concreta. L'indice dei prezzi al consumo degli alimentari in diverse economie avanzate è destinato a mantenersi su livelli elevati per qualche tempo nella misura in cui

La più forte dinamica dei prezzi sospinta dai corsi delle materie prime ...

... solleva la questione della persistenza dell'inflazione ...

Inflazione nelle economie del G3¹



l'incremento dei prezzi alla produzione si trasmette alle vendite al dettaglio e le pressioni dal lato dei costi comprimono i margini delle imprese al di là dei livelli sostenibili.

In passato, l'inflazione complessiva tendeva a seguire l'andamento di quella di fondo, in larga misura perché la volatilità dei prezzi degli alimentari e del petrolio rispecchiava turbative temporanee dal lato dell'offerta. Ciò ha incoraggiato le banche centrali a focalizzare l'attenzione sull'inflazione di fondo come misura della pressione sottostante sui prezzi. Tuttavia, l'ascesa protratta dei corsi delle materie prime negli ultimi anni ha indebolito questa relazione (tabella II.2). Nell'area dell'euro, ad esempio, negli ultimi tre anni l'indice complessivo si è dimostrato assai più efficace come indicatore previsivo dell'inflazione a un anno. Anche negli Stati Uniti l'inflazione complessiva ha

... e complica la valutazione delle spinte inflazionistiche da parte delle autorità monetarie

Accuratezza delle previsioni di inflazione¹

	Periodo previsionale: gen. 2001-apr. 2003		Periodo previsionale: mag. 2003-sett. 2005		Periodo previsionale: ott. 2005-mar. 2008	
	Inflazione complessiva	Inflazione di fondo ²	Inflazione complessiva	Inflazione di fondo ²	Inflazione complessiva	Inflazione di fondo ²
IPC USA	0,88	0,86	0,67	0,79	1,05	1,14
Deflatore SCP USA	0,51	0,48	0,79	0,90	0,87	0,98
IAPC area dell'euro	0,52	0,87	0,32	0,34	0,64	0,84
IPC Giappone	0,93	0,70	0,40	0,28	0,54	0,50

¹ Radice dell'errore quadratico medio per le previsioni fuori campione relative all'inflazione a dodici mesi ottenute dalla regressione dell'inflazione complessiva annua sul tasso di inflazione complessiva o di fondo (periodo di stima: gennaio 1991-dicembre 2000). Le aree ombreggiate indicano una più bassa radice dell'errore quadratico medio all'interno di ciascun periodo previsionale. ² Per gli Stati Uniti, al netto di alimentari ed energia; per l'area dell'euro, al netto di alimentari non trasformati ed energia; per il Giappone, al netto degli alimentari freschi.

Fonti: statistiche nazionali; stime BRI.

Tabella II.2

fornito previsioni migliori sulla dinamica dei prezzi di quanto abbia fatto l'inflazione di fondo da metà 2003, anno in cui è cominciata la tendenza al rialzo dei corsi energetici. L'esperienza giapponese è stata in parte differente: la misura nazionale dell'inflazione di fondo continua a predire in modo più affidabile l'inflazione complessiva futura, sebbene ciò possa essere in gran parte dovuto al fatto che essa include i prezzi del petrolio.

Determinanti dell'inflazione di fondo

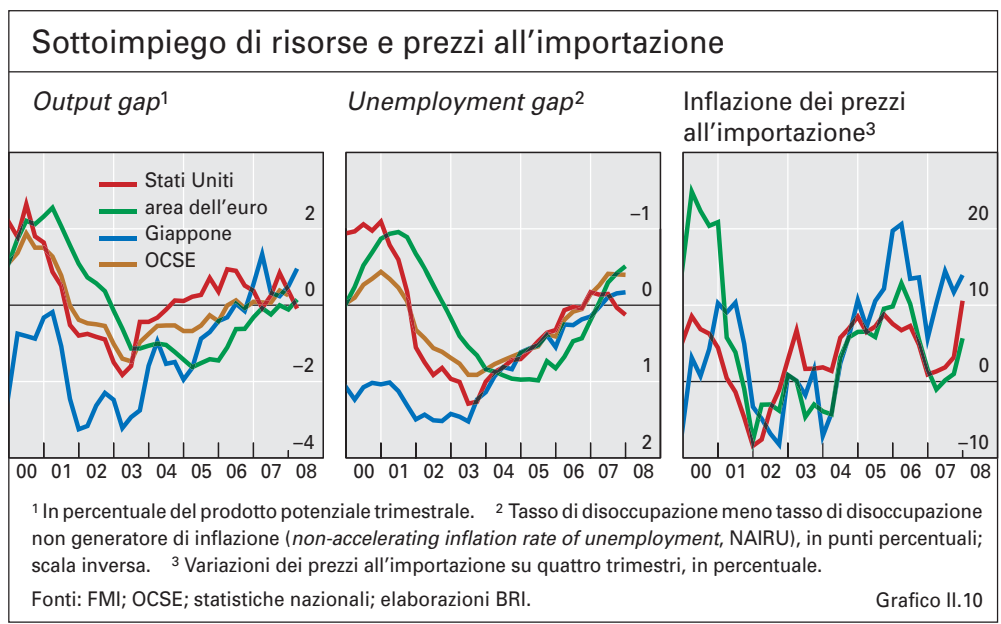
Alla luce delle forze sottostanti nella presente congiuntura, ci si chiede cosa sia più probabile, se una convergenza verso l'alto dell'inflazione di fondo con l'indice complessivo o viceversa. In numerose economie industriali avanzate il prodotto pare essere rimasto intorno al livello potenziale e in prospettiva potrebbe persino scendere al disotto di tale livello (grafico Il.10). Le misure dell'*unemployment gap* indicano un aumento del sottoimpiego di risorse negli Stati Uniti. In altre economie industriali avanzate, benché i tassi di disoccupazione siano ancora bassi, le deboli condizioni della domanda potrebbero ridurre l'occupazione in futuro. Nel complesso, le pressioni esercitate dalla domanda sull'inflazione di fondo dovrebbero pertanto restare moderate.

Anche gli andamenti recenti del costo del lavoro per unità di prodotto nelle economie del G3 sono stati benigni. Negli Stati Uniti il tasso di crescita su base annua del costo del lavoro per unità di prodotto è ridisceso allo 0,2% nel primo trimestre 2008, interrompendo la tendenza ascendente che l'aveva portato al disopra del 4% nella prima metà del 2007. Nell'area dell'euro, sebbene sia stata contenuta e stabile intorno all'1½% negli ultimi anni, la progressione del costo del lavoro per unità di prodotto è salita a circa il 2% nel quarto trimestre 2007. In Giappone il costo unitario del lavoro è diminuito negli ultimi anni, rispecchiando in parte il calo o l'aumento solo modesto dei salari nominali.

La futura evoluzione del costo del lavoro per unità di prodotto dipenderà in misura significativa dalla dinamica salariale. Diverse economie industriali

Il sottoimpiego di risorse nelle principali economie industriali avanzate dovrebbe aumentare ...

... e il costo unitario del lavoro non dovrebbe rappresentare una grave minaccia ...



avanzate hanno fatto registrare dagli anni ottanta una riduzione della quota dei salari sul valore aggiunto complessivo e un corrispondente incremento della quota dei profitti. Tuttavia, di recente sono emerse richieste di aumenti salariali, specie in Europa. In Germania, ad esempio, dopo un lungo periodo di salari reali deboli o in calo, quest'anno i sindacati hanno rivendicato aumenti più consistenti. L'adeguamento *una tantum* delle retribuzioni, dopo un periodo di significativa crescita della produttività, non genera necessariamente spinte inflazionistiche, poiché può essere compensato da una flessione dei margini di profitto ai livelli precedenti. Per contro, un'ascesa protratta dei salari potrebbe creare notevoli rischi di inflazione, incoraggiando le imprese a rivedere al rialzo i listini.

... ma le pressioni disinflazionistiche derivanti dalla globalizzazione sono in calo

Un altro interrogativo concernente l'evoluzione dell'inflazione riguarda la misura in cui le pressioni al ribasso sull'inflazione derivanti dalla globalizzazione potrebbero diminuire o persino invertirsi. Un fattore rilevante a tale proposito è la recente vigorosa domanda di materie prime, indotta dalla forte crescita nelle economie emergenti. A livello globale ciò sembra accrescere i vincoli in termini di risorse, innalzando i prezzi delle materie prime fondamentali e dei generi alimentari.

Un ulteriore fattore è legato alla rapida espansione dei salari reali in alcuni paesi con strutture produttive a basso costo, come la Cina, in parte di riflesso alla carenza di lavoratori qualificati e all'incremento dei salari minimi (Capitolo III). Essa ha tendenzialmente fatto rincarare i manufatti importati dalle economie emergenti. Questi recenti andamenti indicano che il processo di recupero del divario economico da parte dei paesi emergenti comporterà probabilmente un protrarsi delle spinte al rialzo sui prezzi all'importazione. Un elemento specifico che potrebbe avere accentuato alcuni di questi effetti sui prezzi, soprattutto negli Stati Uniti e nel Regno Unito, è il sostanziale deprezzamento del tasso di cambio reale negli ultimi mesi.

La trasmissione dei costi pare ancora contenuta ...

Ad oggi, non vi sono ancora solide evidenze empiriche che la sostanziale attenuazione della trasmissione delle variazioni di prezzo delle materie prime e dei cambi ai prezzi all'importazione e al consumo, osservata durante gli anni novanta e i primi anni duemila, si sia invertita più di recente (tabella II.3; si veda anche la tabella II.2 nella *75ª Relazione annuale*). Il grado di trasmissione continua a essere inferiore a quello osservato negli anni settanta e ottanta, anche perché gli esportatori stranieri sono riusciti a mantenere invariati i prezzi nelle valute locali degli importatori, sia adeguando i margini di profitto propri e dei distributori locali, sia trovando il modo di accrescere la produttività in misura proporzionale. Ciò parrebbe anche indicare che le attese di inflazione di lungo periodo sono rimaste ancorate.

... ma potrebbe aumentare in futuro

Nondimeno, il grado di trasmissione potrebbe aumentare. Al di fuori degli Stati Uniti, i margini accumulati dagli esportatori durante il periodo di apprezzamento del dollaro si sono ora ridotti in misura significativa, e potrebbe risultare sempre più difficile conseguire aumenti di produttività. Inoltre, i notevoli e persistenti rincari delle materie prime e il deprezzamento del tasso di cambio potrebbero finire per innalzare le aspettative di inflazione, innescando in avvenire maggiori adeguamenti dei prezzi di fondo al consumo.

Trasmissione dell'inflazione						
	Dai prezzi delle materie prime ai prezzi all'importazione ¹		Dai tassi di cambio ai prezzi all'importazione ¹		Dai prezzi all'importazione all'IPC di fondo ²	
	1971-1989	1990-2007	1971-1989	1990-2007	1971-1989	1990-2007
Stati Uniti	0,29 **	0,22 **	0,47 **	0,16 *	0,33 **	0,14
Giappone	0,35 **	0,27 **	0,74 **	0,40 **	0,23 **	0,02
Germania	0,22 **	0,17 **	0,37 **	0,23 **	0,17 **	-0,07
Francia	0,19 **	0,10 **	0,77 **	0,03	0,27 **	-0,08
Regno Unito	0,20 **	0,12 **	0,68 **	0,46 **	0,25 *	0,14
Italia	0,31 **	0,25 **	0,66 **	0,41 **	0,32 **	0,49

I simboli ** e * indicano che i dati sono significativamente diversi da zero ai livelli di confidenza del 99 e 95% rispettivamente.

¹ Variazioni percentuali dei prezzi all'importazione in risposta a un aumento dell'1% dei prezzi delle materie prime (misurati in moneta nazionale), ovvero in risposta a un deprezzamento dell'1% del tasso di cambio effettivo nominale. ² Variazioni percentuali dell'inflazione di fondo dei prezzi al consumo in risposta a un aumento dell'1% dei prezzi all'importazione.

Fonti: stime BRI basate su dati OCSE; Hamburgisches WeltWirtschaftsinstitut (HWWI); istituti nazionali. Tabella II.3

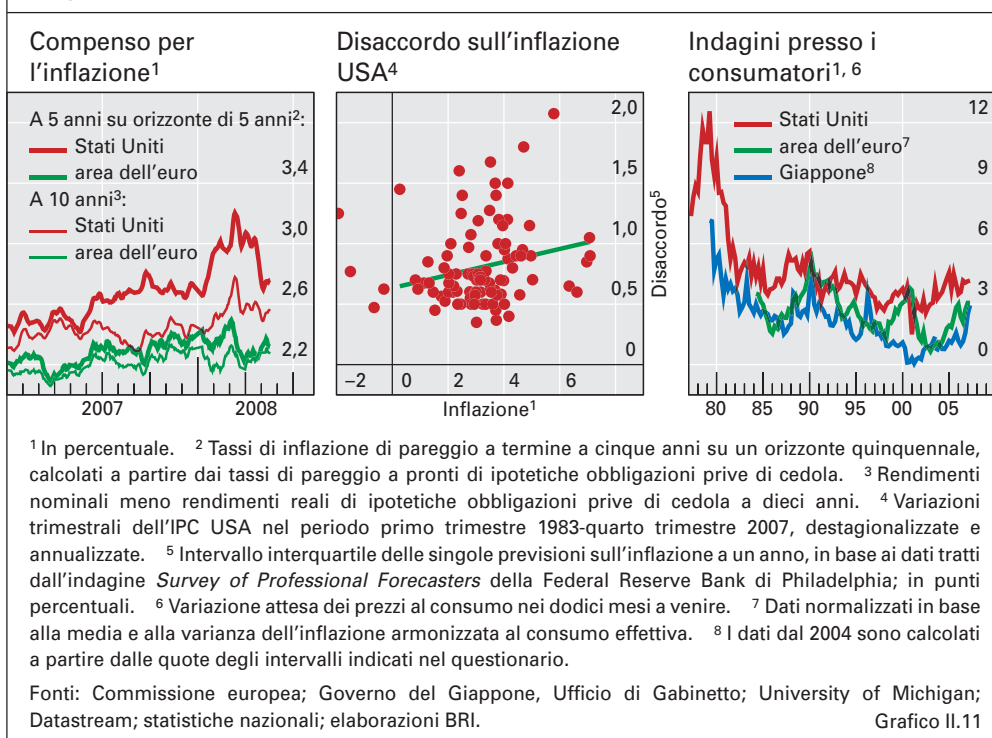
In tale contesto, le aspettative inflazionistiche svolgeranno probabilmente un ruolo di importanza cruciale. Dopo essere calate durante gran parte del 2006, nel 2007 le misure delle attese di inflazione di lungo periodo basate su dati di mercato (a cinque anni e oltre) solo salite nelle principali economie avanzate (grafico II.11), pur regredendo lievemente a inizio 2008. L'incremento è stato particolarmente pronunciato negli Stati Uniti, dove i più elevati livelli di inflazione si sono anche accompagnati a una maggiore dispersione delle proiezioni tra i previsori professionisti. Tuttavia, resta incerta la misura in cui i prezzi delle obbligazioni forniscano un'immagine accurata delle aspettative di inflazione nelle circostanze attuali. Ad esempio, i forti effetti di liquidità osservati nei mercati dei titoli di Stato durante i recenti episodi di turbolenza potrebbero avere influito sulla volatilità delle misure in questione. Vi potrebbe avere contribuito inoltre un aumento dei premi per il rischio di inflazione (piuttosto che dell'inflazione futura attesa), sebbene ciò sembri più probabile per l'area dell'euro che per gli Stati Uniti (Capitolo VI). La possibilità che le aspettative inflazionistiche abbiano cominciato a crescere è suffragata anche da altre evidenze. Benché le misure di breve periodo, desunte dalle indagini presso le famiglie, siano generalmente rimaste al disotto dei livelli degli anni ottanta, lo scorso anno esse hanno mostrato una tendenza ascendente nelle principali economie avanzate.

Un'importante questione per la politica monetaria è in che misura le attese di inflazione rimangano ben ancorate in presenza di shock avversi all'inflazione. Da un lato, esse potrebbero avere un orientamento prospettico ed essere divenute più saldamente ancorate nell'ultimo decennio grazie alla maggiore credibilità della politica monetaria; dall'altro, le aspettative potrebbero essere prevalentemente retrospettive e basate, ad esempio, sull'esperienza degli operatori privati. In tal caso, è possibile che siano state raffrenate dalla precedente favorevole dinamica dell'inflazione, non da ultimo

Le aspettative di inflazione di lungo periodo si sono accresciute recentemente ...

... e potrebbero divenire meno ancorate

Aspettative di inflazione



poiché l'incremento mondiale dell'offerta effettiva di lavoro ha compresso i prezzi dei manufatti. Il semplice fatto che le attese di inflazione di lungo periodo siano apparentemente rimaste ben ancorate negli ultimi anni non fornisce un'indicazione decisiva per determinare se e in quale misura queste attese potrebbero cambiare direzione, né per individuare le potenziali determinanti di un tale cambiamento.

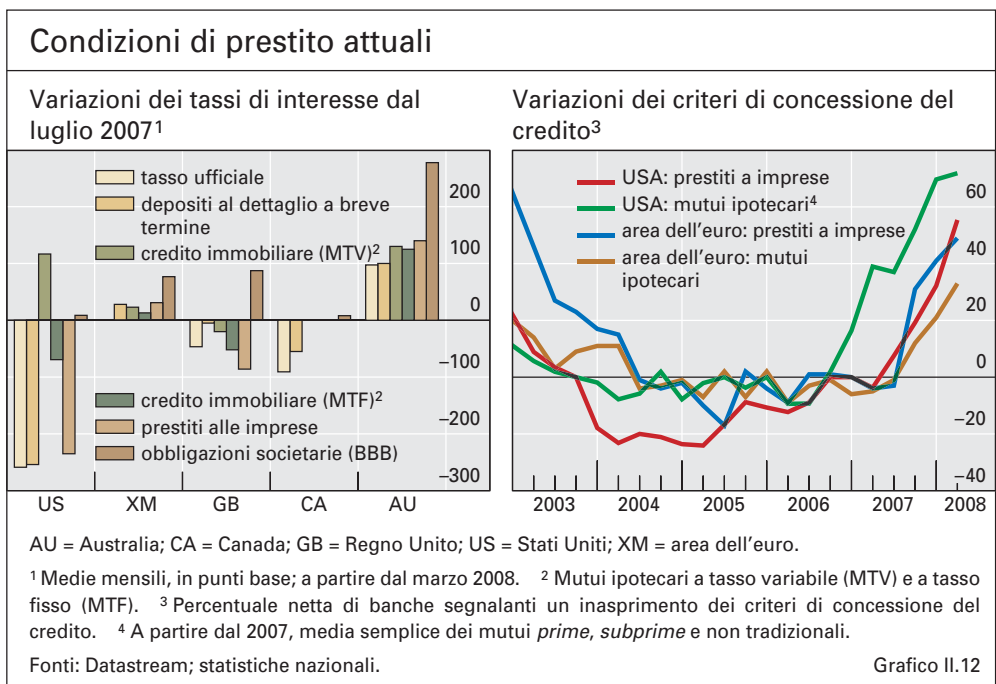
Tale rischio è accentuato dal rincaro di beni di frequente acquisto

Qualora le aspettative inflazionistiche avessero un carattere retrospettivo, il recente incremento tendenziale dei prezzi degli alimentari e dell'energia potrebbe avere effetti particolarmente sfavorevoli. Secondo indicazioni aneddotiche, forti variazioni dei prezzi di alcuni articoli "visibili" di acquisto più diffuso e frequente (come pane, carne, latte e benzina) tendono maggiormente a innalzare le percezioni di inflazione dei cittadini rispetto a quelle di articoli acquistati più sporadicamente. Nell'area dell'euro le indagini mostrano che l'inflazione "percepita" è aumentata a fine 2007, in concomitanza con un rincaro degli alimentari. Nel Regno Unito si è parimenti osservato come le percezioni di inflazione dei consumatori tendano a essere più strettamente correlate con il rincaro di articoli acquistati con frequenza almeno trimestrale.

Vulnerabilità dei bilanci, inasprimento creditizio e fattori avversi

L'inasprimento delle condizioni creditizie nelle principali economie ...

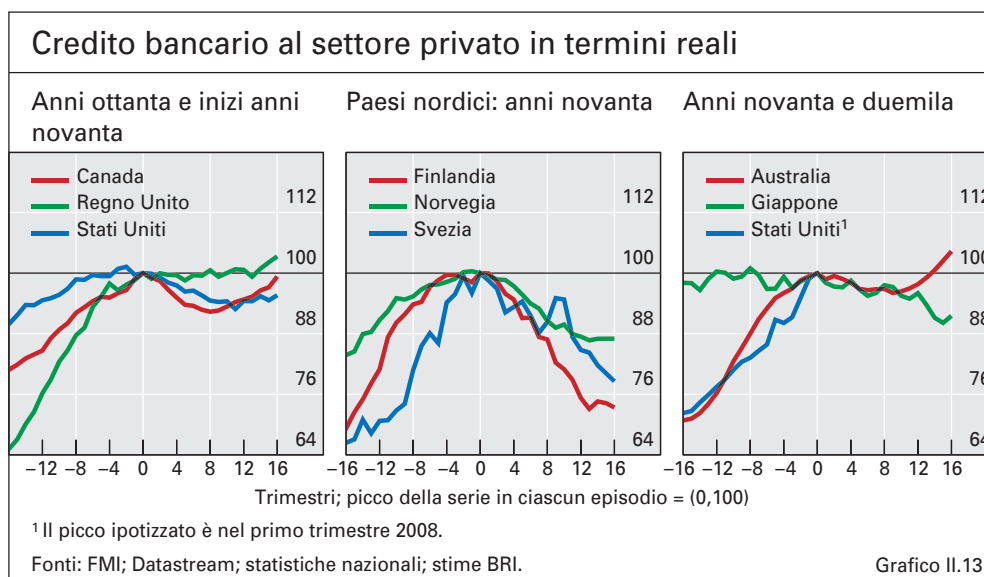
Le prospettive per le economie industriali avanzate dipendono fortemente dal modo in cui i recenti shock finanziari interagiranno con i bilanci delle famiglie e delle imprese e con le connesse decisioni di spesa. Le turbolenze hanno già portato a un inasprimento delle condizioni creditizie attraverso un aumento degli spread sui prestiti bancari (grafico II.12). Nel caso degli Stati Uniti (e in misura minore del Canada e del Regno Unito), le riduzioni dei tassi ufficiali



hanno compensato in vario grado l'ampliamento degli spread; nondimeno, in tutti questi paesi le condizioni creditizie si sono irrigidite, poiché le banche hanno applicato ai propri mutuatari criteri extra-prezzo più restrittivi. Nel primo trimestre 2008 la quota netta delle banche statunitensi che segnalavano un inasprimento dei criteri per l'erogazione della maggior parte delle tipologie di prestiti era pari a quella rilevata durante le recessioni dei primi anni novanta e duemila. Anche in Australia, Canada e Regno Unito si è registrato un irrigidimento in alcuni settori o nella maggioranza di essi. Nell'area dell'euro gli standard sono stati fortemente inaspriti per il credito alle imprese (portandoli su livelli prossimi a quelli osservati durante la contrazione del mercato creditizio dei primi anni duemila) e in misura sensibile per quello alle famiglie.

Il recente inasprimento nei mercati del credito ha avuto luogo sullo sfondo di un ingente accumulo di debito, in particolare da parte delle famiglie statunitensi. Stando all'esperienza delle passate crisi nei mercati del credito, l'impatto macroeconomico sarà probabilmente considerevole. Secondo un giudizio condiviso, la stretta creditizia USA degli anni 1989-1992, ad esempio, aggravò la recessione nel 1990. Tale episodio si verificò all'indomani della crisi delle casse di risparmio degli anni ottanta, un periodo in cui le banche accrebbero notevolmente la loro esposizione verso il settore degli immobili commerciali. Dopo il picco pre-crisi, il credito reale delle banche al settore privato statunitense si ridusse per lungo tempo (grafico II.13). In altri paesi, come il Regno Unito, che all'incirca nello stesso periodo furono interessati da difficoltà nel settore bancario, la contrazione del credito fu meno drastica e la ripresa più rapida. In altri casi, tuttavia, come le crisi bancarie dei paesi nordici nei primi anni novanta, la stretta risultò più grave. In Svezia, ad esempio, ne conseguì una brusca flessione della spesa delle famiglie, mentre la quota degli investimenti residenziali sul PNL scese dal massimo del 6½% nel 1991 all'1½% nel 1995.

... ha avuto storicamente un forte impatto macroeconomico ...



... quando si è associato a un avverso ciclo economico e dei prezzi delle attività

In ognuno di questi episodi critici l'impatto finale fu aggravato dall'interazione fra un ciclo economico avverso, forti cali dei prezzi delle attività e un brusco deterioramento del merito di credito dei mutuatari. In particolare, come rilevato nel Capitolo VII, il ciclo del credito si combinò al ciclo dei prezzi degli immobili, con forti ripercussioni sul valore delle garanzie e sulla spesa aggregata sia nella fase di espansione che in quella di contrazione. Nella congiuntura attuale, le consistenti esposizioni patrimoniali in diversi paesi costituiscono un rischio per le prospettive macroeconomiche.

Vulnerabilità delle famiglie

Le famiglie USA sembrano le più esposte ...

Si può presumere che l'impatto di una data variazione degli standard creditizi sia massimo negli Stati Uniti, dove le difficoltà finanziarie delle famiglie appaiono più gravi. Grazie alla rapida espansione del debito a partire dal 2002, le famiglie avevano potuto mantenere i consumi e gli investimenti residenziali su livelli superiori a quelli consentiti dal solo reddito (tabella II.4). Tale espansione è stata in larga misura resa possibile dal forte aumento dei prezzi delle abitazioni, che ha reso meno stringenti i vincoli di garanzia per famiglie che altrimenti non avrebbero potuto contrarre prestiti di pari entità, o addirittura ottenere alcun finanziamento. Le famiglie statunitensi sono state inoltre in grado di utilizzare il ricavato della vendita di abitazioni, rifinanziamenti con parziale prelievo di contante (*cash-out refinancing*) e mutui sul valore netto (*home equity loan*) per estrarre liquidità dal crescente valore delle abitazioni. Stando ad alcune stime private, fra il 2001 e il 2005 la monetizzazione del capitale immobiliare ha finanziato in media circa il 3% dei consumi privati (incluso il rimborso di debiti non ipotecari).

... a causa dell'alto livello di indebitamento ...

Una fonte di vulnerabilità deriva dalla combinazione di basso risparmio ed elevato indebitamento delle famiglie. Il rapporto fra il risparmio e il reddito disponibile delle famiglie USA ha cominciato a flettere nel 1992, da circa il 7½%, e ha subito un calo particolarmente pronunciato nei primi anni duemila, quasi azzerandosi nel 2005. Un incremento significativo della spesa per il servizio del debito in questo periodo, passata a oltre il 14% del reddito

disponibile nel 2007, ha aumentato l'esposizione delle famiglie a shock di reddito e di tasso di interesse. Appare ora probabile che la spesa delle famiglie si riduca in risposta all'elevato livello del debito e dei connessi oneri per il servizio, alla minore occupazione e al generale inasprimento delle condizioni creditizie.

Un altro fattore di vulnerabilità risiede nel forte calo effettivo e atteso dei prezzi delle abitazioni e della ricchezza, che riduce il patrimonio netto prospettico delle famiglie e, pertanto, la loro capacità di assumere prestiti per sostenere la spesa corrente. Il capitale proprio delle famiglie USA sullo stock immobiliare totale – ossia la differenza tra attività immobiliari complessive e debito immobiliare – ha infatti già registrato una sensibile flessione negli ultimi tempi. Secondo alcune stime, la percentuale di famiglie statunitensi con patrimonio netto negativo ha già superato il massimo raggiunto durante il deterioramento del mercato immobiliare nel Regno Unito dei primi anni novanta.

Una terza fonte di vulnerabilità deriva dal fatto che durante la fase espansiva i mutui *subprime* e *stated-income* (basati su semplice autocertificazione del reddito), nonché altri prodotti ipotecari rischiosi non standard hanno rappresentato negli Stati Uniti una quota del credito ipotecario assai più consistente che in altre economie industriali avanzate. Con il ribasso dei prezzi delle abitazioni e l'inasprirsi delle condizioni creditizie, tali prestiti hanno maggiori probabilità di insolvenza, giacché i debitori dispongono di scarse risorse finanziarie alternative per sopperire a una diminuzione del reddito o

... del calo dei prezzi delle abitazioni ...

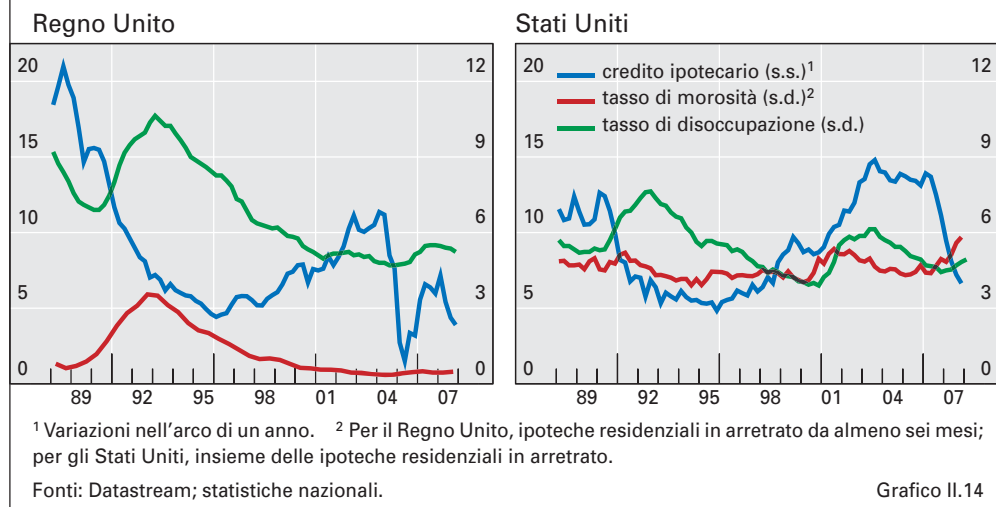
... e della maggiore diffusione dei prestiti rischiosi

Finanziamento, esborsi e indici finanziari del settore non finanziario						
In percentuale del PIL, salvo altrimenti specificato						
	Stati Uniti		Area dell'euro		Regno Unito	
	1998-2002	2003-07	1999-2002	2003-07	1998-2002	2003-07
Società non finanziarie						
Investimenti	8,2	7,1	11,2	11,0	10,5	9,2
Autofinanziamento	7,6	7,6	8,2	7,7	10,7	10,1
Indebitamento netto presso intermediari	0,6	1,1	2,6	3,7	6,9	10,2
Indebitamento netto tramite l'emissione di titoli	2,2	1,3	0,9	0,4	3,1	1,1
Emissione netta di titoli di capitale	-1,1	-3,0	4,8	2,7	8,6	1,4
Debito in essere	45,5	43,7	76,3	85,3	83,6	108,7
Famiglie						
Reddito disponibile	73,5	73,7	66,3	65,8	68,9	67,0
Spesa per consumi finali	68,7	70,1	57,5	57,1	62,5	61,5
Investimenti residenziali	3,9	4,7	5,4	5,7	3,0	3,9
Debito ipotecario in essere	50,7	70,4	28,3	35,4	56,9	76,5
Totale debito in essere	76,7	97,6	48,5	56,6	72,0	94,3
Attività finanziarie	330,6	320,2	186,5	191,7	305,2	280,8
<i>Per memoria: ricchezza immobiliare¹</i>	<i>57,0</i>	<i>51,6</i>	<i>84,9²</i>	<i>87,7^{2,3}</i>	<i>72,0</i>	<i>72,2³</i>

¹ Eccedenza delle attività immobiliari rispetto alle passività immobiliari, in percentuale delle attività immobiliari totali. ² Solo la Francia; le attività non finanziarie delle famiglie sono utilizzate come approssimazione delle attività immobiliari. ³ 2003-06.
 Fonti: OCSE; Eurostat; Datastream; statistiche nazionali. Tabella II.4

Trasmissione storica delle strette creditizie

In percentuale



differire le esecuzioni forzate. Ciò si traduce in condizioni di credito ancor più stringenti e in maggiori vincoli alla spesa. Inoltre, grazie a procedure di affidamento molto permissive, diversi mutuatari hanno potuto assumere prestiti che non si potevano permettere neppure nel breve termine, presumendo forse di poterli rifinanziare con l'aumento dei prezzi delle abitazioni. Ciò potrebbe spiegare perché, in questa occasione, i tassi di morosità negli Stati Uniti hanno cominciato a salire molto prima della disoccupazione; in episodi precedenti, sia negli Stati Uniti che nel Regno Unito le due grandezze si sono mosse pressoché in sintonia (grafico II.14).

L'indebitamento delle famiglie è fortemente aumentato anche nel Regno Unito. In questo paese, tuttavia, una quota inferiore del debito accumulato è stata utilizzata per finanziare i consumi, che sono di fatto scesi in percentuale del PIL (tabella II.4). La crescita del rapporto tra patrimonio immobiliare e attività finanziarie si è interrotta con il rallentamento o il calo dei prezzi delle abitazioni. Le stime attuali indicano che un numero assai esiguo di famiglie ha un patrimonio negativo, ma molto dipenderà dalla portata del futuro calo dei prezzi abitativi. I nuovi acquirenti di abitazioni, spesso caratterizzati da un alto grado di leva e da un onere per il servizio del debito significativamente superiore, potrebbero essere più esposti di altri. Benché nel Regno Unito i criteri per la concessione di mutui ipotecari non siano divenuti tanto permissivi quanto negli Stati Uniti, essi hanno comunque subito un notevole allentamento, come rispecchiato dal fatto che fino in epoca recente risultava in aumento il numero dei mutui con elevato rapporto iniziale fra finanziamento e valore della garanzia (grafico II.6).

Nell'area dell'euro, per contro, la posizione di bilancio aggregata delle famiglie resta solida, grazie al costante incremento della ricchezza misurata e alla crescita solo modesta del debito. L'assenza di un boom immobiliare generalizzato, la concentrazione relativamente elevata delle attività finanziarie delle famiglie in strumenti a reddito fisso e il maggiore ricorso a mutui ipotecari a tasso fisso sembrano avere limitato la vulnerabilità finanziaria delle

Le vulnerabilità paiono più contenute nel Regno Unito ...

... e ancor più contenute nell'area dell'euro

famiglie durante le attuali turbolenze. Inoltre, l'onere medio per il servizio del debito delle famiglie (pari a circa il 3%) rimane significativamente inferiore a quello di altre grandi economie industriali avanzate.

Nondimeno, all'interno dell'area dell'euro sussistono notevoli disparità. In diversi paesi l'indebitamento delle famiglie ha superato di molto la media dell'area, pari a circa il 60% del PIL. A fine 2006 il debito si collocava al disopra del 120% del PIL nei Paesi Bassi e tra l'80 e il 90% in Portogallo e Spagna. In diversi casi sembra esservi stato inoltre un allentamento degli standard creditizi durante la fase espansiva nel mercato degli immobili residenziali; in Spagna, ad esempio, il rapporto usuale fra prestito e valore della garanzia ha in genere superato quello di Canada e Regno Unito. Data l'elevata concentrazione della ricchezza in attività immobiliari, le famiglie di alcuni paesi paiono maggiormente vulnerabili all'inasprimento del credito, specie se questo determinerà una forte riduzione dei prezzi delle abitazioni.

Possibile impatto sulle società non finanziarie

L'impatto dei più rigidi criteri di affidamento sul settore societario dipenderà dalla misura in cui le imprese si basano su finanziamenti esterni anziché su risorse generate all'interno. Di fatto, le società non finanziarie nelle principali economie industriali avanzate hanno migliorato le proprie posizioni patrimoniali dall'inizio del decennio e seguitano a mostrare un'elevata capacità di autofinanziamento. Negli Stati Uniti gli utili non distribuiti sono stati sufficienti a coprire la spesa lorda per investimenti negli ultimi anni; in un certo senso, le imprese hanno dovuto accendere prestiti unicamente per finanziare riacquisti di azioni proprie. Analogamente, i fondi interni hanno sostanzialmente coperto gli investimenti lordi nel Regno Unito. Se ciò ponga effettivamente le società in posizione favorevole per assorbire l'impatto dell'inasprimento creditizio sull'economia è cosa che dipenderà dall'entità del calo dei profitti con il rallentare dell'economia, dalla capacità delle imprese di ridurre i dividendi per preservare l'elevato grado di autofinanziamento e dalla natura del credito esterno disponibile.

Una delle caratteristiche dell'attuale episodio di restrizione creditizia è che i prestiti ad alto grado di leva finanziaria, che avevano registrato una forte espansione prima delle turbolenze, si sono ridotti più di quelli iscritti in bilancio (Capitolo VII). Poiché tali prestiti erano usati primariamente per finanziare fusioni e acquisizioni, ci si dovrebbe attendere che questa attività ne risenta in misura maggiore rispetto agli investimenti in capitale fisico. Nondimeno, il boom del mercato dei prestiti ad alta leva finanziaria aveva anche sospinto i corsi azionari, cosicché le imprese hanno ora minori possibilità di accedere a finanziamenti di capitale poco costosi con l'indebolirsi dell'attività di fusione e acquisizione.

I prestiti da intermediari rappresentano una quota relativamente ampia del finanziamento per investimenti in tutto il settore delle società non finanziarie nell'area dell'euro. In queste economie gli investimenti sono quindi verosimilmente più sensibili che negli Stati Uniti a una contrazione dell'offerta di credito da parte degli intermediari. Ne risulterebbero particolarmente colpite le imprese minori, dato il loro limitato accesso a forme di finanziamento

Gli effetti sulle imprese dipendono da diversi fattori: la necessità di finanziamenti esterni ...

... il ricorso a specifiche fonti di finanziamento ...

alternative. La capacità delle grandi imprese di contrastare gli effetti di un calo dell'offerta di credito con il ricorso ai mercati finanziari rimane incerta. Negli Stati Uniti tali imprese sarebbero maggiormente impedito, rispetto all'area dell'euro, da turbative nei mercati dei titoli di debito societari.

... e il tipo di indebitamento; il settore degli immobili commerciali è particolarmente vulnerabile ...

All'interno del settore delle imprese, è probabile che condizioni creditizie più restrittive pongano maggiori vincoli alle società del comparto degli immobili commerciali. Rispetto ad altre tipologie di prestiti commerciali, per queste categorie di mutuatari la leva finanziaria a fronte di garanzie reali è generalmente maggiore e le condizioni di prestito erano state allentate molto più che per altri prenditori societari. L'irrigidimento creditizio segnalato dalle banche USA è stato particolarmente brusco in tale settore, e il debito ipotecario delle imprese è già in rallentamento.

... a causa della sua sensibilità al valore delle garanzie

Inoltre, il calo dei prezzi dei terreni associato al ribasso delle abitazioni ha inciso sul valore degli immobili non residenziali negli Stati Uniti (Capitolo VII) e, quindi, sul valore delle garanzie. È probabile che si riduca la domanda di fabbricati collegati a costruzioni residenziali (ad esempio, centri commerciali). Verosimilmente tali dinamiche influenzeranno anche il settore dell'edilizia commerciale in altri paesi.

In conclusione, le prospettive per l'economia mondiale sono attualmente assai incerte

In sintesi, l'attuale combinazione di considerevoli shock – difficoltà delle principali banche, inasprimento nel mercato del credito, calo dei prezzi delle attività e inatteso vigore dei corsi delle materie prime – ha generato notevole incertezza riguardo alla previsione centrale di una crescita protratta, seppure più moderata, dell'economia mondiale nel 2008. È difficile prevedere in che misura le famiglie con bilanci sovradilatati negli Stati Uniti e in alcune altre economie industriali avanzate dovranno ridurre la propria spesa di fronte a tali shock. Un incremento sostanziale del risparmio delle famiglie USA potrebbe portare a un'ulteriore consistente riduzione del disavanzo corrente statunitense, ma ciò avverrebbe a prezzo di un indebolimento della domanda nel resto del mondo. Al contempo, i rischi di inflazione sono oggi maggiori di quanto non lo siano stati da molti anni. E qualora essi non regrediscano rapidamente con l'indebolirsi della crescita, l'orientamento delle politiche monetaria e di bilancio dovrà essere riveduto.

III. Le economie di mercato emergenti

Aspetti salienti

Nel periodo in rassegna le incertezze sulle prospettive delle economie di mercato emergenti (EME) si sono intensificate. Sebbene lo scorso anno la crescita delle EME sia stata ancora una volta significativamente superiore a quella del resto del mondo, le possibili ripercussioni delle turbolenze nei principali mercati finanziari hanno incrementato il rischio di un rallentamento. In linea con questi sviluppi, agli inizi del 2008 le quotazioni azionarie in numerosi mercati emergenti, che erano fortemente cresciute per gran parte del 2007, hanno segnato una flessione, a indicazione di un ridimensionamento delle aspettative di crescita. Nel contempo, gli ulteriori sensibili rincari del petrolio e dei beni alimentari hanno concorso ad accentuare le spinte inflazionistiche. Come nelle economie industriali avanzate, queste forze di segno opposto hanno creato un importante dilemma per la politica monetaria. La situazione è ulteriormente complicata dal fatto che numerosi paesi continuano a contrastare l'apprezzamento della moneta nazionale. Inoltre, la diminuzione dei tassi statunitensi ha determinato un ampliamento dei differenziali di interesse rispetto ai tassi in dollari. Ciò ha attratto afflussi di capitali supplementari, rendendo più arduo inasprire la politica monetaria a fronte dell'aumento dell'inflazione.

Gli andamenti nelle economie industriali avanzate potrebbero parimenti essere fonte di importanti difficoltà. Anzitutto, un rallentamento pronunciato negli Stati Uniti penalizzerebbe le economie emergenti, le quali, pur avendo dimostrato sinora un'ottima tenuta, dipendono ancora in misura considerevole dalla domanda estera. Inoltre, l'inasprimento delle condizioni sui mercati finanziari globali potrebbe vincolare le EME con ampi disavanzi correnti e quelle che ricorrono al credito bancario internazionale.

Andamenti macroeconomici

Nel 2007 la crescita dell'insieme delle economie emergenti è stata pari al 7,7%, superando il tasso medio, già elevato, del 7% registrato nel periodo 2003-06 (tabella III.1). In base alle proiezioni attuali, nel 2008 l'espansione dovrebbe attestarsi intorno al 6,7%, nonostante il deciso rallentamento dei paesi industriali anticipato dalle previsioni prevalenti.

In linea con la dinamica osservata negli ultimi anni, la principale determinante della crescita economica in tutte le regioni emergenti continua a essere la domanda interna, alimentata dal vigore dei consumi privati e della spesa per investimenti (grafico III.1). Il contributo delle esportazioni nette è stato anch'esso positivo in Cina e in altre EME asiatiche, risultando invece negativo in America latina. Una questione fondamentale che sarà affrontata

Crescita
sostenuta ...

... ma soggetta a
rischi al ribasso

Crescita del prodotto, inflazione e saldo del conto corrente									
	PIL in termini reali ¹			Prezzi al consumo ¹			Saldo del conto corrente ²		
	2003-06	2007	2008	2003-06	2007	2008	2003-06	2007	2008
Totale economie emergenti	7,0	7,7	6,7	5,4	5,5	7,0	439	788	803
Asia emergente	8,4	9,2	7,9	3,3	4,2	5,8	238	522	457
Cina	10,5	11,9	10,0	2,1	4,8	6,3	131	372	348
India ³	8,9	8,7	7,7	5,5	4,6	6,0	-2	-15	-23
Altri paesi ⁴	5,2	5,8	4,9	3,7	3,0	5,0	109	166	132
America latina	4,5	5,6	4,5	6,3	6,1	6,6	32	27	-10
Brasile	3,4	5,4	4,8	6,4	4,5	5,1	11	3	-22
Messico	3,4	3,2	2,6	4,1	3,8	4,2	-6	-7	-11
Altri paesi ⁵	6,9	7,9	5,9	8,1	10,0	10,6	27	31	23
Europa emergente	6,1	5,6	4,6	7,3	5,6	7,1	-64	-119	-146
Polonia	4,8	6,5	5,3	1,9	2,4	4,2	-8	-16	-24
Turchia	7,5	4,5	4,0	14,0	8,8	9,7	-20	-38	-45
Altri paesi ⁶	5,7	5,9	4,8	5,0	5,0	6,7	-37	-65	-78
Russia	7,1	8,1	7,3	11,7	9,0	12,3	69	80	81
Africa ⁷	5,9	6,3	6,3	7,1	6,3	7,5	11	2	22
Sudafrica	4,6	5,1	4,1	3,8	7,1	8,5	-9	-21	-21
Medio Oriente ⁷	6,1	5,8	6,1	6,6	10,4	11,5	151	275	398
<i>Per memoria: G7</i>	<i>2,4</i>	<i>2,3</i>	<i>1,4</i>	<i>2,1</i>	<i>2,1</i>	<i>3,0</i>	<i>-478</i>	<i>-457</i>	<i>-433</i>

Le stime per il 2008 si basano principalmente sulle previsioni prevalenti di maggio, salvo che per l'Europa emergente e la Russia. Per l'Africa e il Medio Oriente, previsioni dell'FMI.

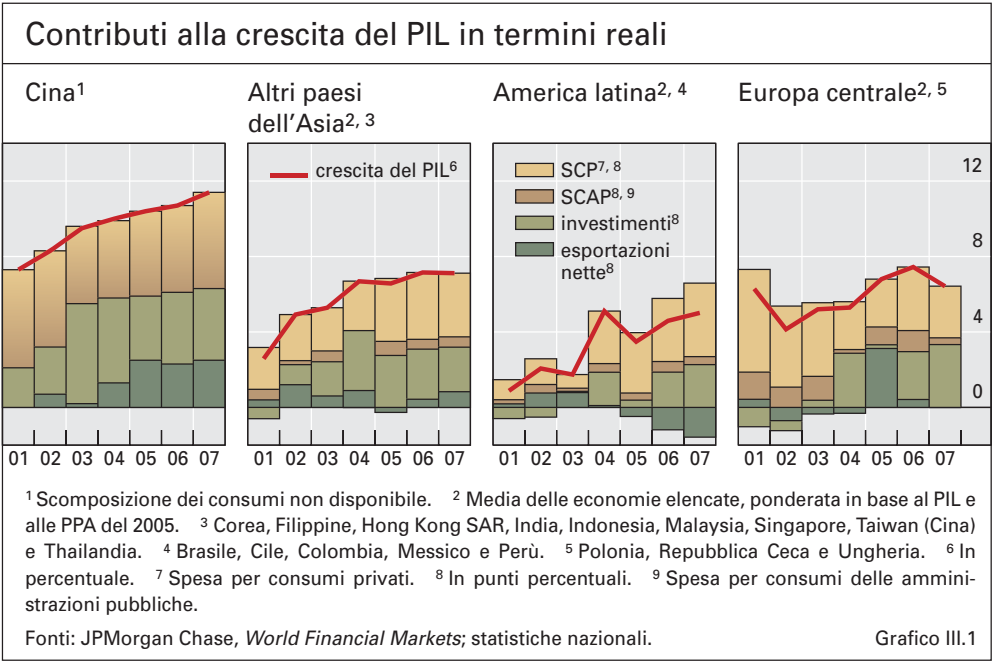
¹ Variazioni percentuali annue. I valori totali e regionali sono calcolati come medie ponderate in base al PIL e alle PPA del 2005. Media del periodo; per l'inflazione in America latina, dati di fine periodo. ² In miliardi di dollari USA. I valori totali e regionali sono calcolati come somma delle singole economie elencate. ³ I dati si riferiscono agli esercizi finanziari con inizio in aprile; i dati sull'inflazione si riferiscono ai prezzi all'ingrosso. ⁴ Corea, Filippine, Hong Kong SAR, Indonesia, Malaysia, Singapore, Taiwan (Cina) e Thailandia. ⁵ Argentina, Cile, Colombia, Perù e Venezuela. ⁶ Albania, Bosnia-Erzegovina, Bulgaria, Croazia, Estonia, ex Repubblica iugoslava di Macedonia, Lettonia, Lituania, Repubblica Ceca, Romania, Slovacchia, Slovenia e Ungheria. ⁷ Raggruppamenti regionali definiti dall'FMI nel *World Economic Outlook*.

Fonti: FMI, *World Economic Outlook*; © Consensus Economics; statistiche nazionali. Tabella III.1

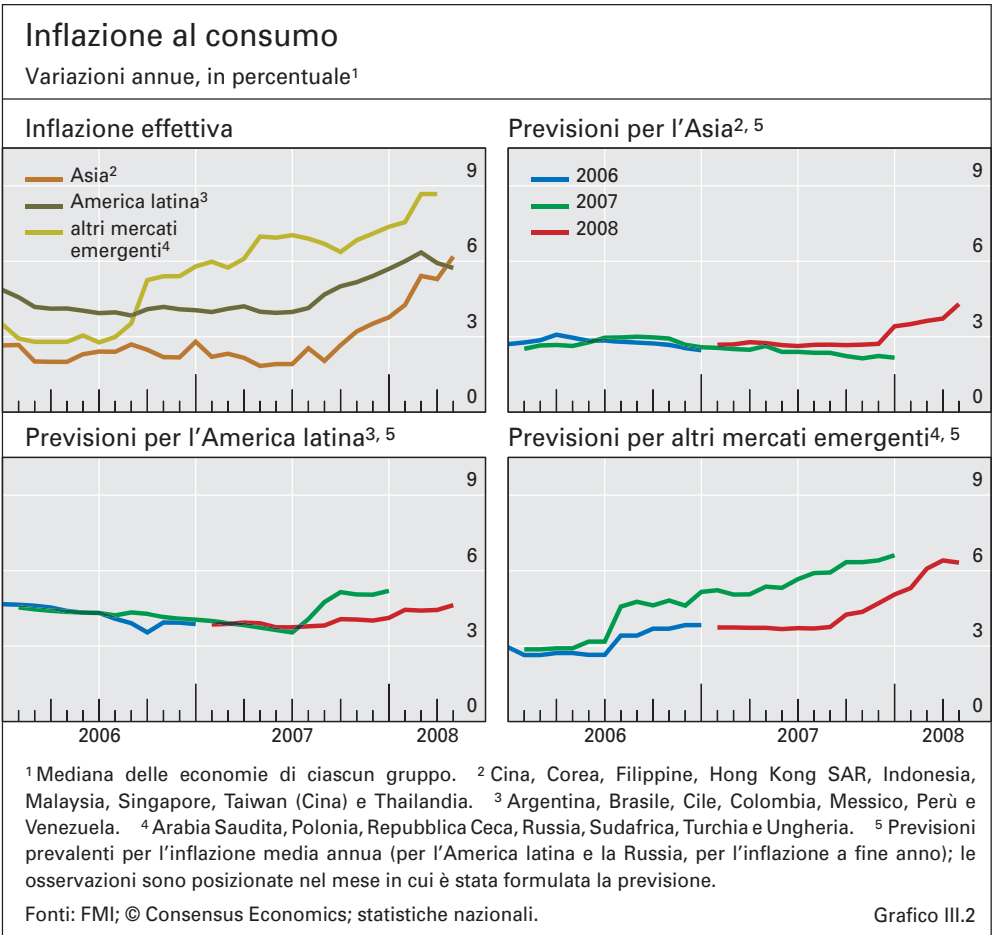
nel corso del capitolo è fino a che punto la crescita nelle economie emergenti potrà trarre sostegno dal vigore della domanda interna di fronte al rallentamento statunitense. In sintesi, la crescita nelle EME è soggetta a rischi al ribasso.

L'inflazione supera gli obiettivi

In questo contesto di forte espansione, l'inflazione al consumo è notevolmente aumentata in tutte le principali regioni emergenti, in modo particolarmente evidente nel secondo semestre 2007 (grafico III.2). La crescita dell'inflazione è stata massima in Asia (dove tra la fine del 2006 e l'aprile 2008 il tasso di variazione dei prezzi sull'anno precedente è aumentato da meno del 3% a oltre il 6%) e in America latina (dal 4,1 al 5,7%). I recenti incrementi hanno spinto l'inflazione oltre gli obiettivi formali e informali per il 2008 in 15 delle 17 maggiori EME che annunciano obiettivi di questo tipo, e in particolare in Cina e India, dove gli obiettivi informali sono stati ampiamente superati. In Corea e Messico l'inflazione si è ultimamente mantenuta a un livello superiore o prossimo all'obiettivo. Incrementi considerevoli del tasso di variazione dei prezzi si sono registrati in numerosi altri paesi, tra cui Cile,



Filippine, Indonesia, Repubblica Ceca, Russia, Sudafrica e Thailandia. In Brasile, dove la crescita dei prezzi si è collocata entro la fascia obiettivo, i marcati aumenti dell'inflazione complessiva (effettiva e prevista) hanno fatto temere che il valore intermedio della fascia sarebbe stato superato alla fine del 2008.



Le previsioni di crescita dell'inflazione ...

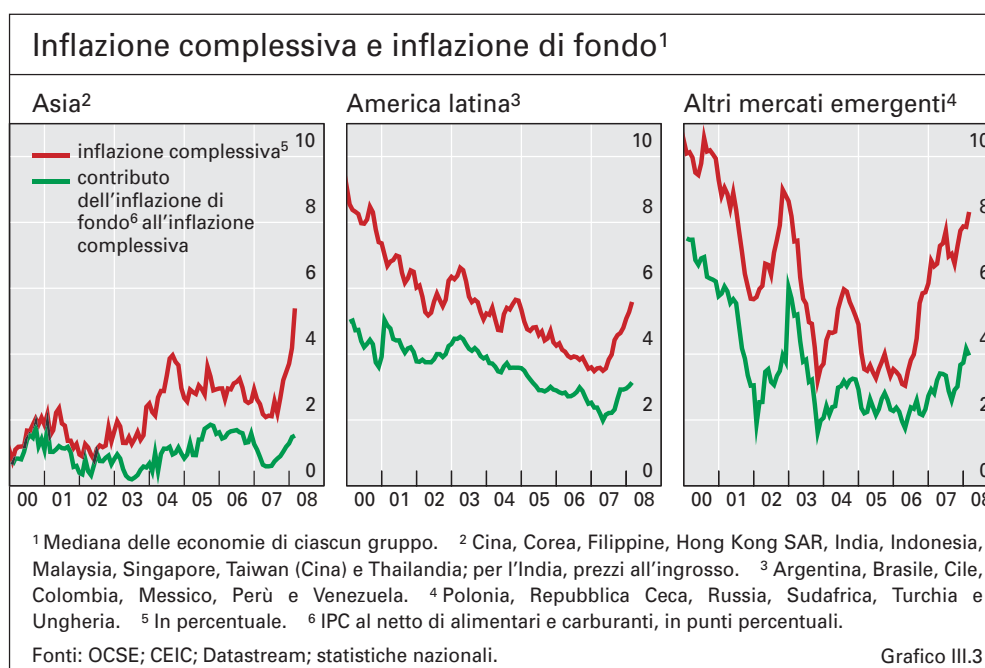
... potrebbero riflettere gli aumenti salariali ...

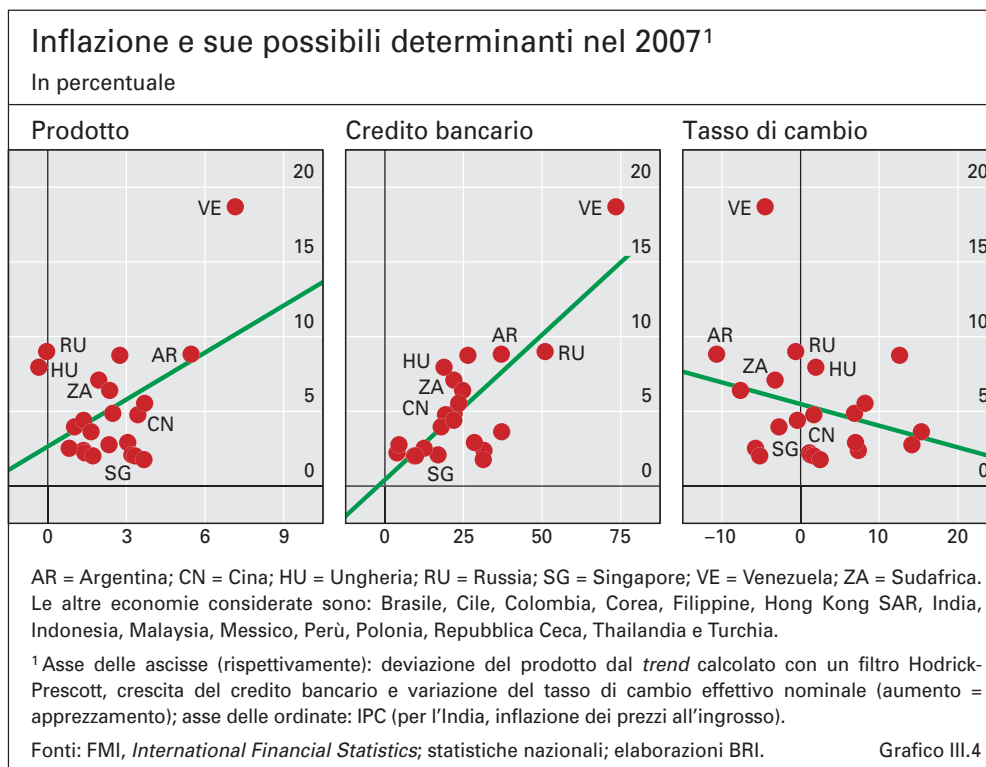
... le aspettative di persistenza dell'inflazione ...

Le previsioni di inflazione per il 2008 sono state riviste al rialzo nel 2007 in Asia, America latina e in altri mercati emergenti (grafico III.2), dopo essere rimaste generalmente stabili per un lungo periodo. Ciò riflette probabilmente l'interazione tra una crescente inflazione salariale, le aspettative di ulteriori rincari dei beni alimentari ed energetici e pressioni dal lato della domanda.

Le tendenze salariali nelle economie emergenti sono difficili da valutare per via dell'assenza di dati comparabili a livello internazionale. In alcune delle maggiori EME vi sono tuttavia indicazioni di un'accelerazione delle dinamiche salariali. In Cina, ad esempio, le retribuzioni hanno segnato una crescita annua a due cifre, pari in media al 14,4% nel periodo 2001-06 e addirittura al 17,7% nel terzo trimestre 2007. Ciò riflette non soltanto la trasmissione delle pressioni dal lato della domanda alle rivendicazioni salariali, ma anche i cambiamenti strutturali intervenuti, come l'innalzamento dei salari minimi e la nuova legislazione sul lavoro, che ha rafforzato i diritti contrattuali dei lavoratori. In India alcune indagini sul settore privato segnalano negli ultimi anni aumenti salariali a due cifre e sono inoltre stati proposti consistenti adeguamenti alle retribuzioni dei dipendenti pubblici.

È assai probabile che la tendenza al rialzo dell'inflazione complessiva perduri. In primo luogo, i rincari dei beni alimentari ed energetici, che rappresentano un'ampia parte dell'aumento dell'inflazione complessiva in numerosi paesi, non evidenziano chiari segnali di cedimento (si veda oltre). In secondo luogo, il tasso sottostante di incremento dei prezzi, misurato dall'inflazione di fondo, ha parimenti registrato un'accelerazione (grafico III.3). L'inflazione di fondo, che esclude i prezzi di alimentari ed energia, ha iniziato ad aumentare in tutte le regioni emergenti intorno alla seconda metà del 2007, apportando agli inizi del 2008 un contributo di 2,5 punti percentuali (nel suo valore mediano) al tasso di inflazione complessiva, che si situava al 6,3%.





Diversi indicatori fanno ritenere che le pressioni dal lato della domanda abbiano altresì concorso in misura significativa all'inflazione nelle EME. Sebbene le correlazioni semplici vadano interpretate con cautela, l'inflazione è stata generalmente più elevata nei paesi in cui il livello del prodotto in termini reali ha superato il *trend* stimato (grafico III.4, diagramma di sinistra) o in cui la crescita del PIL è stata più rapida (non indicato nel grafico). Lo stesso può dirsi per i paesi interessati da una rapida espansione del credito e da un minore apprezzamento del tasso di cambio (grafico III.4, diagrammi centrale e di destra). Come si vedrà di seguito, l'orientamento monetario accomodante e i massicci interventi sui mercati dei cambi sembrano aver contribuito a questi risultati.

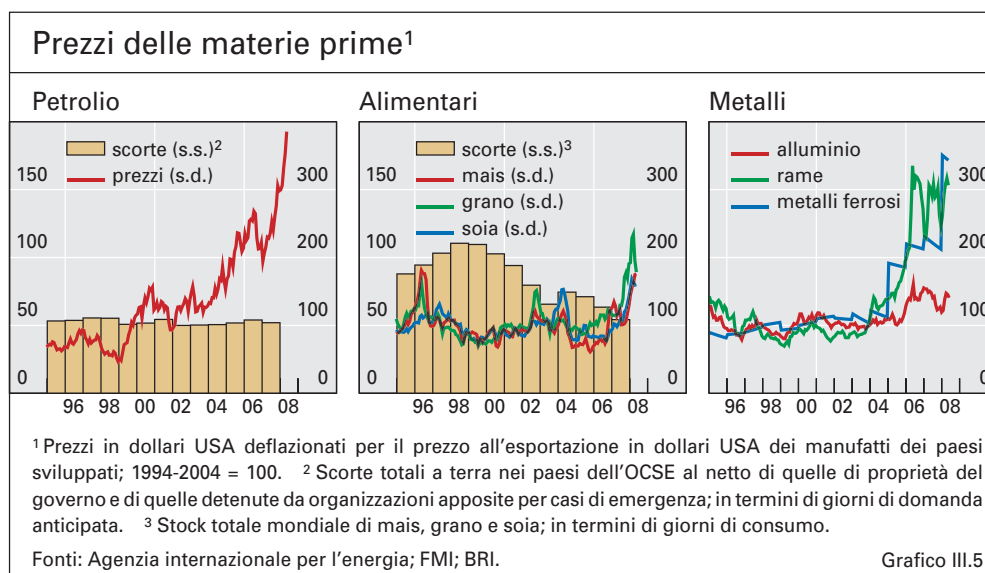
... e pressioni dal lato della domanda

Andamento dei prezzi delle materie prime

I prezzi delle materie prime hanno seguito una tendenza al rialzo dagli inizi di questo decennio, evidenziando incrementi particolarmente significativi negli ultimi due anni. Dopo aver toccato un minimo temporaneo nel 2006, le quotazioni nominali del petrolio in dollari USA sono salite del 47% nel 2007 e agli inizi di maggio 2008 erano aumentate di un ulteriore 29%. Le materie prime alimentari, come i cereali e i semi oleosi (ma anche il riso, che non è oggetto di scambi internazionali in grandi volumi), hanno segnato un netto rincaro dalla metà del 2006. L'andamento dei corsi dei metalli è stato più eterogeneo, ma si sono comunque osservati forti rialzi del rame e dei minerali ferrosi (grafico III.5).

Rincaro delle materie prime ...

Il perdurante andamento rialzista dei prezzi di alcune delle principali materie prime nell'attuale decennio riflette la persistente crescita della



... per effetto della vigorosa domanda mondiale

domanda, non pienamente bilanciata da una corrispondente espansione dell'offerta. Dal lato della domanda, le condizioni monetarie relativamente accomodanti a livello internazionale hanno favorito la robusta crescita dell'economia mondiale. Questo effetto è stato accentuato dalla flessione del dollaro USA negli ultimi anni, che ha contribuito all'aumento dei prezzi delle materie prime misurati in tale moneta; secondo una recente analisi dell'FMI, un deprezzamento dell'1% in termini effettivi nominali produrrebbe a distanza di un anno un rincaro di oltre l'1% del petrolio in termini di dollari USA. Un ulteriore importante fattore che ha trainato la domanda di materie prime è stata la rapidissima industrializzazione di paesi esterni all'area dell'OCSE, in particolare della Cina e, più di recente, dell'India. Dal lato dell'offerta, diversi vincoli, tra cui i ritardi nell'espansione della capacità produttiva e gli aumenti dei costi di produzione, hanno parimenti contribuito a questa situazione.

I sussidi sostengono la domanda di petrolio ...

Alcuni di questi effetti possono essere illustrati dall'andamento dei mercati del petrolio e delle materie prime alimentari. Nel caso del petrolio, la domanda mondiale è cresciuta in media di circa l'1,6% l'anno in questo decennio, mentre quella cinese ha segnato un'espansione del 6,7%. Di conseguenza, la quota della Cina sulla domanda mondiale di greggio supera ormai quella combinata di Giappone e Corea ed è prossima a quella dei paesi OCSE dell'area Pacifico (tabella III.2). La domanda di petrolio nelle economie emergenti è stata sostenuta da sussidi statali volti a schermare la popolazione dall'aumento dei prezzi e a incoraggiare lo sviluppo di determinati settori manifatturieri (ad esempio quello automobilistico). In diverse EME, fra cui Cina, India, Indonesia e Malaysia, nonché in America latina e in Medio Oriente, i governi continuano a sovvenzionare i consumi di energia al dettaglio.

... ma l'offerta è soggetta a vincoli

A fronte della crescita della domanda, i vincoli dal lato dell'offerta in alcuni paesi hanno causato un'impennata dei prezzi del petrolio, nonostante l'OPEC abbia incrementato l'offerta. In base agli attuali piani di investimento, la capacità produttiva dell'Arabia Saudita è destinata ad aumentare da 10,5 milioni di barili al giorno nel 2005 a 12,5 milioni nel 2009. Per contro, l'offerta di greggio dei paesi non appartenenti all'OPEC è stata frenata dagli

Domanda mondiale di petrolio ¹						
	Mondo	Nord America ²	OCSE Europa ³	OCSE Pacifico ⁴	Cina	Resto del mondo
1991-2000	1,4	1,4 (30,5)	0,9 (20,2)	1,8 (11,6)	7,6 (6,3)	0,5 (31,3)
2001-07	1,6	1,3 (29,8)	-0,2 (17,8)	-1,1 (9,6)	6,7 (8,8)	2,8 (34,0)

¹ Media delle variazioni percentuali annue; i valori fra parentesi indicano la quota percentuale sul totale della domanda mondiale di petrolio alla fine del periodo. ² Canada, Messico e Stati Uniti. ³ Austria, Belgio, Danimarca, Finlandia, Francia, Germania, Grecia, Irlanda, Islanda, Italia, Lussemburgo, Norvegia, Paesi Bassi, Polonia, Portogallo, Regno Unito, Repubblica Ceca, Slovacchia, Spagna, Svezia, Svizzera, Turchia e Ungheria. ⁴ Australia, Corea, Giappone e Nuova Zelanda.

Fonti: Agenzia internazionale per l'energia; OCSE. Tabella III.2

elevati costi collegati all'aumento della capacità. Per le quattro maggiori società petrolifere private esterne all'OPEC, il costo dello sviluppo di nuove riserve di petrolio è aumentato del 45-70% nel periodo 2003-06. I costi di espansione della capacità produttiva per queste imprese sono molto maggiori che in Arabia Saudita o negli Stati Uniti. La capacità inutilizzata complessiva nel settore petrolifero è scesa da circa 5 milioni di barili al giorno nel 2000 a un minimo di 1 milione nel 2005, per poi risalire a 2,2 milioni nel 2007. Le ricerche indicano che il restringersi dei margini di capacità inutilizzata contribuisce al rincaro del petrolio. Esso pone dei limiti all'incremento della produzione per controbilanciare l'intensificarsi delle pressioni dal lato della domanda o le turbative nell'offerta. Inoltre, implica la necessità di costituire scorte di petrolio più ampie per poter attenuare le fluttuazioni dei prezzi. Tuttavia, tali scorte sono generalmente rimaste stabili a livello mondiale dagli inizi degli anni novanta (grafico III.5, diagramma di sinistra). Gli effetti sui prezzi sono stati esacerbati dalle tensioni geopolitiche e da un calo del livello medio delle scorte in alcuni dei principali paesi consumatori di petrolio.

Per quanto riguarda le materie prime alimentari, la rapida crescita del PIL delle economie emergenti negli ultimi anni ha largamente contribuito a far lievitare la domanda. Questo effetto è stato rafforzato da cambiamenti strutturali, poiché l'aumento del reddito pro capite, soprattutto in Cina, ha incrementato la domanda di cereali, e in particolare di carne di bestiame nutrito con granaglie. In base alle stime dell'Organizzazione delle Nazioni Unite per l'alimentazione e l'agricoltura (FAO), nei paesi in via di sviluppo i consumi pro capite di cereali sono aumentati del 20% tra il 1962 e il 2003, mentre quelli di carne sono triplicati. L'effetto di domanda sui prezzi dei cereali è amplificato dal fatto che, in base ad alcune stime, è necessaria una quantità di granaglie tra due e cinque volte maggiore per produrre attraverso il consumo di carne di bestiame un numero di calorie equivalente a quello prodotto tramite il consumo diretto di cereali. Nel 2002 circa un terzo della produzione globale di cereali è stato utilizzato per l'alimentazione del bestiame. Le politiche governative hanno parimenti stimolato la domanda di prodotti agricoli. In particolare, i sussidi alla produzione di biocarburanti hanno spinto al rialzo la

La rapida crescita delle EME spinge la domanda di beni alimentari

domanda di mais e di soia, dirottando verso questi prodotti parte della produzione, il che ha fatto salire a sua volta i prezzi di altri raccolti.

Le politiche comprimono l'offerta di beni alimentari

Dal lato dell'offerta, l'urbanizzazione ha ridotto in talune EME le superfici destinate all'agricoltura. I rincari del petrolio e del gas naturale hanno inoltre accresciuto i costi sia dei fertilizzanti sia dei trasporti. Le politiche dei governi delle economie industriali avanzate, incluse le restrizioni allo sfruttamento dei terreni coltivabili volte a sostenere i prezzi, continuano a limitare l'adeguamento della produzione all'aumento della domanda. Infine, il calo delle scorte ha intensificato le pressioni sui prezzi (grafico III.5, diagramma centrale). I vincoli dal lato dell'offerta sono stati particolarmente evidenti per il grano, che nel 2006-07 ha risentito di un degradamento delle condizioni di coltivazione, le quali sono tuttavia recentemente migliorate.

Fattori strutturali a sostegno dei prezzi delle materie prime

L'elevato livello dei corsi delle materie prime è destinato a perdurare? Nel breve periodo il rallentamento della crescita statunitense dovrebbe annullare alcuni dei recenti aumenti dei prezzi delle materie prime o per lo meno frenare una loro ulteriore ascesa. Ciò nonostante, gli stessi prezzi saranno soggetti a pressioni al rialzo nella misura in cui sarà possibile mantenere la rapida espansione delle economie emergenti, e in particolare della Cina. Anche la recente riduzione dei tassi di interesse USA contribuisce a sostenere i prezzi, un effetto che si troverebbe rafforzato nel caso in cui, come previsto, le condizioni creditizie restrittive finissero per essere allentate a livello internazionale. Nel medio periodo, alcuni dei fattori strutturali di domanda sopra descritti, come la continua trasformazione economica della Cina e dell'India, sembrano destinati a permanere. Quanto ai fattori e ai vincoli dal lato dell'offerta (ad esempio i maggiori costi di produzione dei prodotti agricoli e del petrolio), dovrebbero anch'essi influire sulla determinazione dei prezzi delle materie prime ancora per un certo tempo.

Saldi con l'estero e flussi di capitali

Avanzi correnti, eccetto che nell'ECO e in Sudafrica

Nel 2007, a livello aggregato, le economie emergenti hanno continuato a registrare un avanzo di parte corrente e afflussi netti di capitali privati. Nell'Asia emergente si è avuto un ulteriore incremento dell'eccedenza di conto corrente, a circa il 6½% del PIL regionale, mentre in America latina l'avanzo è leggermente calato, portandosi a circa ¾% del PIL. Il surplus dei paesi esportatori di petrolio del Medio Oriente è rimasto pari a circa il 20% del PIL, mentre quello della Russia è sceso sotto il 6% del PIL. Per contro, si sono ampliati, rispettivamente al 6½ e al 7¼% del PIL, i disavanzi dell'Europa centrale e orientale (ECO) e del Sudafrica. Nel 2007 le principali aree emergenti a presentare un avanzo sull'estero sono pertanto rimaste l'Asia emergente (\$520 miliardi), il Medio Oriente (\$275 miliardi) e la Russia (\$80 miliardi), mentre quelle maggiormente deficitarie erano l'ECO e il Sudafrica, con un disavanzo complessivo di \$140 miliardi (tabella III.1).

Impatto limitato della turbolenza finanziaria

L'incidenza delle turbolenze finanziarie nelle economie industriali avanzate e del rallentamento dell'economia statunitense sui saldi di conto corrente delle EME è stata finora attenuata dalla vigorosa domanda proveniente da altre regioni. La vivace domanda di importazioni in Europa e in Medio Oriente

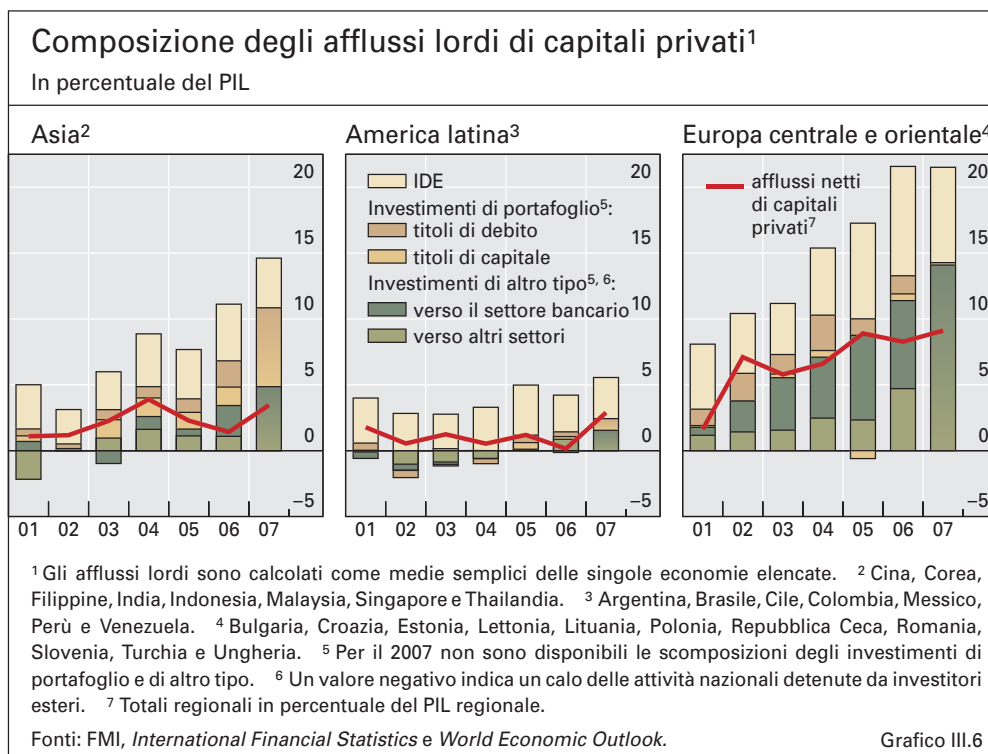
ha favorito l'aumento degli avanzi nell'Asia emergente. Le esportazioni di America latina, Russia e Medio Oriente hanno beneficiato del persistente vigore dei prezzi delle materie prime. Nell'ECO la robusta espansione dei consumi e degli investimenti, in parte ascrivibile alla crescita sostenuta dell'area dell'euro, ha impresso slancio alle importazioni e contribuito a creare capacità per un'espansione futura delle esportazioni.

Le turbolenze finanziarie globali non hanno inciso sinora in misura significativa nemmeno sui flussi di capitali privati verso le economie emergenti. Nell'insieme del 2007 gli afflussi *netti* di capitali privati – ossia gli afflussi lordi meno i deflussi lordi di investimenti diretti esteri (IDE), investimenti di portafoglio e investimenti di altro tipo del settore privato – sono aumentati nell'Asia emergente di oltre 2 punti percentuali (al 3½% del PIL regionale), in America latina di quasi 2¾ punti percentuali (al 2,9% del PIL) e nell'ECO di ¾ di punto percentuale (al 9% del PIL) (grafico III.6). Pertanto, le pressioni macroeconomiche potenzialmente derivanti dagli afflussi di capitali sono nel complesso rimaste elevate nell'ECO, mentre risultano più contenute nell'Asia emergente e in America latina.

L'andamento tendenziale dei flussi netti di capitali privati non fornisce tutte le informazioni necessarie per un'analisi della stabilità macroeconomica e finanziaria; occorre quindi considerare anche le dimensioni e la composizione degli afflussi *lordi* di capitali privati. Tali afflussi hanno continuato ad aumentare nel 2007, sebbene a un ritmo più moderato rispetto agli anni precedenti. Nell'Asia emergente essi sono stati pari in media a quasi il 15% del PIL nel 2007 (grafico III.6, diagramma di sinistra), avvicinandosi ai livelli osservati prima della crisi del 1997-98, sebbene attualmente la regione registri un ampio avanzo corrente. In America latina gli afflussi lordi di capitali privati sono saliti

Gli afflussi di capitali privati aumentano su base netta ...

... e rimangono sostenuti su base lorda



da circa l'1% del PIL nel 2002 a quasi il 6% in media nel 2007 (grafico III.6, diagramma centrale), una quota prossima ai massimi storici dei primi anni novanta. Nell'ECO le opportunità generate dall'adesione all'Unione europea hanno sospinto in media tali afflussi a quasi il 20% del PIL (grafico III.6, diagramma di destra), un livello mai raggiunto dalle economie emergenti negli ultimi anni. Di conseguenza, questa regione riceve ora approssimativamente il 28% del totale degli afflussi lordi di capitali privati verso i mercati emergenti (a fronte di circa il 10% a metà degli anni novanta), l'America latina l'11% (a fronte del 25%), l'Asia emergente poco meno del 50% (a fronte del 63%) e gli altri mercati emergenti circa l'11% (a fronte del 2%).

Calo della quota di IDE e boom degli afflussi bancari

La composizione degli afflussi lordi di capitali privati alle EME è cambiata negli ultimi cinque anni e risulta attualmente più simile a quella prevalente a metà degli anni novanta. Per tutti i paesi emergenti la quota degli IDE sul totale degli afflussi lordi è scesa a circa il 40% in media nel 2007, dal 90% del 2002, mentre quella degli investimenti di portafoglio è raddoppiata, portandosi intorno al 20%. La categoria che ha registrato la crescita più rapida è stata tuttavia quella degli "investimenti di altro tipo" diretti alle banche e al settore privato non bancario. La sua quota sull'insieme degli afflussi lordi di capitali privati è passata nello stesso periodo da pressoché zero a oltre il 40%.

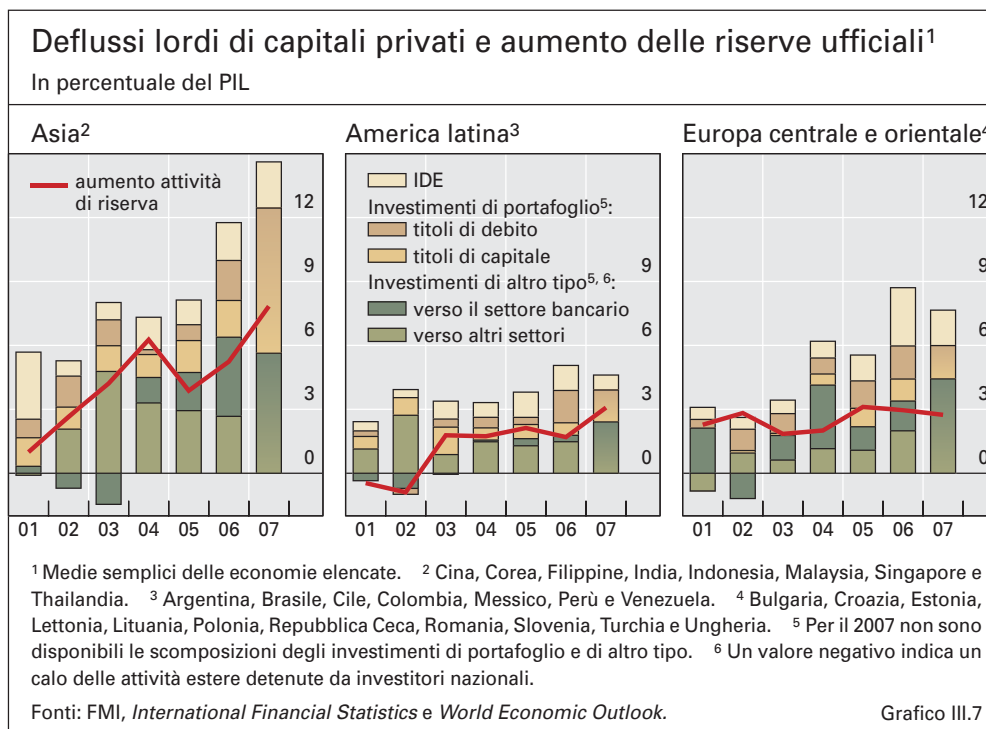
Crescita delle attività bancarie transfrontaliere verso le EME

Per comprendere meglio gli afflussi di "investimenti di altro tipo" è utile esaminare le statistiche bancarie BRI su base locale. Nel 2007 le posizioni creditorie transfrontaliere delle banche dichiaranti alla BRI verso le EME erano stimate a \$2,6 trilioni (tabella III.3), con un aumento di \$1,6 trilioni negli ultimi cinque anni. Questi capitali sono affluiti per la maggior parte verso l'Asia emergente e l'ECO, ma in rapporto al PIL sono stati molto più consistenti verso quest'ultima regione, portandosi al 32%. I paesi dell'ECO sono pertanto significativamente esposti al rischio di un'inversione di tendenza dei flussi di capitali intermediati dalle banche.

Credito transfrontaliero e credito interno nei mercati emergenti						
	Attività transfrontaliere nei confronti dei mercati emergenti segnalate dalle banche dichiaranti alla BRI ¹				Credito interno a favore del settore privato ²	
	In miliardi di dollari USA		In percentuale del PIL			
	2002	2007	2002	2007	2002	2007
Mercati emergenti ³	1 043	2 631	16,6	19,1	50,9	66,4
Attività verso banche	647	1 604	10,3	11,6	.	.
Asia ⁴	604	1 374	18,6	20,6	97,9	95,2
Attività verso banche	486	1 010	14,9	15,1	.	.
America latina ⁵	233	350	15,1	11,1	32,2	39,5
Attività verso banche	77	137	5,0	4,3	.	.
ECO ⁶	121	599	16,5	32,2	25,7	54,7
Attività verso banche	49	299	6,7	16,1	.	.

¹ Posizioni sull'estero nei confronti di singoli paesi segnalate dalle banche dichiaranti, in base alla residenza; importi in essere. I dati sul PIL sono stime provenienti dal *World Economic Outlook* dell'FMI. ² Economie elencate meno Colombia, Israele, Perù e Venezuela. ³ Economie elencate più Arabia Saudita, Israele, Russia e Sudafrica. ⁴ Cina, Corea, Filippine, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Malaysia, Singapore e Thailandia. ⁵ Argentina, Brasile, Cile, Colombia, Messico, Perù e Venezuela. ⁶ Bulgaria, Croazia, Estonia, Lettonia, Lituania, Polonia, Repubblica Ceca, Romania, Slovacchia, Slovenia, Turchia e Ungheria.

Fonti: FMI; statistiche nazionali; statistiche bancarie BRI su base locale. Tabella III.3



Parallelamente all'aumento degli afflussi lordi, nel 2007 i *deflussi* lordi di capitali privati hanno superato i precedenti massimi storici, collocandosi in media tra circa il 4½% del PIL in America latina e oltre il 14% del PIL nell'Asia emergente (grafico III.7). L'impennata dei deflussi lordi è ascrivibile in prevalenza all'acquisto di titoli di debito esteri, soprattutto da parte dell'Asia emergente, e agli IDE in uscita, aumentati in misura significativa in tutte e tre le regioni nel 2007. Si è osservata inoltre una ripartizione più uniforme dei deflussi di capitali privati tra le varie categorie. In media, nell'insieme dei paesi emergenti la quota di IDE sul totale è aumentata nel 2007 al 25%, da meno del 20% nel 2002, quella di investimenti di portafoglio è salita a oltre il 40% (dal 30%) e la quota degli "investimenti di altro tipo" si è ridotta al 35% (da oltre il 50%).

Dal 2002 i deflussi lordi di capitali privati dalle EME dovuti all'acquisto di titoli di debito sono aumentati in media di quasi l'1% del PIL l'anno. Gli investitori privati asiatici, e cinesi in particolare, sono stati all'origine di circa tre quarti di questi deflussi. Degno di nota è il fatto che un'ampia quota di tali investitori "privati" sia in realtà costituita da organismi controllati dallo Stato. In Cina, ad esempio, essa comprende grandi banche commerciali classificate come investitori privati nelle statistiche ufficiali, ma in cui lo Stato detiene una partecipazione di maggioranza.

In diverse EME i fondi sovrani di ricchezza operano anche all'estero come grandi investitori istituzionali e di recente hanno acquisito crescente rilevanza. Tuttavia, le informazioni su alcuni di questi fondi (in particolare quelli di maggiori dimensioni) sono relativamente scarse e le stime sulla loro crescita e sul loro patrimonio complessivo divergono ampiamente. Non è chiaro, inoltre, se tali fondi siano classificati nelle statistiche ufficiali come investitori privati o ufficiali. Nel 2007 e agli inizi del 2008 i fondi sovrani di Cina,

Impennata dei deflussi lordi di capitali privati ...

... soprattutto dall'Asia

Rilevanza dei fondi sovrani

Singapore e diversi paesi mediorientali si sono impegnati a investire circa \$80 miliardi per ricapitalizzare alcuni istituti finanziari europei e statunitensi in difficoltà. Se nel 2007 l'intero patrimonio dei fondi sovrani dei mercati emergenti, stimato in quasi \$2 trilioni, fosse stato investito all'estero, esso avrebbe rappresentato poco meno del 25% delle attività estere detenute dai settori pubblico e privato (o il 40% di quelle del solo settore privato) dei paesi emergenti.

Aumento delle riserve valutarie

L'incremento dei deflussi di capitali (teoricamente) *privati* verso titoli di debito è andato ad aggiungersi ai consistenti deflussi di capitali *ufficiali* sotto forma di aumenti delle riserve valutarie. Negli ultimi anni le riserve ufficiali in rapporto al PIL sono in media cresciute del 4-6% l'anno nell'Asia emergente (grafico III.7, diagramma di sinistra) e del 2-3% l'anno in America latina e nell'ECO (diagrammi centrale e di destra).

Risposte sul piano delle politiche

Dinanzi ai rischi di segno opposto connessi con un rallentamento globale e un aumento dell'inflazione, nonché alle sgradite pressioni sui tassi di cambio dovute agli ingenti afflussi di valuta estera, le autorità delle economie emergenti sono ricorse a diversi strumenti di politica economica, ad esempio l'adeguamento dei tassi di interesse, l'intervento sui mercati dei cambi, la modifica delle normative in materia di movimenti di capitali, la manovra della politica di bilancio e l'inasprimento della regolamentazione prudenziale. Molte di queste misure hanno comportato difficili scelte.

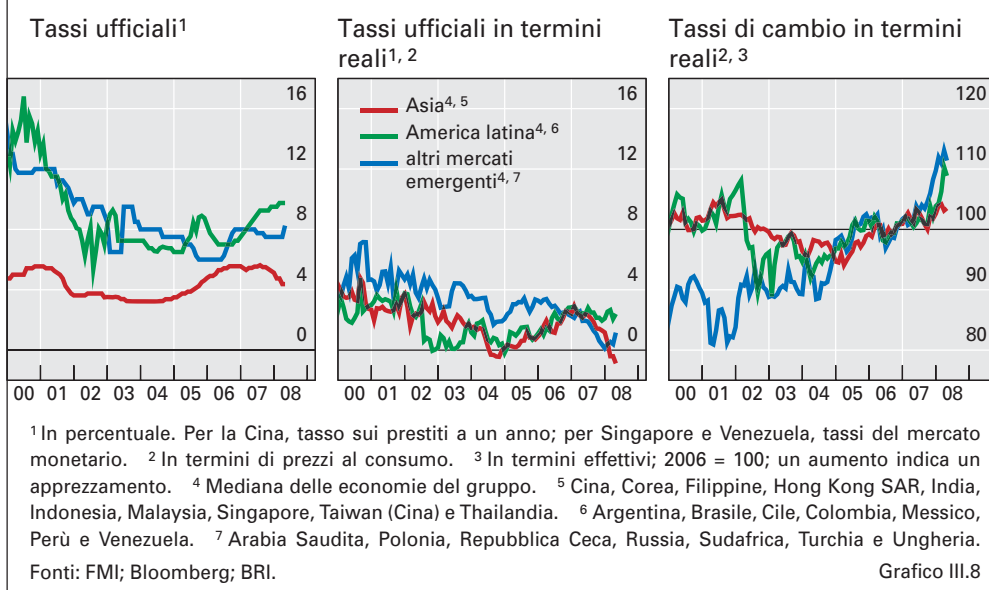
L'incremento moderato dei tassi ufficiali ...

In linea con la natura antitetica di questi rischi, la risposta delle autorità monetarie delle EME alla crescita delle spinte inflazionistiche è stata assai eterogenea. Tra la metà del 2007 e gli inizi del 2008 il valore mediano dei tassi ufficiali o dei tassi interbancari a breve termine è aumentato in America latina (di 50 punti base). I tassi hanno segnato un rialzo anche in Europa centrale, Sudafrica e Russia, mentre sono scesi in Turchia. Nell'Asia emergente i saggi di interesse sono complessivamente diminuiti (grafico III.8, diagramma di sinistra), a seguito della riduzione dei tassi ufficiali o di quelli a breve termine a Hong Kong SAR, in Indonesia e nelle Filippine. Inoltre, nonostante nel 2007 la banca centrale della Repubblica popolare cinese abbia innalzato i tassi sui prestiti e sui depositi bancari a un anno, i tassi interbancari a breve termine sono rimasti relativamente bassi. Più di recente, l'intensificarsi delle pressioni inflazionistiche ha indotto un rialzo dei tassi in diverse EME.

... determina un calo dei tassi reali

Essendovi stati aumenti solo limitati dei tassi ufficiali in termini nominali, i tassi guida o quelli a breve in termini reali sono scesi su valori prossimi allo zero in Asia e hanno segnato una diminuzione anche in altri mercati emergenti (grafico III.8, diagramma centrale). La riluttanza di numerose EME a incrementare i tassi di interesse ufficiali in maniera più aggressiva è riconducibile in parte ai timori di attrarre maggiori afflussi di capitali e accentuare così le spinte al rialzo sul cambio. I tassi di cambio reali si sono comunque notevolmente apprezzati in numerose economie emergenti, contrastando l'allentamento delle condizioni monetarie determinato dal basso livello dei tassi di interesse reali (grafico III.8, diagramma di destra).

Condizioni monetarie

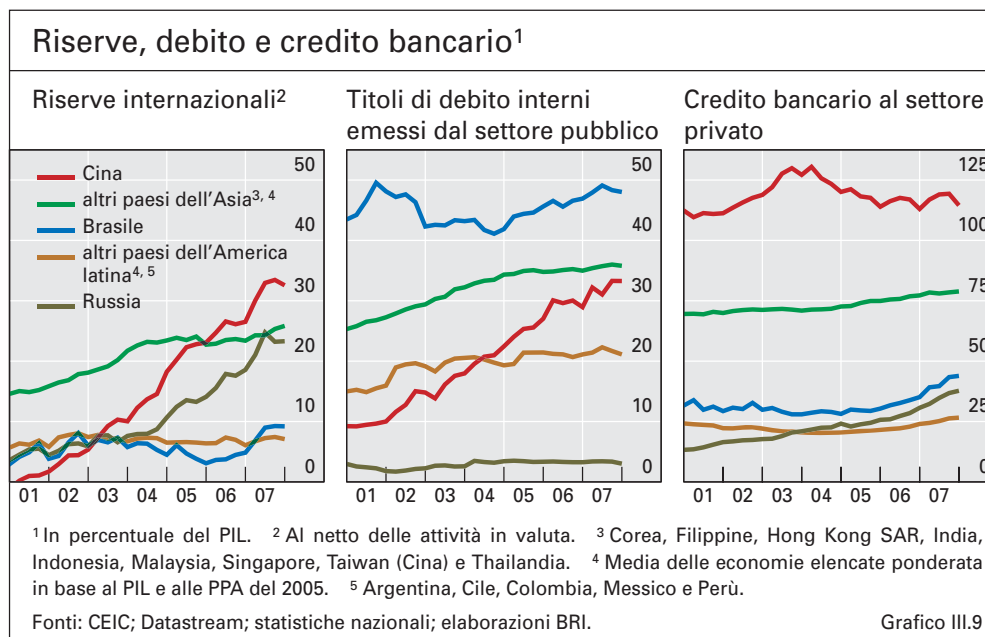


Le preoccupazioni per le pressioni verso un apprezzamento del tasso di cambio hanno inoltre indotto le autorità a interventi sostanziali e prolungati nei mercati valutari, come testimonia l'incremento delle riserve in valuta. Le riserve ufficiali delle EME sono cresciute di oltre \$1 trilione nel 2007 (a fronte di \$620 miliardi nel 2006), attestandosi a fine anno a più di \$4 trilioni, e hanno continuato ad aumentare rapidamente nei primi mesi del 2008. Gli incrementi sono stati consistenti in numerose economie emergenti, tra cui il Brasile, la Cina, l'India e la Russia (grafico III.9, diagramma di sinistra; si veda anche il Capitolo V).

I forti interventi sui mercati valutari ...

Ceteris paribus, l'accumulo di riserve in valuta tende ad accrescere la base monetaria e ad allentare le condizioni monetarie. Al fine di prevenire un tale allentamento, le banche centrali prendono misure per limitare o "sterilizzare" l'impatto monetario dell'intervento nei mercati dei cambi. Numerose EME hanno emesso a questo scopo titoli di debito di varia scadenza (e alcune, in particolare Cina e India, hanno innalzato gli obblighi di riserva delle banche). Raramente, tuttavia, la sterilizzazione è completa, per cui in genere si verifica comunque un qualche rilassamento delle condizioni monetarie o creditizie. I bilanci delle banche commerciali nazionali di alcune EME hanno di fatto registrato una notevole espansione, in taluni casi a seguito dell'incremento delle riserve forse legato ai bassi tassi di interesse cui si è accennato in precedenza. È inoltre aumentata la liquidità dei bilanci bancari, in linea con la maggiore quantità di titoli di Stato detenuti dalle banche. Questi andamenti hanno contribuito alla sensibile crescita del credito bancario al settore privato, che è risultata pari o superiore a quella, già rapida, del PIL nominale (grafico III.9, diagramma di destra). Ad esempio, tra il 2005 e il 2007 in America latina i finanziamenti al settore privato sono aumentati a un tasso annuo del 29%, in India del 25% e in Cina del 17%.

... incidono sui bilanci bancari ...



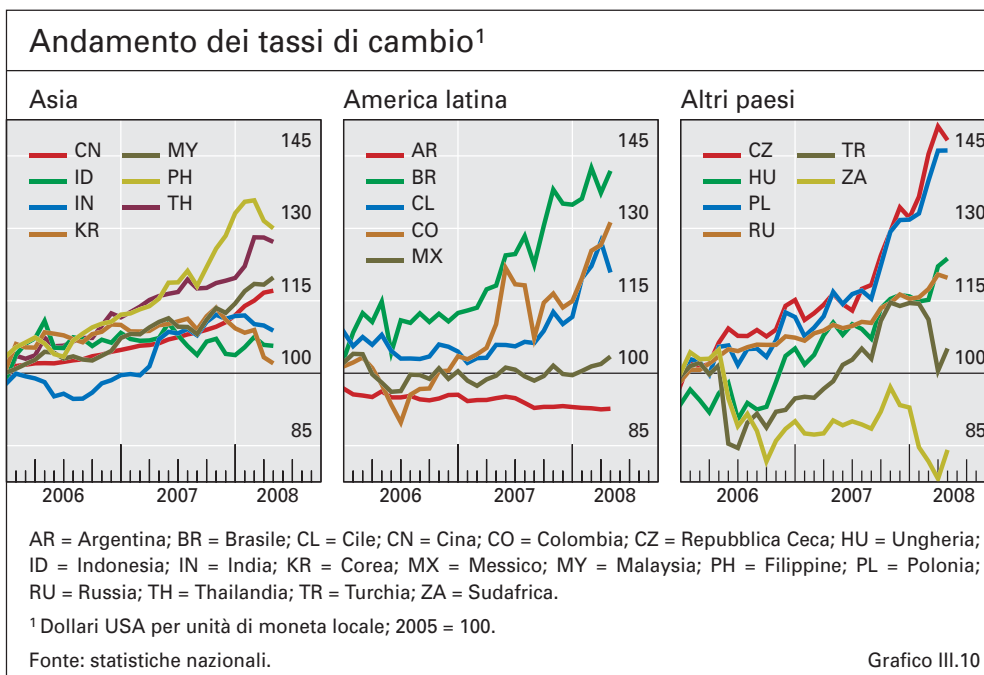
... esponendo le banche centrali ai rischi di tasso di interesse e di cambio

Oltre a incidere sui portafogli delle banche commerciali, la massiccia espansione delle riserve valutarie ha innalzato l'esposizione delle banche centrali (o dei governi) alle perdite legate alle variazioni dei differenziali tra i tassi di interesse nazionali ed esteri e dei tassi di cambio. La cospicua riduzione del tasso sui *federal fund* statunitensi dalla seconda metà del 2007 ha ampliato lo spread rispetto ai tassi USA, per cui molte banche centrali stanno incorrendo in perdite sulle riserve in valuta finanziate tramite l'emissione di titoli interni. Ad aprile 2008 il differenziale mediano di interesse era aumentato a 1,1 punti percentuali nell'Asia emergente, a 7,5 punti percentuali in America latina e a 6,6 punti percentuali nelle altre EME. Inoltre, il sensibile deprezzamento del dollaro nei confronti di numerose divise dei mercati emergenti ha dato luogo a minusvalenze da rivalutazione sulle riserve in valuta. Anche ipotizzando che la composizione valutaria delle riserve ufficiali sia diversificata e abbia permesso di beneficiare dell'apprezzamento dell'euro, da agosto dello scorso anno gli effetti di valutazione devono essere stati significativi. Le perdite subite sulle riserve valutarie possono complicare ulteriormente gli interventi volti a inasprire la politica monetaria di fronte all'aumento dell'inflazione.

Maggiore flessibilità dei tassi di cambio

Diverse EME hanno reagito alle pressioni derivanti dagli ingenti afflussi di capitali accrescendo la flessibilità del tasso di cambio (grafico III.10). Questo approccio ha contribuito alla disinflazione e in alcuni casi (ad esempio in Polonia, Sudafrica e Turchia) sembra parimenti aver scoraggiato gli afflussi speculativi a breve termine esponendo gli operatori a un rischio di cambio bidirezionale. In altre EME (tra cui Indonesia, Repubblica Ceca e Slovacchia) l'apprezzamento valutario pare invece essersi accompagnato ad afflussi di capitali supplementari, presumibilmente in previsione di un ulteriore aumento del tasso di cambio.

Vari paesi hanno fatto ricorso a politiche di controllo dei movimenti di capitali per far fronte alle pressioni associate agli afflussi di fondi. Alcuni hanno allentato i controlli sui flussi in uscita, come ad esempio la Cina, l'India



e la Russia, che nel 2007 hanno ulteriormente liberalizzato l'investimento in titoli esteri da parte dei residenti. La recente impennata degli acquisti di titoli di debito esteri effettuati dal settore privato cinese sembra in parte riconducibile a tale intervento. In qualche caso, come in Brasile e Colombia, sono stati reintrodotti controlli selettivi sui capitali in entrata. Tuttavia, la maggior parte dei paesi è stata riluttante ad agire in tal senso in ragione delle distorsioni microeconomiche che tali controlli comportano. Nel marzo 2008 la Thailandia ha in effetti eliminato i controlli introdotti nel 2006 sugli afflussi di capitali.

Un altro modo per contrastare le pressioni espansive derivanti dagli ingenti afflussi di capitali consiste nel manovrare in senso restrittivo la politica di bilancio. Tale intervento può tuttavia sortire due effetti opposti sul tasso di cambio. Da una parte, il rallentamento della domanda aggregata indotto dal risanamento dei conti pubblici potrebbe spingere al ribasso i tassi di interesse, scoraggiando gli afflussi di capitali. Dall'altra, nei paesi che non presentano fondamentali particolarmente solidi l'inasprimento fiscale potrebbe ridurre i premi per il rischio paese, rafforzando la moneta nazionale e richiamando ulteriori afflussi di capitali. Forse in ragione della diversa rilevanza assunta nei vari casi da questi effetti, il ricorso al risanamento dei bilanci per contenere le pressioni al rialzo sul cambio è stato diverso a seconda dei paesi. In Cile, ad esempio, gli incrementi della spesa pubblica sono stati improntati alla regola che prevede il conseguimento di un avanzo strutturale e l'investimento all'estero di tutte le eventuali eccedenze (che possono essere considerevoli quando i prezzi del rame sono elevati). Analogamente, diversi paesi esportatori di petrolio si sono avvalsi di fondi di stabilizzazione per gestire l'aumento dei ricavi petroliferi. A eccezione dei paesi esportatori di materie prime e di alcuni paesi con regimi di cambio fisso, il ricorso all'inasprimento della politica di bilancio per far fronte ai crescenti afflussi di capitali non è stato

Allentamento delle restrizioni sui deflussi di capitali e reintroduzione di controlli sugli afflussi

Ricorso alla politica di bilancio a fini anticiclici

diffuso. La crescita della spesa pubblica in termini reali ha di fatto registrato un'accelerazione negli ultimi anni in Indonesia, Thailandia, America latina ed Europa centrale.

Misure prudenziali a salvaguardia dei sistemi finanziari

Per contro, è stato fatto ampio uso di misure prudenziali e regolamentari per gestire le ripercussioni degli afflussi di capitali sulla solidità del sistema bancario e, più in generale, per controbilanciare gli effetti della rapida espansione del credito e dell'aumento dei prezzi delle attività (in particolare degli immobili residenziali) sul sistema finanziario interno. Diverse banche centrali dell'Asia emergente hanno impiegato strumenti prudenziali, ad esempio l'abbassamento del rapporto fra valore del prestito e valore delle garanzie (Cina, Corea), l'innalzamento dei requisiti patrimoniali e di accantonamento (India) e l'inasprimento dei criteri di concessione del credito (Corea), per contrastare gli effetti degli afflussi di capitali sul settore bancario. Al fine di contenere l'impatto degli afflussi intermediati dalle banche, i paesi dell'ECO si sono avvalsi, con esiti piuttosto positivi, di una serie di misure, tra cui l'aumento delle ponderazioni di rischio sui prestiti in valuta estera, l'inasprimento dei requisiti di liquidità in valuta, la riduzione dei limiti alle posizioni aperte in cambi, nonché l'incremento degli obblighi di segnalazione e il rafforzamento della vigilanza sulle banche e su altri istituti finanziari. In alcuni casi tali misure sono state integrate da strumenti più tradizionali di politica monetaria, quali l'innalzamento delle riserve obbligatorie e un'estensione della loro applicazione.

Vulnerabilità delle economie emergenti

È probabile che la turbolenza del sistema finanziario mondiale e il rallentamento degli Stati Uniti incidano negativamente sulle prospettive economiche delle EME, ma resta da vedere in quale misura.

Fin qui, tutto bene

Le previsioni di crescita sono solide ...

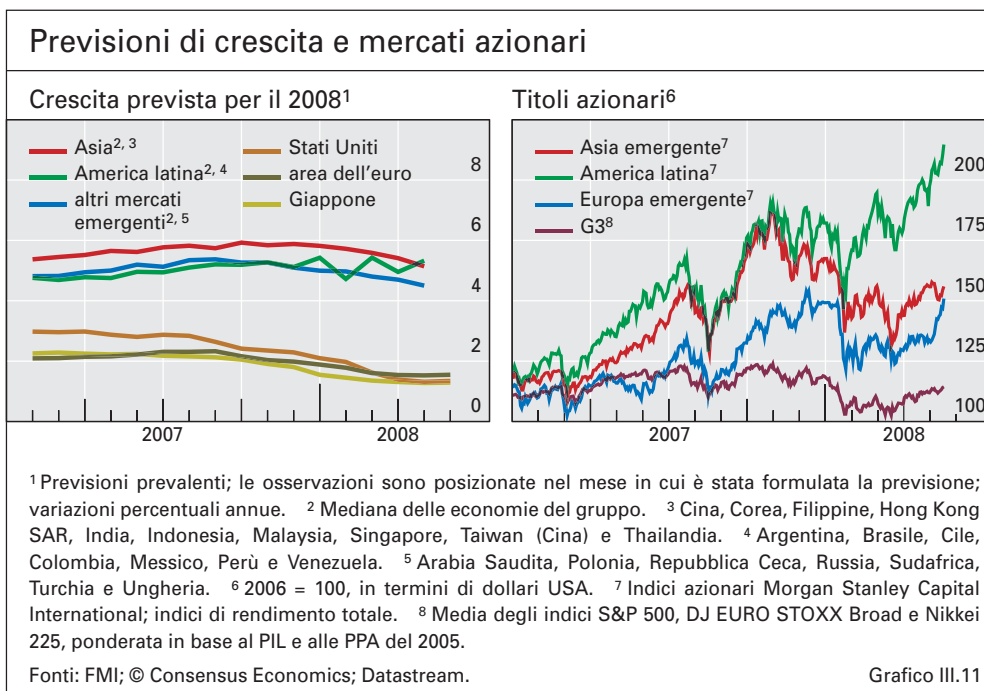
Al maggio 2008 la maggior parte degli analisti era ancora ottimista in merito alle prospettive di crescita a breve termine delle economie emergenti. Sebbene le previsioni prevalenti per il 2008 siano state riviste al ribasso negli ultimi mesi, esse continuano a evidenziare l'aspettativa di un elevato grado di resilienza. Mentre le stime di crescita per gli Stati Uniti sono scese di circa 1 punto percentuale dal settembre 2007, il valore mediano delle previsioni per i mercati emergenti si è ridotto di soli 0,2 punti percentuali (grafico III.11, diagramma di sinistra). La crescita attesa per le economie emergenti nel 2008, pari al 6,7%, non è di molto inferiore a quella media del periodo 2003-06. A livello regionale, le previsioni per l'Asia e altri mercati emergenti sono state riviste al ribasso, mentre quelle per l'America latina sono rimaste stabili.

... ma vanno considerate con prudenza

Le previsioni prevalenti, tuttavia, non riescono generalmente ad anticipare i punti di svolta del ciclo economico, ancor meno nel caso di flessioni particolarmente pronunciate (ad esempio in periodi di crisi). È pertanto possibile che, se gli sviluppi globali dovessero causare un drastico rallentamento nelle EME, esso non venga previsto dalle stime di consenso.

I corsi azionari forniscono un quadro contrastante

I mercati azionari forniscono segnali contrastanti sulle prospettive delle economie emergenti. Verso la fine del 2007 o agli inizi del 2008 essi hanno



ceduto terreno, benché in alcune regioni, come in America latina, abbiano beneficiato degli elevati prezzi delle materie prime (grafico III.11, diagramma di destra).

L'esperienza storica del rallentamento statunitense del 2001 insegna che i rischi al ribasso per la crescita delle EME potrebbero essere considerevoli. All'epoca, l'espansione degli Stati Uniti era scesa a 2 punti percentuali sotto la media a seguito dello scoppio della bolla tecnologica. Al tempo stesso, la crescita delle importazioni USA si era ridotta di 15 punti percentuali rispetto alla media. Le esportazioni dei mercati emergenti erano state duramente penalizzate, in particolare quelle delle economie dell'Est asiatico, concentrate nel settore dell'alta tecnologia (grafico III.12, diagrammi superiori). Durante la flessione del 2001 un calo di 1 punto percentuale del tasso di crescita statunitense rispetto alla media era stato associato a un corrispondente calo di 0,6 punti percentuali del tasso di espansione in Cina e a flessioni ancora maggiori in altre economie asiatiche, mentre in America latina le deviazioni della crescita dalla rispettiva media si erano collocate tra lo 0,7 e l'1,8%.

Tuttavia, la situazione attuale sembra differire per il momento da quella del 2001. In occasione della recessione statunitense del 2001 il ciclo economico delle economie emergenti appariva strettamente legato ("agganciato") a quello degli Stati Uniti. Per contro, al recente rallentamento USA sembra finora aver fatto riscontro una flessione molto minore della crescita nelle EME. Quest'ultima, pur essendo rallentata, è difatti rimasta superiore alla media (grafico III.12, diagramma in basso a sinistra).

È possibile avanzare due spiegazioni delle differenze nell'andamento della crescita in questi due periodi. Anzitutto, contrariamente al 2001, nel 2007 le esportazioni dei mercati emergenti hanno continuato ad aumentare a un ritmo superiore alla media (grafico III.12, diagramma in basso a destra), mentre la crescita delle importazioni USA è risultata inferiore alla media. Ciò

Nel 2001 la crescita delle EME era scesa sotto la media

Oggi la crescita rimane sopra la media ...

... grazie al vigore delle esportazioni ...

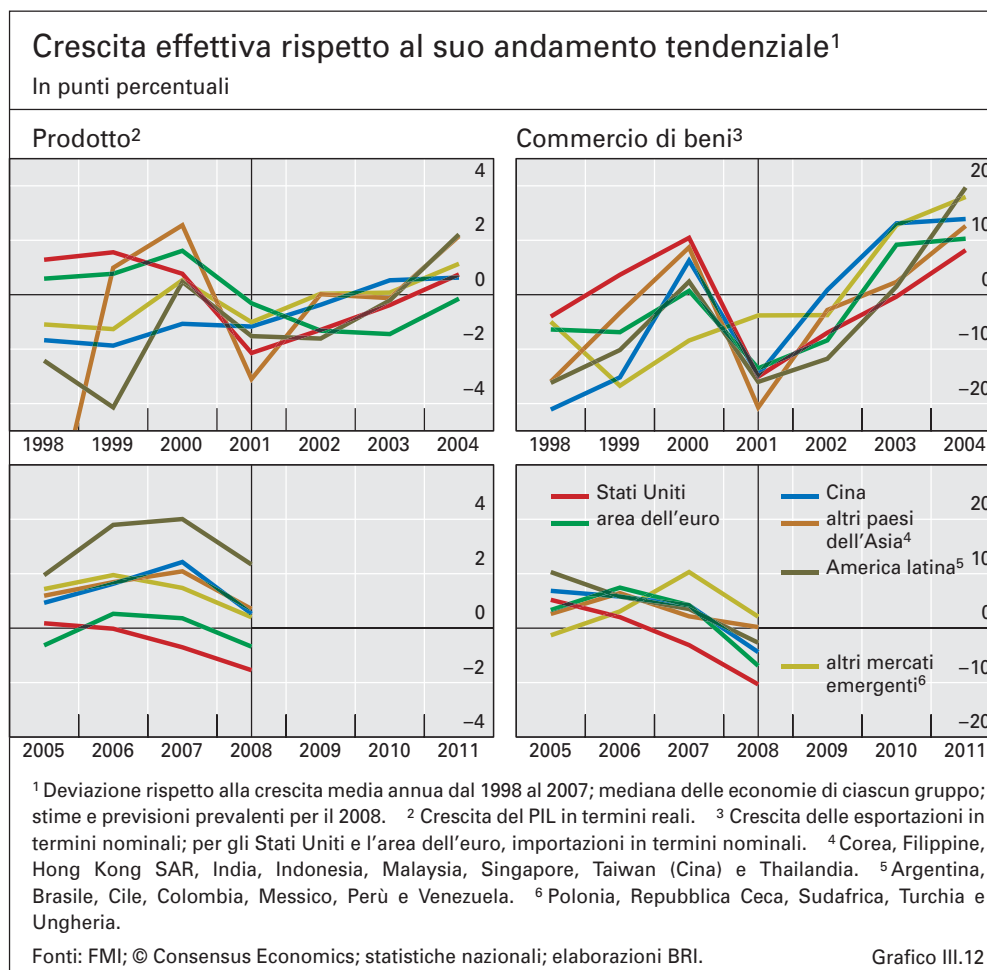
nonostante, come si dirà in seguito, il rischio che la situazione evolva in modo meno favorevole permene.

... e della domanda interna

Inoltre, le economie emergenti sono state recentemente in grado di controbilanciare gli effetti della minore domanda di loro esportazioni stimolando la domanda interna in misura maggiore che nel 2001 (grafico III.1). Rispetto ad allora, la spesa per consumi privati è aumentata a un ritmo più sostenuto nell'Asia emergente e in America latina. Il contributo alla crescita fornito dalla spesa per investimenti, negativo nel 2001, è divenuto decisamente positivo nel 2007 per l'Asia, l'America latina e l'Europa centrale. Pertanto, nella maggior parte delle regioni emergenti sembra che le dinamiche della domanda interna godano di un certo slancio. Ciò potrebbe in parte spiegare perché, nonostante la crescente globalizzazione, le ricerche evidenzino una riduzione dell'impatto prodotto sulle EME dall'attività economica nelle economie industriali avanzate.

Sono individuabili tre fonti di vulnerabilità

Sebbene le previsioni di crescita delle economie emergenti per il 2008 rimangano solide, vi è il rischio che questa situazione non perduri (si veda oltre). In primo luogo, infatti, le esportazioni dei mercati emergenti potrebbero indebolirsi, forse più di quanto generalmente anticipato di recente. In secondo luogo, la capacità delle EME di espandere la domanda interna per compensare un eventuale indebolimento delle esportazioni potrebbe essere limitata. In terzo luogo, le economie emergenti che presentano un disavanzo del conto



corrente e un indebitamento a breve termine elevati, nonché quelle che fanno massiccio affidamento sul credito bancario internazionale, potrebbero rivelarsi vulnerabili a un'inversione dei flussi di capitali.

Resilienza della crescita delle esportazioni delle EME

Se il rallentamento dell'economia statunitense dovesse aggravarsi, le esportazioni delle EME potrebbero essere notevolmente penalizzate, per almeno tre motivi.

Le esportazioni dei mercati emergenti sono vulnerabili ...

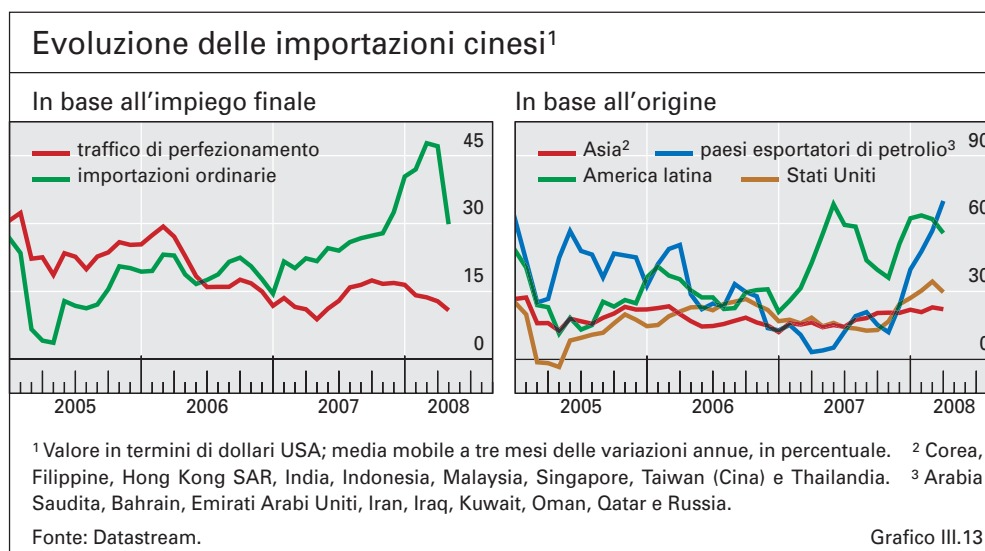
In primo luogo, gli Stati Uniti rimangono un mercato di sbocco importante per gli esportatori dell'area emergente. Ad esempio, sebbene sia diminuita, la quota delle esportazioni delle EME asiatiche (esclusa la Cina) destinata agli Stati Uniti rimane sufficientemente ampia (collocandosi tra il 10% di Singapore e il 18% della Malaysia nel 2007) da far sì che le esportazioni totali risentirebbero sensibilmente di una netta flessione della domanda statunitense. La quota delle esportazioni cinesi verso gli Stati Uniti è pari a circa il 20%. Oltre a ridurre la domanda diretta di tali esportazioni, un rallentamento statunitense potrebbe anche incidere negativamente sulle importazioni cinesi di beni intermedi e materie prime da altre economie emergenti, utilizzati nella produzione di beni destinati all'esportazione. Benché la Cina possa controbilanciare l'impatto contrattivo di un eventuale rallentamento USA rafforzando la propria domanda interna (si veda oltre), una delle preoccupazioni sollevate nella *Relazione annuale* dello scorso anno riguardava il fatto che le importazioni della Cina da altre economie emergenti (in particolare dell'Asia) sono state generalmente piuttosto modeste in relazione alla domanda interna. Pertanto, i benefici che ne deriverebbero per le altre economie emergenti sarebbero contenuti.

Gli andamenti recenti attenuano tali timori, pur non dissipandoli completamente. Ad esempio, tra settembre 2007 e febbraio 2008 la crescita totale delle importazioni cinesi (in dollari USA) è aumentata dal 16 al 35%, sulla scia di un'impennata delle importazioni ordinarie, maggiormente collegate alla domanda interna del paese. Al tempo stesso, il tasso di incremento delle importazioni associate al traffico di perfezionamento, direttamente legate alle esportazioni, è diminuito (grafico III.13, diagramma di sinistra). Durante questo periodo la crescita delle importazioni cinesi dall'Asia è effettivamente aumentata, ma a un ritmo molto inferiore di quella delle importazioni dai paesi esportatori di petrolio o dall'America latina (grafico III.13, diagramma di destra). Questi dati vanno interpretati con cautela, poiché si riferiscono ai valori delle importazioni in dollari USA. Essi indicano tuttavia che gli esportatori dell'Asia emergente potrebbero beneficiare in misura relativamente minore dell'aumento delle importazioni cinesi non legate al traffico di perfezionamento. Più in generale, vi è il rischio che le importazioni cinesi nel loro insieme possano subire un netto rallentamento in caso di ulteriore indebolimento dell'economia statunitense, con ripercussioni avverse per i partner commerciali della Cina. Questo rischio è evidenziato dalla marcata decelerazione delle importazioni cinesi a marzo.

... e il sostegno della Cina potrebbe essere solo parziale

Le esportazioni delle economie emergenti sono altresì sostenute dalle importazioni e dalla crescita dell'Unione europea, che hanno sinora dato prova di una migliore tenuta rispetto al 2001. Un eventuale sensibile deterioramento

Rischi in caso di rallentamento in Europa



delle prospettive di crescita in Europa potrebbe incidere negativamente sui mercati emergenti (Capitolo II).

Vulnerabilità degli esportatori di beni finali ...

In secondo luogo, la domanda statunitense potrebbe diminuire proprio in quei settori dove sono fortemente concentrate le esportazioni delle economie emergenti, come era successo durante la recessione USA del 2001 nel caso delle esportazioni asiatiche del settore informatico. Sebbene il rallentamento abbia per ora interessato prevalentemente il settore dell'edilizia residenziale, la flessione della domanda statunitense potrebbe ancora ridurre le importazioni statunitensi di beni finali prodotti dalle EME. La contrazione degli investimenti fissi non residenziali registrata negli Stati Uniti nel primo trimestre 2008 rafforza questa preoccupazione. Nel complesso i dati sono risultati finora indubbiamente favorevoli: il valore delle importazioni USA totali e di quelle dalle EME è aumentato fino al primo trimestre 2008. Nondimeno, le importazioni statunitensi sono diminuite in alcuni dei principali settori di esportazione delle economie emergenti. Ad esempio, è calata la crescita delle importazioni di determinati prodotti informatici di rilevanza per diverse economie dell'Est asiatico (come Corea, Malaysia e Singapore). Anche la crescita della domanda di beni di consumo come i giocattoli e di taluni veicoli pesanti si è ridotta, penalizzando i produttori di talune EME, quali la Cina e il Messico. Come indicato in precedenza, una decelerazione più marcata dell'economia statunitense, associata a una crescita più debole in altre economie industriali avanzate, potrebbe parimenti spingere al ribasso i prezzi delle materie prime, frenando l'espansione dei paesi esportatori in America latina, Africa e Medio Oriente.

... e rischi derivanti dal deprezzamento del dollaro

In terzo luogo, il deprezzamento del dollaro potrebbe accentuare l'impatto negativo di un rallentamento USA sulle esportazioni nette delle EME. Nel 2001 l'apprezzamento della moneta statunitense rispetto a quelle dei mercati emergenti aveva avuto l'effetto opposto, ma dal luglio 2007 il dollaro si è notevolmente deprezzato nei confronti di molte di queste valute, e potrebbe senz'altro continuare a farlo. Inoltre, varie divise dei paesi emergenti sono rimaste stabili o sono calate in termini effettivi (grafico V.2 del Capitolo V), il che potrebbe preludere a un loro rialzo futuro.

Resilienza della domanda interna

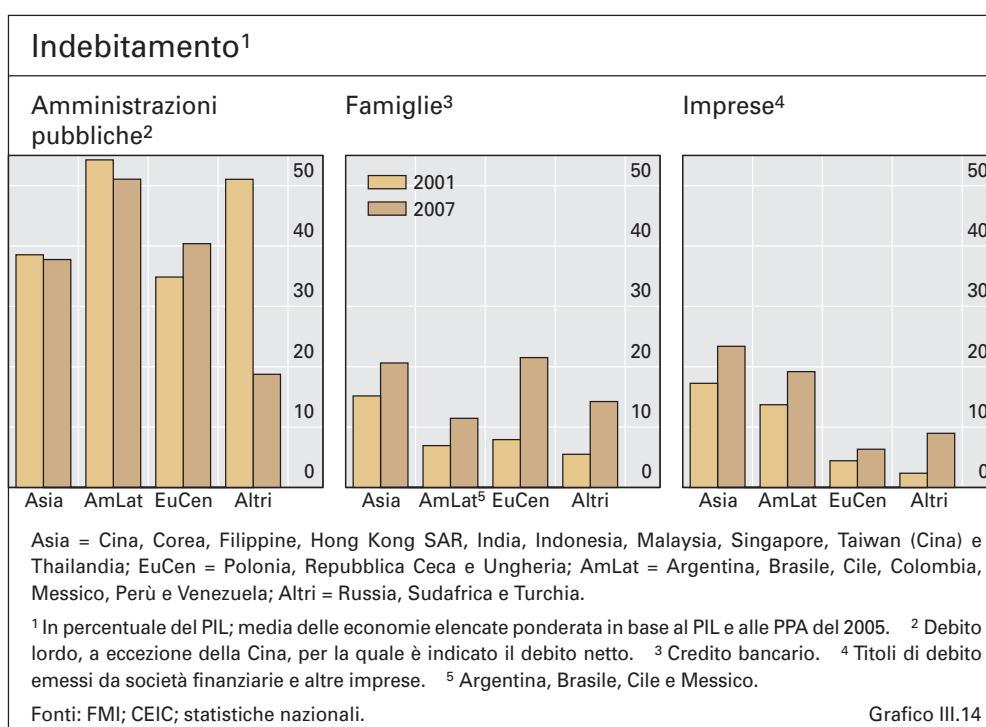
Nonostante il contributo crescente della domanda interna all'espansione delle EME di cui si è detto sopra, le condizioni globali presentano comunque alcuni rischi, poiché l'aumento della spesa per consumi o investimenti volto a controbilanciare un rallentamento potrebbe essere vincolato da una serie di fattori.

Uno dei rischi è che la minore domanda di esportazioni, riducendo i rendimenti e le entrate potenziali, possa frenare la spesa per consumi e investimenti. Nel caso delle famiglie la contrazione dei redditi si ritrova aggravata dall'aumento dell'inflazione, in particolare nei paesi importatori di materie prime. Inoltre, l'esperienza recente indica che le EME potrebbero incontrare difficoltà nell'accrescere gli investimenti per contrastare un rallentamento dell'espansione del PIL. In alcuni dei paesi dove la spesa per investimenti è stata elevata, in particolare in Cina, sussistono timori di un possibile sovrainvestimento. In altre economie emergenti la crescita degli investimenti non ha generalmente superato quella del PIL nemmeno nelle fasi di espansione. Dagli ultimi anni novanta il rapporto investimenti/PIL è aumentato solo moderatamente nell'Asia emergente escluse Cina e India (attestandosi di recente in media a circa il 24%, contro oltre il 40% della Cina) e in America latina (20% circa).

Un ulteriore rischio è che l'inasprimento delle condizioni di finanziamento freni la spesa. Sebbene nel decennio in corso il debito pubblico in percentuale del PIL sia generalmente diminuito (grafico III.14, diagramma di sinistra) e i saldi di bilancio della maggior parte delle economie emergenti siano migliorati, un eventuale rallentamento peggiorerebbe le posizioni di bilancio allorché il rapporto mediano debito pubblico/PIL nelle EME è ancora elevato, a circa il 38%. Anche il rincaro del petrolio si sta ripercuotendo negativamente sui conti pubblici di diverse economie emergenti che sovvenzionano l'energia.

Il calo delle esportazioni potrebbe ridurre la domanda interna

Le possibilità di ricorrere allo stimolo fiscale sono talvolta limitate ...



Ciò potrebbe limitare la facoltà di utilizzare la politica di bilancio a fini anticiclici nell'eventualità di una decelerazione pronunciata. In tale contesto, i differenziali di rendimento sui titoli sovrani rimangono ben inferiori ai livelli osservati nelle precedenti fasi di turbolenza finanziaria, ma risultano notevolmente più elevati rispetto alla prima metà del 2007 (Capitolo VI), evidenziando i rischi che i vincoli di finanziamento possano diventare stringenti.

... e l'aumento dell'indebitamento privato potrebbe rappresentare un problema

L'indebitamento delle famiglie e delle imprese è aumentato dal 2001 (grafico III.14, diagrammi centrale e di destra). Sebbene le posizioni debitorie sembrino ancora sostenibili, un inasprimento delle condizioni di finanziamento potrebbe ridurre il margine di manovra per incrementare i consumi o gli investimenti. In alcuni paesi il basso livello degli indici di indebitamento riflette in realtà uno scarso sviluppo finanziario e un accesso ridotto delle famiglie al credito, per cui la facoltà di ricorrere all'indebitamento per incrementare la spesa risulterebbe comunque limitata. Nei paesi dove le condizioni di accesso al finanziamento per le famiglie sono invece migliorate, la rapida crescita del credito degli ultimi anni comporta alcuni rischi (si veda oltre). Per quanto riguarda le imprese, in diverse EME gli spread sulle obbligazioni societarie si sono recentemente ampliati più di quelli sui titoli sovrani, segnalando che le condizioni di finanziamento per alcuni emittenti stanno iniziando a inasprirsi dopo molti anni di facile accesso al credito.

Vulnerabilità di fronte al rischio di un'inversione dei flussi di capitali

Alcune vulnerabilità al rischio di un'inversione dei flussi di capitali

Malgrado il parziale inasprimento delle condizioni di finanziamento esterno, le EME nel loro insieme – grazie ai migliori fondamentali, alle abbondanti riserve e agli ampi avanzi correnti – sembrano meno esposte rispetto al passato a un'eventuale inversione dei flussi di capitali. Nondimeno, possono essere evidenziati due tipi di vulnerabilità al riguardo. In primo luogo, le EME con ampi deficit di conto corrente e un'elevata quota di indebitamento estero a breve termine potrebbero avere difficoltà a ottenere finanziamenti esteri qualora le condizioni di finanziamento a livello internazionale dovessero inasprirsi ulteriormente. In secondo luogo, le economie emergenti che dipendono in misura considerevole dal credito bancario internazionale sono esposte al rischio di una contrazione di tali finanziamenti a seguito dei problemi incontrati dalle banche sia delle economie industriali avanzate sia locali (Capitolo VII).

I paesi che potrebbero trovarsi in maggiore difficoltà sono quelli baltici e dell'Europa sudorientale. Essi presentano disavanzi correnti molto ingenti, coperti solo per circa la metà da IDE, che sono in genere considerati la forma di finanziamento estero più stabile (tabella III.4). Tali paesi sono altresì gravati da un'elevata proporzione di debito estero a breve termine (pari in media al 120% delle riserve valutarie). Inoltre, i prestiti transfrontalieri rappresentano in media in questi paesi il 76% del credito interno. Anche il Sudafrica, che registra un disavanzo corrente superiore al 7% del PIL e fa massiccio affidamento sugli afflussi di investimenti di portafoglio, si trova in una posizione relativamente vulnerabile.

Alla luce delle turbolenze abbattutesi sugli istituti bancari nelle economie industriali avanzate, la seconda importante fonte di vulnerabilità per talune

Indicatori del grado di vulnerabilità esterna nel 2007						
	Saldo conto corrente ¹	Afflussi netti IDE ¹	Afflussi netti invest. di portafoglio ¹	Afflussi netti altri invest. ^{1, 2}	Debito estero a breve ³	Attività transfrontaliere ⁴
Cina	11,1	1,7	0,4	0,6	8,0	4,1
India	-1,8	1,1	2,9	5,3	29,3	21,1
Altre EME asiatiche ^{5, 6}	8,6	1,7	-1,7	1,4	44,3	72,8
Brasile	0,3	2,1	2,9	1,0	34,5	11,6
Colombia	-3,8	5,0	0,2	1,3	49,3	17,7
Messico	-0,8	2,0	0,7	-0,4	38,4	27,2
Altre EME latinoamericane ^{6, 7}	4,1	2,0	-2,0	-0,3	56,4	32,1
Europa centrale ^{6, 8}	-4,4	2,3	-1,3	6,2	61,6	55,0
Altre EME europee ^{6, 9}	-14,6	7,6	-0,9	11,8	119,2	75,8
Russia	5,9	0,3	-0,2	7,0	20,5	55,0
Medio Oriente ^{6, 10}	14,9	0,9	-3,8	-1,8	52,6	61,4
Sudafrica	-7,3	0,9	4,2	2,6	55,1	14,8

¹ In percentuale del PIL. ² Banche e altri settori. ³ In percentuale delle riserve valutarie. ⁴ Posizioni sull'estero nei confronti di singoli paesi segnalate dalle banche dichiaranti, in base alla residenza; importi in essere in percentuale del credito interno. ⁵ Corea, Filippine, Indonesia, Malaysia, Singapore e Thailandia. ⁶ Medie semplici degli indicatori delle economie elencate. ⁷ Argentina, Cile, Perù e Venezuela. ⁸ Polonia, Repubblica Ceca, Slovacchia, Slovenia e Ungheria. ⁹ Bulgaria, Croazia, Estonia, Lettonia, Lituania, Romania e Turchia. ¹⁰ Arabia Saudita e Israele.

Fonti: FMI; statistiche bancarie BRI su base locale e statistiche BRI sulle emissioni di titoli di debito. Tabella III.4

EME riguarda la sostenibilità degli afflussi di capitali intermediati dalle banche. Storicamente i flussi bancari sono stati periodicamente soggetti a improvvise inversioni, come nei primi anni ottanta in America latina e nel 1997-98 nell'Asia emergente. Sebbene la quota del credito nazionale finanziata tramite capitali esteri sia molto ampia in numerosi mercati emergenti, essa risulta assai inferiore che in passato. Ciò è dovuto in parte al fatto che le filiali delle banche estere si finanziano sempre di più a livello locale, anziché avvalersi di prestiti "puramente" transfrontalieri come in precedenza.

Come già indicato, l'Europa centrale e orientale rappresenta un'eccezione al riguardo. Questa regione differisce notevolmente dalla maggior parte degli altri mercati emergenti in quanto il suo indebitamento esterno sta aumentando in linea con la rapida integrazione economica e finanziaria con l'area dell'euro e i suoi sistemi bancari sono prevalentemente di proprietà estera (analogamente al Messico). La maggioranza delle banche madri con sede nell'Europa occidentale sembra avere l'intenzione di sostenere il finanziamento transfrontaliero delle rispettive filiali nei paesi dell'ECO e di ridurre al tempo stesso in maniera graduale il credito alle economie in apparente surriscaldamento. Inoltre, le banche svedesi, austriache e italiane con una forte presenza nella regione considerano generalmente le opportunità di crescita nell'ECO in un'ottica di lungo periodo e si sono di conseguenza attivate per proteggere le proprie affiliate.

Ciò nonostante, i potenziali problemi nei mercati interni delle case madri o nei mercati emergenti ospitanti rischiano di indurre una flessione o persino un'inversione degli afflussi di capitali. Ad esempio, sebbene le principali banche madri non abbiano finora subito perdite rilevanti dovute ai mutui

Gli afflussi bancari potrebbero subire un'inversione ...

... in caso di difficoltà di raccolta per le banche madri

subprime statunitensi o a prodotti strutturati collegati, esse effettuano una parte importante della propria raccolta in valuta nei mercati all'ingrosso internazionali. Le banche svedesi raccolgono fondi in euro che utilizzano per finanziare le proprie filiali nei paesi baltici, mentre quelle austriache e italiane si indebitano in franchi svizzeri e impiegano tali fondi per erogare credito alle filiali nell'Europa centrale e sudorientale. In caso di prosciugamento della liquidità in questi mercati all'ingrosso, i principali fornitori di finanziamento esterno all'Europa emergente si troverebbero sotto pressione. Le fonti alternative di raccolta nell'Europa emergente sono scarse. Inoltre, la capacità delle banche nazionali di finanziarsi all'estero è limitata e anche quelle che adottano tale prassi (come le banche russe) si sono scontrate con una netta flessione dei finanziamenti a partire dall'agosto 2007. A livello locale, da diversi anni ormai nella maggior parte dei paesi dell'ECO la crescita della base di depositi non tiene il passo di quella del credito, che è anche il motivo per cui le banche della regione avevano iniziato a ricercare finanziamenti esterni.

Grandi banche multinazionali in paesi piccoli

I rischi per i flussi bancari nei paesi dell'ECO sono accentuati dal fatto che, all'interno del suo portafoglio prestiti mondiale, l'esposizione di una banca madre nei confronti di un determinato paese ospitante è di norma molto meno significativa rispetto all'esposizione di un paese ospitante nei confronti di una determinata banca madre. Pertanto, cambiamenti delle politiche creditizie che risultano modesti dal punto di vista di una banca madre possono incidere notevolmente sulla stabilità macroeconomica e finanziaria del paese ospitante (cfr. il Capitolo VII della *Relazione annuale* dello scorso anno).

Possibile sottovalutazione del rischio di credito

In diverse regioni emergenti, oltre che nell'Europa centrale e orientale, gli afflussi di capitali intermediati dalle banche potrebbero inoltre trovarsi sotto pressione per il tramite di un altro canale. Il credito bancario al settore privato ha segnato una straordinaria espansione negli ultimi cinque anni, pari cumulativamente a 7 e 30 punti percentuali di PIL rispettivamente in America latina e nell'ECO. Questa rapida espansione potrebbe aver messo a dura prova la capacità delle istituzioni di valutare e monitorare efficacemente il credito, ad esempio per la carenza di personale qualificato e a causa di lacune istituzionali che complicano per le banche il compito di stimare il rischio di credito o i rendimenti corretti per il rischio, o ancora il recupero delle garanzie. In questi casi, una volta riconosciuta la sottovalutazione del rischio, le banche potrebbero trovarsi nella necessità di accrescere gli accantonamenti. Ciò potrebbe indurre gli organi manageriali a considerare come impossibile il raggiungimento degli obiettivi di redditività del capitale proprio – spesso assai ambiziosi nei mercati emergenti – e a ridurre la crescita del credito, in modo anche molto repentino.

Rischi derivanti dal rincaro delle abitazioni ...

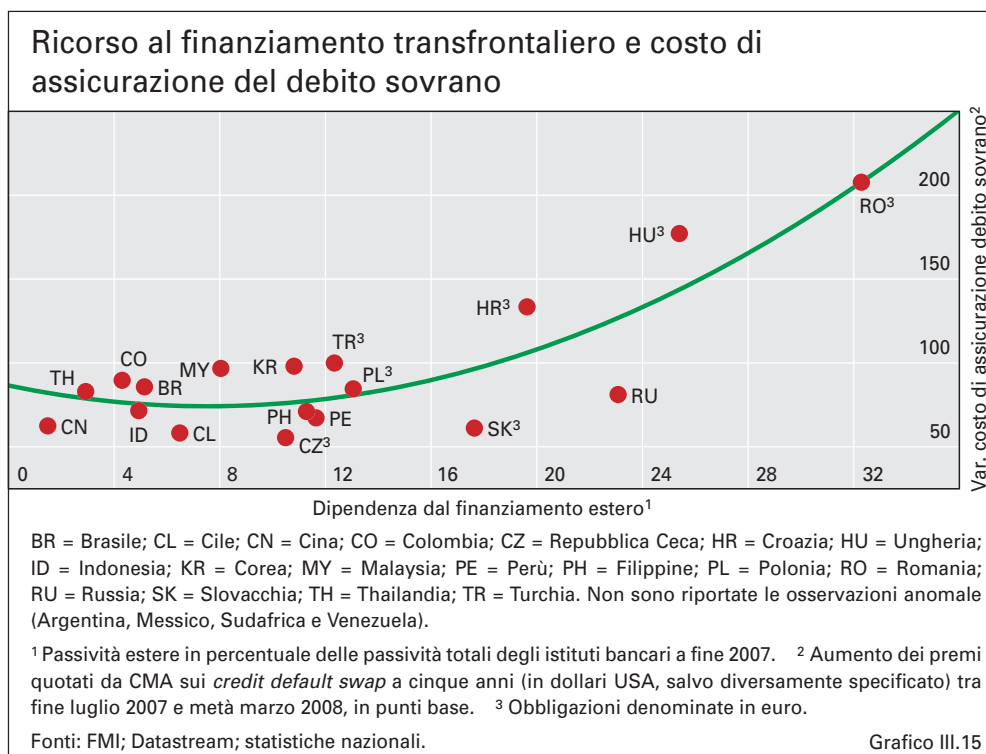
Le banche operanti nei mercati emergenti devono altresì far fronte ai rischi derivanti dall'esposizione al mercato immobiliare. I prezzi delle abitazioni in diverse EME asiatiche (fra cui Cina, Hong Kong SAR, India e Singapore) e soprattutto nell'Europa emergente sono rapidamente aumentati negli ultimi anni. Qualora la qualità degli attivi dovesse deteriorarsi in maniera significativa, i sistemi interni di controllo rischi delle banche potrebbero imporre una cospicua riduzione del credito al fine di salvaguardare il patrimonio.

L'improvviso prosciugamento degli afflussi di capitali rischierebbe di indurre pesanti correzioni del tasso di cambio. Ciò potrebbe comportare effetti di bilancio e di ricchezza considerevoli nei paesi con ingenti passività scoperte in valuta estera. I paesi più vulnerabili a tale riguardo sono ancora una volta quelli dell'ECO, che si sono pesantemente indebitati con l'estero e in cui un'ampia quota della recente espansione del credito è denominata in valuta estera. Questa esposizione è evidenziata dalla correlazione positiva tra la variazione del costo dell'assicurazione contro il verificarsi di un evento creditizio nei mercati emergenti (misurato dall'incremento degli spread sui *credit default swap* relativi al debito sovrano dalla fine di luglio 2007) e il grado di ricorso al finanziamento transfrontaliero (misurato dalla quota di passività estere sul totale delle passività del settore bancario a fine 2007) (grafico III.15).

... e da disallineamenti valutari

A tutt'oggi non si scorgono ancora chiari segnali di un cambiamento nella politica delle banche creditrici dei mercati emergenti. Agli inizi del 2008 la loro attività di finanziamento continuava a crescere a ritmi sostenuti, seppur in calo. Né vi sono segnali evidenti di indebolimento dei flussi bancari transfrontalieri. Nell'Asia emergente e in America latina le pressioni sulla raccolta esterna sono rimaste modeste nel primo trimestre 2008, in parte poiché la crescita del credito interno è stata in larga misura finanziata dall'espansione della base di depositi nazionale. La buona tenuta dei sistemi bancari nazionali nel globale contesto di turbolenza trova riscontro nella generale stabilità dei mercati interbancari in valuta locale. Seppur retrospettivi, gli indicatori prudenziali come quelli relativi all'adeguatezza patrimoniale, ai crediti in sofferenza e agli accantonamenti sono perlopiù assai solidi e stabili in tutte e tre le principali regioni emergenti e offrono un margine di sicurezza per i rispettivi sistemi bancari.

Non si osserva ancora un generale disinvestimento ...



... ma alcune EME sono già state penalizzate

Gli andamenti non sono stati tuttavia uniformi. Da una parte, l'evoluzione di alcuni indicatori di mercato (ad esempio gli spread sulle obbligazioni in valuta locale in Ungheria o i tassi di cambio in Romania e in Sudafrica) fa ritenere che gli operatori stiano iniziando a prestare maggiore attenzione ai segnali di vulnerabilità a livello nazionale. I paesi che più hanno risentito delle recenti turbolenze sono stati quelli con i maggiori squilibri interni ed esterni e/o con politiche economiche non sufficientemente credibili, nonché quelli che in precedenza avevano registrato ingenti afflussi di capitali in concomitanza con un rapido incremento delle valutazioni delle attività e dei rischi di surriscaldamento (ad esempio Romania, Russia, Sudafrica e Turchia).

È possibile che altre EME registrino ulteriori afflussi ...

D'altra parte, taluni mercati emergenti continuano a essere favoriti dai prezzi delle materie prime e da fattori dal lato dell'offerta, e questi ultimi potrebbero altresì alimentare ulteriori afflussi di capitali. Ne sono un esempio la diversificazione dei portafogli da parte di investitori istituzionali in Europa e Nord America, la ricerca di rendimenti più elevati da parte degli investitori al dettaglio giapponesi e il reimpiego delle eccedenze rivenienti dal petrolio da parte di investitori istituzionali e sovrani del Medio Oriente. A breve termine, le crescenti preoccupazioni sulla qualità degli attivi nelle economie industriali avanzate potrebbero persino stimolare i flussi di portafoglio verso alcune economie emergenti, in particolare quelle con ampi avanzi con l'estero.

... ma gli afflussi complessivi all'area emergente potrebbero diminuire

Tuttavia, un netto rallentamento economico innescato dagli Stati Uniti avrebbe probabilmente un effetto frenante sulla maggior parte delle categorie di afflussi di capitali ai mercati emergenti. Le emissioni di titoli di Stato e obbligazioni societarie nei mercati internazionali e i flussi collegati alle operazioni di *carry trade* su valute dei mercati emergenti sono già diminuiti (Capitolo V). Oltre a ridurre gli afflussi di capitali, un rallentamento delle economie industriali avanzate comporterebbe anche un calo delle rimesse degli emigrati. Ciò produrrebbe effetti particolarmente importanti per i paesi dell'America centrale, il Messico, l'India e le Filippine, i quali, dopo aver beneficiato per alcuni anni di una situazione più confortevole, vedrebbero incrementato il loro fabbisogno di finanziamento esterno.

IV. La politica monetaria nelle economie industriali avanzate

Aspetti salienti

Nel periodo sotto rassegna la politica monetaria delle economie industriali avanzate ha dovuto far fronte a due sfide contrapposte. Da un lato, le tensioni nei mercati finanziari minacciavano di propagarsi all'economia reale attraverso le più severe condizioni creditizie e un'erosione del clima di fiducia. A parità di altre condizioni, ciò avrebbe richiesto una riduzione dei tassi di interesse per contrastare l'impatto frenante sulla domanda aggregata. Dall'altro, le pressioni inflazionistiche originate dai crescenti prezzi delle materie prime, insieme all'elevato utilizzo della capacità produttiva e alle condizioni tese nei mercati del lavoro di molte economie rischiavano di alimentare aspettative di inflazione nel più lungo periodo, e quindi sollecitavano una politica monetaria più restrittiva.

Il diverso modo in cui queste sfide si sono manifestate a livello di paesi e regioni spiega, almeno in parte, le differenti reazioni delle banche centrali (tabella IV.1). Negli Stati Uniti la debolezza del settore immobiliare e le connesse perturbazioni finanziarie offuscavano pesantemente le prospettive di crescita. La Federal Reserve ha reagito con vigore, abbassando a più riprese il tasso obiettivo sui *federal fund*, dal 5,25% del settembre 2007 al 2% dell'aprile 2008. In altre regioni, dove l'impatto delle turbolenze finanziarie era meno pronunciato, è stata la dinamica dell'inflazione a determinare maggiormente la politica monetaria; le banche centrali di Australia, Norvegia, Nuova Zelanda e Svezia hanno quindi continuato a inasprire le condizioni monetarie. Un altro gruppo di banche centrali, invece, ha seguito un percorso intermedio. La BCE ha mantenuto i tassi ufficiali costanti al 4% durante tutto il periodo, nonostante l'inflazione abbia raggiunto il livello più alto dall'introduzione dell'euro nel 1999, e anche la Bank of Japan ha lasciato i tassi invariati allo 0,5%. Viceversa, la Bank of Canada e la Bank of England li hanno accresciuti nel luglio 2007, per poi ridurli nei mesi successivi e nella prima parte del 2008.

La manovra dei tassi di interesse costituisce solo uno degli strumenti con cui le banche centrali hanno reagito alle tensioni nei mercati finanziari. Ancor prima che le turbolenze inducessero a modificare i tassi ufficiali, diverse banche centrali avevano regolato le proprie operazioni in modo da mantenere i tassi di riferimento in prossimità degli obiettivi e da fornire finanziamenti ai mercati in cui la liquidità si era prosciugata. Le varie tipologie di operazioni poste in essere e le considerazioni che ne sono state alla base saranno analizzate nell'ultima sezione del capitolo. La prima sezione presenta invece una panoramica degli interventi di politica monetaria attuati dalle diverse banche centrali, inquadrandoli nei rispettivi contesti, e la seconda considera gli aspetti connessi con le politiche di comunicazione delle banche centrali.

Sviluppi di politica monetaria

La situazione a metà 2007

Politiche monetarie orientate in senso restrittivo

Verso la metà del 2007 le banche centrali stavano operando per rimuovere il considerevole accomodamento monetario determinato nel corso del decennio e dirigersi verso una posizione restrittiva. Le corrispondenti manovre di politica monetaria intervenivano tuttavia in tempi diversi, a seconda delle condizioni congiunturali delle singole economie.

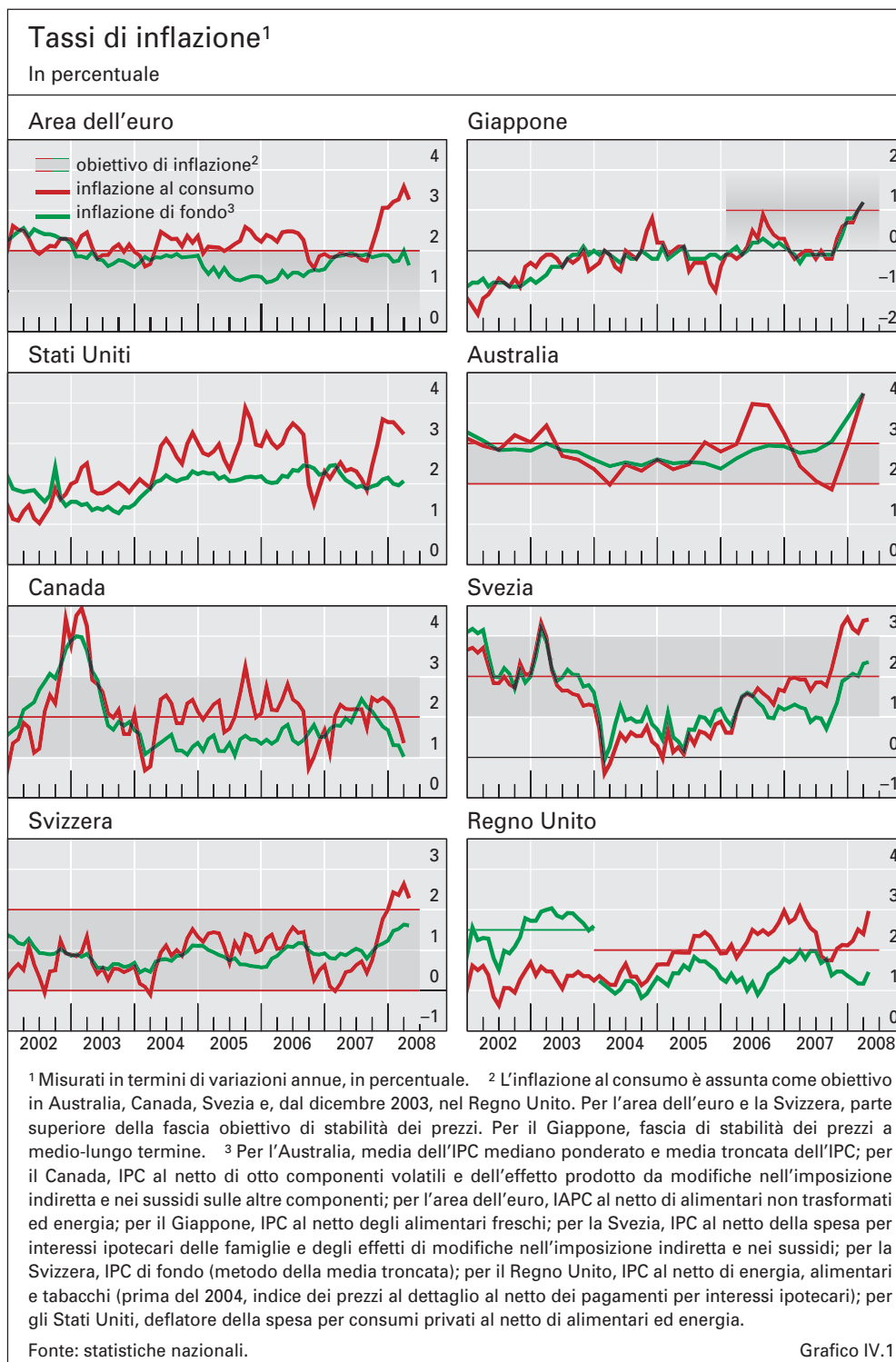
Crescita superiore al potenziale e pressioni inflazionistiche ...

Nella maggior parte dei paesi la crescita del prodotto veniva giudicata superiore al potenziale di lungo periodo, anche se in alcuni casi si prevedeva una sua moderazione (Capitolo II). I tassi di inflazione erano perlopiù calati dai massimi raggiunti in precedenza nell'anno (grafico IV.1), ma per il secondo semestre si attendeva una ripresa della loro dinamica ascendente.

Tassi ufficiali e proiezioni sulla crescita del PIL e sull'inflazione						
Tassi ufficiali ¹	Effettivi			Attesi ² per giugno 2008 al:		
	29 giugno 2007	16 maggio 2008	Variazione	29 giugno 2007	16 maggio 2008	Variazione
Banca centrale europea	4,00	4,00	0,00	4,50	4,00	-0,50
Bank of Japan	0,50	0,50	0,00	1,00	0,50	-0,50
Federal Reserve	5,25	2,00	-3,25	6,00	2,00	-4,00
Reserve Bank of Australia	6,25	7,25	1,00	6,75	7,25	0,50
Bank of Canada	4,25	3,00	-1,25	5,25	2,75	-2,50
Norges Bank	4,50	5,50	1,00	5,75	5,50	-0,25
Reserve Bank of New Zealand	8,00	8,25	0,25	8,00	8,25	0,25
Bank of England	5,50	5,00	-0,50	6,00	5,00	-1,00
Sveriges Riksbank	3,50	4,25	0,75	4,25	4,25	0,00
Banca nazionale svizzera	2,50	2,75	0,25	3,00	2,75	-0,25
Proiezioni su crescita e inflazione ³	PIL in termini reali nel 2008 a:			Inflazione nel 2008 a:		
	Metà 2007	Maggio 2008 ⁴	Variazione	Metà 2007	Maggio 2008 ⁴	Variazione
Banca centrale europea	1,8-2,8	1,3-2,1	-0,60	1,4-2,6	2,6-3,2	0,90
Bank of Japan	2,0-2,3	1,4-1,6	-0,65	0,8-1,0	2,4-2,8	1,70
Federal Reserve	2,5-3,0	0,0-1,5	-2,00	1,75-2,0	1,9-2,5	0,33
Reserve Bank of Australia	4,25	2,25	-2,00	2,5-3,0	4,50	1,75
Bank of Canada	2,50	1,40	-1,10	2,10	1,80	-0,30
Norges Bank	3,75	3,50	-0,25	3,50	3,00	-0,50
Reserve Bank of New Zealand	3,10	3,00	-0,10	2,20	3,40	1,20
Bank of England ⁵	2,54	1,29	-1,25	2,06	3,77	1,71
Sveriges Riksbank	3,00	2,60	-0,40	2,30	3,50	1,20
Banca nazionale svizzera	...	1,5-2,0	...	1,50	2,00	0,50

¹ Per la BCE, tasso minimo di offerta delle operazioni di rifinanziamento principali; per la Bank of Japan, tasso obiettivo non garantito; per la Federal Reserve, tasso obiettivo sui *federal fund*; per la Reserve Bank of Australia, *cash rate* obiettivo; per la Bank of Canada, tasso *overnight* obiettivo; per la Reserve Bank of New Zealand, *cash rate* ufficiale; per la Norges Bank, tasso sui depositi a vista; per la Sveriges Riksbank, tasso sulle operazioni pronti contro termine; per la Banca nazionale svizzera, punto centrale della fascia obiettivo per il Libor a tre mesi; per la Bank of England, *Bank rate*. ² Pubblicati da JPMorgan Chase. ³ Pubblicate dalle banche centrali. ⁴ O ultimo dato disponibile. ⁵ Punto centrale della fascia previsionale.

Fonti: banche centrali; JPMorgan Chase. Tabella IV.1

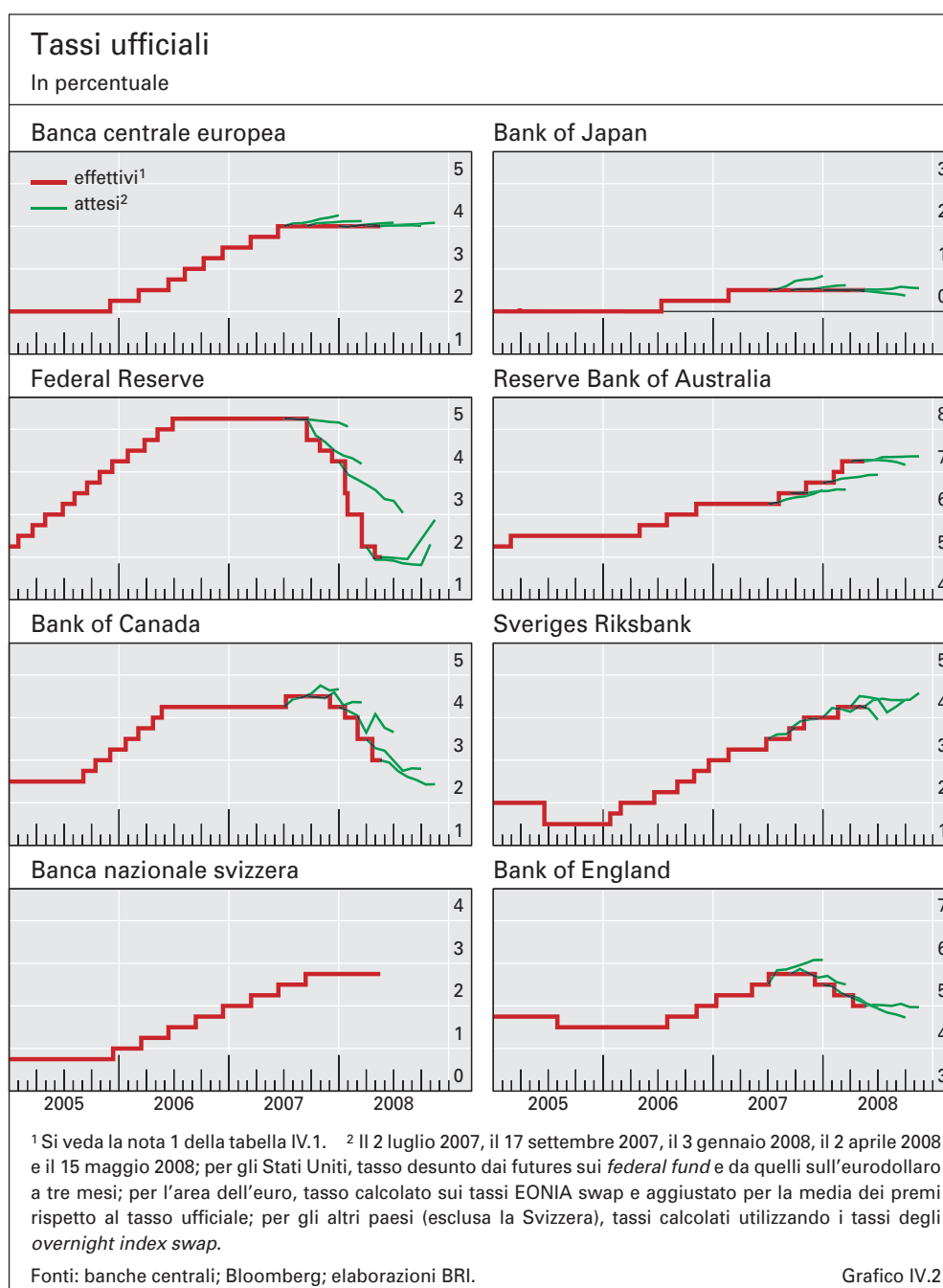


Ad alimentare i timori di pressioni inflazionistiche contribuivano i livelli generalmente alti di utilizzo della capacità e le condizioni tese dei mercati del lavoro, dopo un prolungato periodo di crescita superiore al potenziale in diversi paesi.

Anche i rapidi ritmi di espansione sia della moneta sia del credito segnalavano possibili rischi di inflazione. Nell'area dell'euro l'aggregato monetario ampio M3 era aumentato a un tasso annualizzato del 12% nel primo semestre

... unitamente a una rapida espansione della moneta e del credito ...

2007 e continuava ad accelerare. Per contro, i crescenti tassi di interesse a breve termine avevano rallentato l'espansione di M1 e contribuito probabilmente a stabilizzare la dinamica del credito al settore privato, che si attestava pur sempre su valori a due cifre. Nel quadro della strategia della BCE, che assegna un ruolo rilevante agli aggregati monetari, l'impennata di M3 era indizio di rischi al rialzo per l'inflazione nel medio termine, giacché le ricomposizioni di portafoglio e altri fattori specifici spiegavano solo in parte tale espansione monetaria. Altre economie registravano parimenti ritmi elevati di crescita della moneta e del credito: in Australia, ad esempio, nel primo semestre 2007 il credito alle imprese era salito a un tasso annuo del 22%, il più alto dagli ultimi anni ottanta.



In risposta alla crescita sostenuta e alle pressioni inflazionistiche, tra giugno e gli inizi di agosto 2007 i tassi ufficiali sono stati innalzati in tutte le economie considerate (grafico IV.2), a eccezione di Stati Uniti e Giappone dove il contesto economico era diverso. Ciò nonostante, l'orientamento della politica monetaria veniva considerato ancora accomodante nella maggior parte dei paesi. In effetti, diverse banche centrali, tra cui la Bank of Canada, la Sveriges Riksbank e la Banca nazionale svizzera, non escludevano ulteriori rialzi dei tassi qualora permanessero pressioni inflazionistiche.

... inducono una politica monetaria più restrittiva nella maggior parte delle economie

Negli Stati Uniti la Federal Reserve aveva portato il tasso obiettivo sui *federal fund* dall'1 al 5,25% tra giugno 2004 e giugno 2006, mantenendo successivamente invariati i tassi nonostante il deteriorarsi delle prospettive economiche. In seguito alla flessione dell'attività nel settore edilizio, durante il primo semestre 2007 la crescita era scesa al disotto del potenziale stimato dalla banca centrale. L'inflazione di fondo si era mossa al rialzo per gran parte del 2006 e agli inizi del 2007, ma era poi diminuita leggermente verso la metà dell'anno. Nelle previsioni della Federal Reserve essa avrebbe dovuto rallentare ulteriormente nei trimestri seguenti con l'indebolirsi dell'economia e il pieno esplicarsi a livello di sistema degli effetti dei precedenti rialzi dei tassi di interesse. La crescita si sarebbe invece riportata sui livelli medi di lungo periodo nel 2008 grazie alla stabilizzazione del mercato immobiliare.

Tassi ufficiali stabili negli Stati Uniti ...

L'economia giapponese era cresciuta a un ritmo considerato di poco superiore al potenziale nella prima metà del 2007, senza che ciò si fosse ancora tradotto in un passaggio duraturo a tassi di inflazione positivi. In quel periodo i prezzi al consumo erano rimasti sostanzialmente invariati, malgrado il lieve aumento di quelli alla produzione. La Bank of Japan ha pertanto mantenuto il tasso ufficiale al livello nominale ancora estremamente basso dello 0,5%, pur indicando che i tassi erano destinati a salire qualora la crescita economica avesse dato luogo a un incremento dei prezzi.

... e in Giappone

La politica monetaria durante la turbolenza

Nel secondo semestre 2007 la gestione della politica monetaria si è fatta più complessa. Le condizioni sui mercati finanziari sono peggiorate sensibilmente a metà agosto (Capitolo VI), quando i problemi si sono estesi dal segmento dei titoli garantiti da attività al mercato monetario interbancario. Verso la fine dell'anno i prezzi delle materie prime hanno subito incrementi maggiori del previsto che hanno aumentato fortemente l'inflazione nella maggior parte dei paesi, con possibili ricadute sulle aspettative inflazionistiche a più lungo termine.

Le perturbazioni nei mercati finanziari e i forti rincari delle materie prime ...

Di conseguenza, le banche centrali si sono trovate di fronte a un difficile *trade-off*. Una rapida e significativa riduzione dei tassi avrebbe potuto rafforzare la fiducia nei mercati finanziari e nell'economia in generale ed evitare in tal modo che i problemi del settore finanziario si trasmettessero a più ampi settori economici. Tuttavia, un allentamento eccessivo in un contesto di inflazione elevata rischiava di minare la fiducia del pubblico nel rigore dell'impegno alla stabilità dei prezzi da parte della banca centrale, con il pericolo di disancorare le aspettative inflazionistiche di più lungo periodo. A sua volta, ciò avrebbe reso necessarie nuove manovre restrittive, con costi

... pongono un difficile *trade-off*

potenzialmente ancor più alti per l'economia. In alternativa, si potevano mantenere i tassi invariati o persino aumentarli per indurre un rallentamento dell'economia, così da compensare l'impatto sull'inflazione e sulle connesse aspettative esercitato dai rincari delle materie prime. Ovviamente, un simile approccio rischiava di aggravare le già fragili condizioni finanziarie e di provocare un rallentamento dell'economia maggiore di quanto occorresse per ricondurre l'inflazione entro la fascia prescelta. Il *trade-off* tra le due alternative era ulteriormente complicato dal fatto che la durata delle turbolenze finanziarie e le loro possibili ripercussioni sull'economia reale non erano facilmente valutabili in tempo reale.

Iniziale
atteggiamento
attendista ...

In un primo momento, non essendo chiaro fino a quando sarebbe durata la turbolenza e in che misura avrebbe gravato sull'economia reale per il tramite delle più rigide condizioni creditizie nel settore non finanziario o della perdita di fiducia, le banche centrali hanno preferito attendere che fossero disponibili ulteriori informazioni prima di modificare l'orientamento della politica monetaria. Per esempio, la Reserve Bank of Australia ha lasciato invariato il *cash rate* al 6,5% dopo la riunione del Board agli inizi di settembre, anche se alcuni dei suoi membri erano convinti della necessità di un nuovo inasprimento per evitare che il perdurante vigore dell'attività economica sospingesse l'inflazione al di sopra dell'obiettivo. Nel complesso, il Board ha concluso che le più rigide condizioni finanziarie avrebbero agito da freno sull'inflazione indipendentemente da variazioni del tasso ufficiale, rendendo di fatto superflua qualsiasi manovra monetaria. Analogamente, il Consiglio direttivo della BCE non ha modificato i tassi di riferimento nella riunione del 6 settembre. Pur rilevando i rischi per la stabilità dei prezzi, la BCE riteneva che fossero necessarie maggiori informazioni prima di trarre nuove conclusioni di politica monetaria. La Bank of Japan, dal canto suo, nelle dichiarazioni a conclusione della riunione di agosto individuava nelle ampie oscillazioni dei mercati finanziari una ragione per procrastinare un eventuale inasprimento monetario.

Successivamente, è divenuto chiaro che la turbolenza nei mercati finanziari non si sarebbe esaurita in breve tempo e avrebbe avuto conseguenze rilevanti, con cui le autorità monetarie avrebbero dovuto fare i conti. Nello stesso tempo, i forti rialzi dei prezzi degli alimentari e dell'energia avevano spinto verso la fine dell'anno i tassi di inflazione su livelli decisamente più alti del previsto. A prima vista, le banche centrali delle economie industriali avanzate sembrano aver affrontato queste due problematiche in modo alquanto diverso.

... seguito da un
allentamento in
alcuni paesi ...

Alcune autorità monetarie, in particolare la Federal Reserve, hanno ridotto drasticamente i tassi ufficiali nell'intento di contenere l'impatto delle turbolenze sull'economia. Il Federal Open Market Committee (FOMC) ha abbassato il tasso obiettivo sui *federal fund* di 1 punto percentuale nella seconda metà del 2007 e di ulteriori 2¼ punti agli inizi del 2008, quando era ormai evidente che l'attività economica stava rallentando più di quanto anticipato. La Bank of England ha inizialmente lasciato i tassi invariati, ma dal dicembre 2007 in poi li ha ridotti di complessivi 75 punti base in seguito al deteriorarsi delle prospettive economiche. La crescita ha subito un rallentamento anche in

Canada, dove l'effetto di stimolo impartito dai crescenti prezzi delle materie prime è stato ampiamente neutralizzato dal forte apprezzamento del cambio. La Bank of Canada ha pertanto abbassato complessivamente l'obiettivo per il tasso *overnight* di 1½ punti percentuali tra dicembre 2007 e aprile 2008.

Altre banche centrali hanno ritoccato verso l'alto i tassi ufficiali alla luce delle persistenti spinte inflazionistiche. Ad esempio, la Reserve Bank of Australia, la Norges Bank e la Sveriges Riksbank li hanno innalzati di 75 punti base tra settembre 2007 e aprile 2008. In tutti e tre i paesi il prolungato periodo di espansione economica aveva condotto ad alti livelli di utilizzo della capacità e a tensioni sui mercati del lavoro, con conseguenti pressioni sui prezzi interni, in aggiunta a quelle provenienti dal rincaro dei generi alimentari e dell'energia.

Anche la Svizzera ha fatto registrare tassi di crescita sostenuti e una inflazione in ascesa. A differenza di altre banche centrali, la Banca nazionale svizzera non esprime l'indirizzo monetario in termini di tassi *overnight* bensì cerca di manovrare il Libor a tre mesi entro una fascia predeterminata. L'aumento degli spread a termine sul mercato monetario a metà agosto e nei mesi successivi aveva determinato un ampio scarto tra i tassi sulle operazioni pronti contro termine settimanali della banca centrale e il tasso ufficiale. Di conseguenza, tra la fine di agosto e i primi di settembre il Libor a tre mesi era salito su livelli nettamente superiori al valore mediano del 2,5% della fascia obiettivo. Nella riunione del 13 settembre, il Consiglio della Banca nazionale svizzera ha deciso di innalzare la fascia obiettivo di 25 punti base, a 2,25-3,25%, allineandola ai tassi già osservati nel mercato. A tal fine, considerati i più alti premi a termine, la banca ha ridotto in misura sostanziale i tassi sulle sue operazioni Pct.

In altre economie, segnatamente nell'area dell'euro e in Giappone, i tassi ufficiali non sono stati modificati. Nonostante le pressioni inflazionistiche, la BCE ha deciso di sospendere nuovi rialzi, in considerazione dell'indebolimento dell'economia e dell'apprezzamento dell'euro. Tuttavia, essa ha ribadito più volte che non avrebbe tollerato effetti di secondo impatto indotti da un'impennata dell'inflazione. Analogamente, la Bank of Japan si è astenuta dall'innalzare i tassi verso la fine del 2007 a causa dei crescenti rischi per la crescita. Il Policy Board ha comunque riaffermato l'intenzione di aumentare i tassi nel momento in cui la deflazione fosse stata chiaramente debellata e l'economia avesse imboccato un sentiero di crescita sostenibile.

Differenti condizioni economiche o differenti approcci di politica monetaria?

Le differenze riscontrate tra paesi e aree valutarie nella dinamica dei tassi ufficiali durante la seconda metà del 2007 e agli inizi del 2008 rispecchiano in varia misura quelle esistenti nel contesto economico, nell'intensità delle tensioni finanziarie e nelle strategie delle banche centrali per fronteggiare scenari a costi elevati e bassa probabilità.

Sebbene in tutte le economie siano stati palesi l'indebolimento della domanda mondiale e il rincaro delle materie prime, il loro impatto effettivo è stato assai diverso a seconda dei paesi. Ad esempio, i crescenti prezzi delle materie prime hanno stimolato l'attività economica nei paesi produttori,

... ma da aumenti dei tassi ufficiali in altri

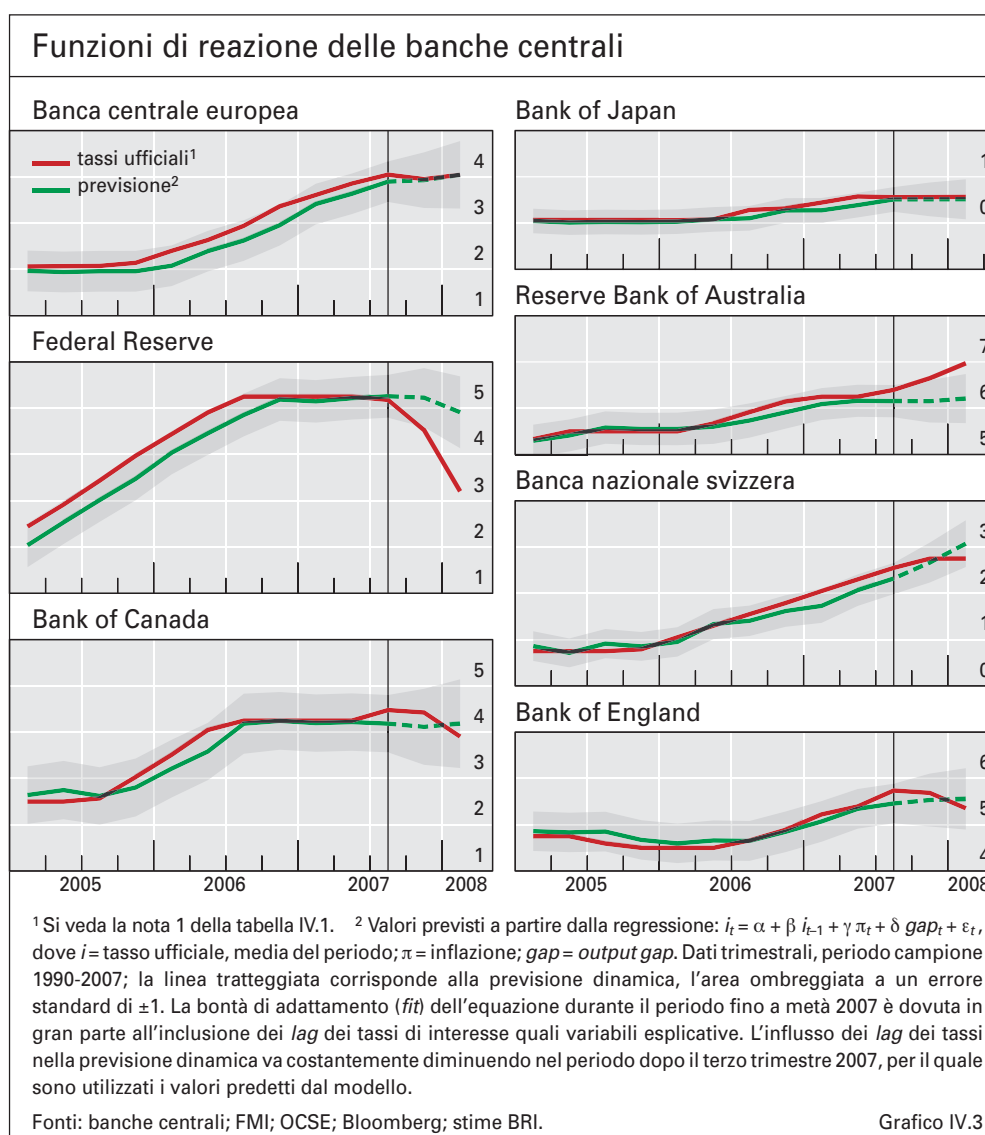
La Svizzera, un caso a sé stante

Tassi ufficiali invariati nell'area dell'euro e in Giappone

La diversa impostazione della politica monetaria nei singoli paesi ...

come Australia, Canada, Norvegia e Nuova Zelanda, ed esercitato un effetto frenante altrove. Analogamente, il loro impatto sull'inflazione è dipeso dai movimenti del cambio, dal grado di utilizzo della capacità e da altri fattori.

Le stime delle loro funzioni di reazione indicano che, salvo alcune eccezioni, nella seconda metà del 2007 e agli inizi del 2008 le banche centrali hanno reagito alle mutate condizioni economiche in modo pressoché analogo agli anni precedenti. Le previsioni dinamiche basate su un'equazione semplice che rapporta i tassi ufficiali all'*output gap* e all'inflazione, nonché ai tassi ritardati (per tener conto della loro inerzia), sono in grado di spiegare relativamente bene la dinamica dei tassi ufficiali di area dell'euro, Canada, Giappone, Regno Unito e Svizzera (grafico IV.3). Le stime evidenziano che il comportamento di queste banche centrali non si discosta molto da quello del passato. Per contro, la Reserve Bank of Australia e la Federal Reserve hanno rispettivamente aumentato e ridotto i tassi ufficiali più di quanto desumibile dalle loro precedenti risposte a cambiamenti nei livelli dell'*output gap* e dell'inflazione. Nel caso di queste banche centrali, un elemento non presente



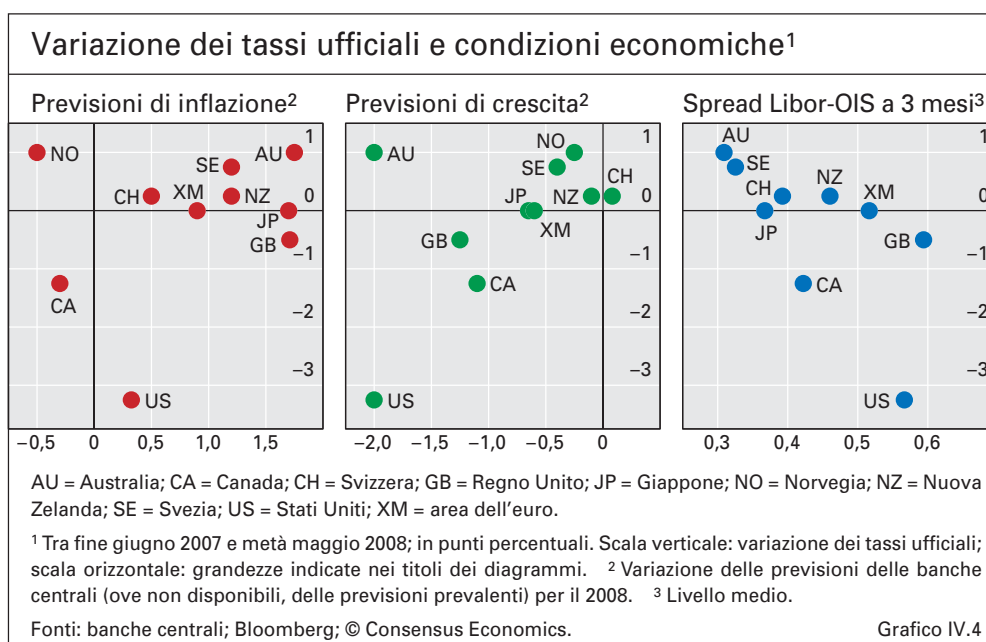
nelle equazioni – forse una variazione delle prospettive economiche non evidenziata dai dati correnti sull'*output gap* e sull'inflazione – sembrerebbe aver influenzato la politica monetaria in modo decisivo.

I mutamenti nelle condizioni economiche relative paiono avere una qualche valenza esplicativa riguardo alla differente condotta adottata dalle autorità monetarie (grafico IV.4). La maggioranza delle banche centrali i cui tassi ufficiali sono aumentati o rimasti invariati ha corretto verso l'alto le proprie previsioni di inflazione più di quanto abbiano fatto le banche centrali che hanno ridotto i tassi. Del pari, maggiori revisioni al ribasso delle proiezioni di crescita si sono generalmente accompagnate a un grado relativamente più elevato di allentamento monetario. I risultati al riguardo non sono peraltro univoci. In particolare, sebbene la Reserve Bank of Australia abbia corretto drasticamente verso il basso le previsioni di crescita e la Norges Bank abbia ridotto quelle per l'inflazione, entrambe hanno nondimeno aumentato i tassi ufficiali. In parte, ciò può rispecchiare una certa endogeneità, laddove le correzioni delle previsioni possono derivare dal rallentamento indotto dai più alti tassi ufficiali.

Un'altra ragione all'origine delle differenti risposte di politica monetaria va ricercata nella diversa intensità con cui i paesi sono stati investiti dalle turbolenze nei mercati finanziari. Considerando il differenziale medio tra il Libor a tre mesi e l'*overnight index swap* (OIS) di pari scadenza in una determinata moneta come misura della gravità delle turbolenze, sembra esservi una stretta correlazione tra le modifiche dei tassi ufficiali e l'entità delle perturbazioni nei mercati monetari. Ad esempio, i mercati monetari di Australia e Svezia hanno risentito meno della turbolenza rispetto a quelli del dollaro USA e della sterlina. Ciò concorda con il fatto che la Reserve Bank of Australia e la Riksbank hanno aumentato i tassi ufficiali mentre la Federal Reserve e la Bank of England li hanno ridotti. La correlazione tra la portata della turbolenza e l'allentamento relativo della politica monetaria regge anche dopo aver

... rispecchia le differenze esistenti nelle condizioni economiche ...

... nella portata dei disordini provocati dalle turbolenze finanziarie ...



tenuto conto delle revisioni apportate alle previsioni di crescita e inflazione (non riportato nei grafici).

... e nella
valutazione dei
rischi

La constatazione che la misura assunta per le tensioni nel mercato monetario ha una certa capacità esplicativa delle modifiche dei tassi di interesse anche considerando le correzioni delle previsioni potrebbe indicare che le banche centrali hanno altresì reagito alle percezioni di rischio associate a queste previsioni. Sebbene tutte le banche centrali considerino in qualche misura i rischi concernenti le loro previsioni all'atto di prendere decisioni di politica monetaria, l'esatta natura dei rischi considerati nel periodo in esame e gli effetti da essi esercitati sulle scelte monetarie sono stati assai diversi tra le singole istituzioni. Mentre alcune hanno posto l'enfasi sulla necessità di evitare nell'immediato futuro il pericolo di un grave rallentamento, altre si sono preoccupate maggiormente delle implicazioni di un allentamento monetario per la futura evoluzione macroeconomica.

La Federal Reserve
gestisce il rischio
macroeconomico

Tra le banche centrali delle maggiori economie industriali avanzate, la Federal Reserve rientra forse più chiaramente nella categoria di quelle per le quali era particolarmente importante scongiurare il pericolo di un grave rallentamento. Questo approccio incentrato sulla gestione del rischio è stato un importante fattore all'origine delle riduzioni dei tassi effettuate dalla Federal Reserve nel periodo in esame, come è stato più volte sottolineato nei verbali delle riunioni del FOMC e nelle dichiarazioni dei suoi membri.

Le "due
prospettive" della
Bank of Japan
evidenziano i rischi
nel più lungo
periodo

I responsabili della Bank of Japan sono stati probabilmente i più espliciti nell'evidenziare le possibili implicazioni di più lungo periodo delle scelte di politica monetaria. La seconda delle "due prospettive" che compongono il quadro di analisi per le decisioni della Bank of Japan è incentrata sui rischi per l'evoluzione economica oltre l'orizzonte di due anni. Verso la fine del 2007 il Policy Board era giunto alla conclusione che la seconda prospettiva, di per sé, segnalava l'opportunità di una politica più restrittiva sussistendo il rischio di sovraindebitamento e di un eccesso di investimenti fissi nel caso in cui gli operatori si fossero convinti che i tassi sarebbero rimasti bassi per un periodo di tempo prolungato. Tuttavia, a marzo 2008 almeno un membro del Policy Board riteneva che la seconda prospettiva evidenziava rischi al ribasso per la crescita e l'inflazione, e quindi l'opportunità di allentare la politica per evitare la ricomparsa della deflazione.

Le altre banche centrali sembrano per la maggior parte aver attribuito minor rilievo al rischio di esiti estremi. Nondimeno, anch'esse hanno dovuto contemperare i timori di un aumento maggiore del previsto dell'inflazione, e quindi di un possibile disancoraggio delle aspettative inflazionistiche, con il rischio di un rallentamento dell'attività economica più grave di quanto pronosticato.

Differenze nei
mandati delle
banche centrali

Le condizioni economiche correnti e prospettive, così come i rischi insiti nelle previsioni, rappresentano indubbiamente importanti fattori alla base delle decisioni di politica monetaria, ma anche la diversità delle convinzioni sul modo di operare dell'economia e quella relativa alla natura dei mandati sembrano esercitare un certo influsso. Ad esempio, il duplice mandato della Federal Reserve, che attribuisce pari rilievo al prodotto e all'inflazione, sembrerebbe postulare un allentamento maggiore in risposta alle turbolenze

rispetto a un mandato che non preveda l'obbligo esplicito di sostenere la crescita. D'altra parte, la scelta della BCE di mantenere invariati i tassi nonostante la decelerazione dell'attività economica è coerente con la priorità attribuita nel suo mandato al conseguimento della stabilità dei prezzi.

Evoluzione della comunicazione delle banche centrali

L'incertezza causata dalle turbolenze finanziarie e dalle loro ripercussioni sull'economia mondiale ha creato non pochi problemi per le strategie di comunicazione delle banche centrali. In particolare, le autorità monetarie hanno dovuto fare in modo che l'indirizzo monetario meno restrittivo non venisse interpretato come un segnale di una minore determinazione nel loro impegno antinflazionistico o della decisione di intervenire in soccorso delle banche. Oltre a ciò, esse dovevano essere consapevoli del fatto che le loro stesse comunicazioni potevano influire sull'evoluzione delle turbolenze finanziarie, che dipendeva in maniera cruciale dalla fiducia degli operatori. La presente sezione passa anzitutto in rassegna alcune modifiche generali intervenute nella politica di comunicazione di un certo numero di banche centrali nel 2007 e si concentra successivamente sulle comunicazioni relative all'offerta di liquidità durante le turbolenze.

Sfide per le strategie di comunicazione

Cambiamenti nella comunicazione della politica monetaria

Nell'anno in esame diverse banche centrali hanno modificato le loro strategie di comunicazione nell'intento di accrescere la comprensione da parte del pubblico delle riflessioni che sono state alla base delle loro scelte di politica monetaria, proseguendo la tendenza ormai in atto da decenni verso una maggiore trasparenza.

Nel maggio 2007, prima ancora che emergessero tensioni nel mercato monetario, la Sveriges Riksbank aveva annunciato l'intenzione di fornire maggiori dettagli sulla logica sottesa alle sue scelte. Essa avrebbe tenuto una conferenza stampa al termine di ciascuna riunione di politica monetaria – non solo in occasione di una modifica dei tassi di interesse o della pubblicazione del rapporto di politica monetaria, come in passato – e avrebbe indicato nei verbali a quali membri del Board erano attribuibili le osservazioni avanzate durante la riunione. Solo pochi mesi prima, in febbraio, la Riksbank aveva deciso di pubblicare le proiezioni del Board sulla dinamica futura dei tassi ufficiali (si veda la 77^a *Relazione annuale*). Nel quadro della sua nuova strategia di comunicazione la banca centrale svedese ha anche deciso di non fornire più indicazioni sulle future manovre dei tassi in occasione di discorsi e comunicati stampa rilasciati al di fuori delle riunioni programmate, in quanto riteneva che le nuove modalità informative le avrebbero rese superflue. Tuttavia, quest'ultima innovazione è stata in parte abbandonata nel maggio 2008, sulla scorta delle reazioni pervenute dal mercato. Pur senza ripristinare la prassi di preannunciare le future mosse di politica monetaria, la banca centrale ha deciso che sarebbe stato utile commentare gli sviluppi economici e i dati più recenti illustrando il modo in cui influiscono sulle sue previsioni.

Modifiche nella politica di comunicazione della Riksbank ...

... della Federal Reserve ...

Due altre importanti modifiche agli schemi di comunicazione, quelle della Federal Reserve e della Reserve Bank of Australia, erano già state avviate molto prima che scoppiassero le tensioni finanziarie. Elemento centrale della nuova strategia di comunicazione della Federal Reserve, annunciata a metà novembre 2007, era la diffusione quattro volte l'anno (anziché due) delle proiezioni economiche predisposte indipendentemente da ciascun membro del FOMC, sempre in base all'ipotesi di politica monetaria "appropriata". La Federal Reserve avrebbe pubblicato l'intervallo e la tendenza centrale di queste previsioni, insieme ad alcune spiegazioni della logica sottostante. L'orizzonte previsionale è stato inoltre esteso a tre anni civili in modo da informare il pubblico sulla valutazione dei membri del FOMC riguardo all'evoluzione a lungo termine dell'economia USA. In particolare, l'estensione poteva fornire un'idea più chiara del livello dell'inflazione che i partecipanti del FOMC giudicavano coerente con il duplice obiettivo di conseguire il massimo impiego e la stabilità dei prezzi. Di fatto, l'intervallo dell'1,6-1,9% per l'inflazione misurata sul deflatore dei consumi privati nel 2010, indicato dalla tendenza centrale delle previsioni di ottobre, era ampiamente in linea con le ipotesi precedentemente formulate dagli operatori circa l'obiettivo di inflazione del FOMC.

... e della Reserve Bank of Australia

La nuova strategia di comunicazione della Reserve Bank of Australia, resa nota nel dicembre 2007, introduceva la pubblicazione di una spiegazione delle decisioni sui tassi, anche in assenza di una modifica di questi ultimi, e quella dei verbali delle riunioni di politica monetaria del Board. Fino a quel momento, la Reserve Bank si era astenuta dal delucidare le decisioni che non modificavano i tassi, poiché spesso (ma non sempre) ciò significava che non vi era nulla di nuovo da comunicare. Alla luce dell'esperienza di altri paesi, tuttavia, essa ha concluso che i vantaggi derivanti dalla diffusione di comunicazioni anche in assenza di cambiamenti avrebbero superato i corrispondenti rischi.

Minori indicazioni sulle decisioni monetarie a venire

L'accresciuta incertezza circa le prospettive per l'inflazione e la crescita economica nel periodo in esame ha indotto inoltre alcune importanti banche centrali a introdurre talune modifiche nella tattica di comunicazione adottata. Man mano che l'incertezza aumentava, era divenuto più difficile o meno auspicabile per le banche centrali fornire indicazioni sulle decisioni future in materia di tassi di interesse. Ad esempio, nella riunione del settembre 2007 il Consiglio direttivo della BCE non ha modificato i tassi, sebbene nella conferenza stampa seguita alla riunione del mese precedente il Presidente avesse parlato della necessità di "vigilare con molta attenzione". L'impiego di questa espressione aveva immancabilmente preannunciato ciascuno degli aumenti dei tassi ufficiali dal 2005 in poi. Negli Stati Uniti la Federal Reserve ha cessato di fornire una valutazione esplicita della bilancia dei rischi nelle comunicazioni seguite alla riunione del FOMC del dicembre 2007 a causa dell'elevato grado di incertezza insito nelle previsioni economiche, e si è astenuta dal farlo anche nelle dichiarazioni rilasciate al termine delle riunioni successive.

Comunicazione nelle crisi finanziarie

Rassicurazione del pubblico ...

Come già avvenuto in crisi precedenti, la prima azione intrapresa da diverse banche centrali nella recente fase di turbolenza è consistita nel far sapere

al pubblico che le autorità monetarie stavano seguendo attentamente la situazione e avrebbero preso misure adeguate. Dichiarazioni in questo senso sono state ad esempio rilasciate dalla BCE e dalla Bank of Canada il 9 agosto. Simili comunicazioni possono rivelarsi più utili dell'effettiva erogazione di fondi se servono a convincere gli operatori che la situazione è sotto controllo.

I comunicati congiunti rilasciati da alcune banche centrali nel dicembre 2007, in marzo e maggio 2008 hanno suscitato reazioni positive, sebbene di breve durata, da parte del mercato. Oltre a specificare le misure che le singole banche centrali intendevano adottare, essi ne attestavano la volontà e la capacità di porre in atto un'azione coordinata in risposta alla turbolenza finanziaria. In periodi di crisi finanziaria uno dei problemi per la comunicazione delle banche centrali origina dalla possibilità che il pubblico interpreti le iniziative straordinarie come indizio che la situazione in un dato paese sia più grave di quanto temuto. Rilasciando comunicazioni congiunte, le banche centrali potrebbero aver ridotto questo rischio di "segnalazione negativa", dal momento che le azioni concertate non fanno riferimento alle condizioni di una specifica area monetaria.

... mediante comunicati congiunti

La comunicazione delle banche centrali era anche motivata, in parte, dall'esigenza di illustrare al pubblico le procedure operative adottate, specie in caso di innovazioni. Un'altra difficoltà è stata quella di convincere l'opinione pubblica che gli interventi straordinari di liquidità non rappresentavano di per sé una modifica dell'orientamento monetario. Del resto, tutte le banche centrali coinvolte si sono premurate di tenere distinte le decisioni di tasso di interesse dalle misure destinate a redistribuire le riserve e a migliorare la liquidità del mercato, oggetto della prossima sezione.

Spiegazione delle operazioni delle banche centrali

Operazioni delle banche centrali in risposta alle turbolenze finanziarie

In risposta alle perturbazioni finanziarie scoppiate nell'agosto 2007, le operazioni di politica monetaria delle banche centrali sono state oggetto di adeguamenti di natura straordinaria e senza precedenti (tabella IV.2). Quando verso la metà del mese le tensioni si sono propagate al mercato monetario interbancario, la domanda di riserve della banca centrale nelle economie coinvolte è divenuta più instabile e meno prevedibile. Ciò ha reso molto più difficile per le banche centrali perseguire un dato orientamento monetario mediante le operazioni di mercato aperto e quelle di finanziamento tradizionali su iniziativa delle controparti, che rappresentano i principali strumenti per l'attuazione ordinaria della politica monetaria. Sono inoltre aumentate le tensioni nei mercati interbancari a termine, che occupano un ruolo centrale nel sistema finanziario e nel meccanismo di trasmissione monetaria, allorché gli investitori sono divenuti riluttanti a collocare fondi, se non a brevissimo termine, nei mercati monetari non garantiti. Da ultimo, la liquidità si è deteriorata in molti mercati garantiti, compreso nel marzo 2008 quello delle operazioni pronti contro termine a breve denominate in dollari, rendendo difficile per le istituzioni finanziarie posizioni che si erano ormai trasformate in attività altamente illiquide. Tutti questi sviluppi richiedevano un intervento della banca centrale, e in certa misura vi si prestavano. Questa sezione

La turbolenza rende necessari adeguamenti delle operazioni

Misure adottate durante le turbolenze finanziarie							
	BCE	BoJ	Fed	RBA	BoC	BNS	BoE
Regolazione puntuale straordinaria (per frequenza e/o condizioni)	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Operazioni straordinarie di mercato aperto a lungo termine	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Costituzione anticipata (<i>front-loading</i>) delle riserve nel periodo di mantenimento	✓			•	•	✓	
Modifica delle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti			✓				
Ampliamento della gamma di attività stanziabili a garanzia			✓	✓	✓	✓ ¹	✓
Modifica degli obblighi di riserva/dei saldi obiettivo delle banche				•	•		✓
Ampliamento della gamma di controparti ammesse			✓				✓ ²
Aumento o introduzione delle operazioni di prestito titoli			✓				✓

BCE = Banca centrale europea; BoJ = Bank of Japan; Fed = Federal Reserve; RBA = Reserve Bank of Australia; BoC = Bank of Canada; BNS = Banca nazionale svizzera; BoE = Bank of England. ✓ = sì; spazio vuoto = no; • = non applicabile.

¹ Provvedimento entrato in vigore il 1° ottobre, ma non collegato alle turbolenze finanziarie.
² Unicamente nel caso di quattro aste di finanziamento a termine annunciate nel settembre 2007, per le quali non è stata tuttavia presentata alcuna offerta.

Fonte: banche centrali. Tabella IV.2

esamina in sequenza gli adeguamenti apportati dalle banche centrali alle operazioni di gestione delle riserve nell'intento di tenere sotto controllo i tassi *overnight*, le misure adottate per rimpiazzare le fonti di finanziamento deteriorate e talune questioni sollevate dalla risposta delle banche centrali alle turbolenze.

Gestione delle riserve

Come analizzato nel Capitolo VII, le perturbazioni finanziarie hanno fortemente accresciuto l'incertezza delle banche riguardo sia al fabbisogno futuro di fondi, sia alla capacità di soddisfare tempestivamente eventuali esigenze in una situazione di illiquidità del mercato monetario. Pertanto, le banche sono divenute molto più caute nella gestione della liquidità, il che ha influito sulla domanda di riserve della banca centrale rendendola più volatile e meno prevedibile.

Le banche centrali attuano la politica monetaria mediante regolari operazioni di mercato a breve destinate a mantenere l'offerta di riserve (depositi delle banche presso l'istituto di emissione) in prossimità del livello richiesto dalle banche, così da assicurare che i tassi di riferimento di mercato non si discostino troppo dai valori obiettivo. Allorché l'instabilità della

Instabilità della
domanda di
riserve ...

domanda di riserve ha reso più difficile prevedere con accuratezza l'offerta necessaria, le banche centrali hanno apportato aggiustamenti compensativi alle operazioni di distribuzione delle riserve. La Reserve Bank of Australia, la Bank of Canada, la BCE, la Bank of Japan, la Banca nazionale svizzera, la Federal Reserve e, da settembre, la Bank of England hanno effettuato operazioni di mercato sia al di fuori del calendario programmato sia per importi superiori al consueto, in aggiunta ad altre misure tese a equilibrare la domanda e l'offerta di riserve della banca centrale al tasso ufficiale. Per esempio, all'inizio delle turbolenze la BCE e la Federal Reserve hanno modificato le proprie operazioni per far fronte alle brusche spinte al rialzo sui tassi *overnight* in un contesto di profonda incertezza circa la domanda di riserve. Nella sua prima operazione in risposta alle tensioni, condotta il 9 agosto, la BCE ha adottato l'insolito provvedimento di soddisfare l'intera domanda al tasso ufficiale del 4%. Il giorno successivo la Federal Reserve ha tenuto tre aste separate di Pct *overnight*, di cui l'ultima nel primo pomeriggio, ben oltre il suo normale orario operativo.

... fronteggiata mediante operazioni più frequenti e di importo maggiore

Nella maggior parte dei casi le banche centrali non hanno immesso un quantitativo di riserve superiore a quello necessario per mantenere i tassi di riferimento in prossimità di quelli ufficiali. In tutte le regioni colpite in misura significativa dalle turbolenze la domanda delle banche di disponibilità di *strumenti liquidi* a titolo precauzionale è aumentata, ma la misura in cui questo aumento complessivo si è tradotto in un'accresciuta domanda di *saldi presso la banca centrale* è dipesa, nella fattispecie, dal costo opportunità di tali saldi. Negli Stati Uniti, dove i conti di riserva sono infruttiferi, e nell'area dell'euro, dove i depositi eccedenti l'obbligo di riserva sono remunerati a 100 punti base al disotto del tasso ufficiale, la domanda di riserve della banca centrale non ha registrato un apprezzabile aumento, e le iniezioni di liquidità sono state quasi sempre riassorbite abbastanza rapidamente. La principale eccezione si è verificata nel periodo di mantenimento di inizio agosto negli Stati Uniti, durante il quale per alcuni giorni le riserve non sono state assorbite e il tasso sui *federal fund* si è mediamente collocato ben al disotto del tasso ufficiale. Per contro, presso la Bank of England, dove le consistenze dei conti di riserva vengono prestabilite dalle singole banche in anticipo e sono remunerate al tasso ufficiale, i saldi sono sensibilmente aumentati a partire dal periodo di mantenimento di settembre. Nel caso della Reserve Bank of Australia e della Bank of Canada, i cui interessi sui depositi sono inferiori di soli 25 punti base al tasso ufficiale, le consistenze sono salite, ma solo in misura marginale.

Ruolo della remunerazione dei conti di riserva

Quasi tutte le banche centrali dispongono di canali di rifinanziamento con cui, su richiesta delle banche, erogano prestiti garantiti a un tasso superiore a quello ufficiale. Tali operazioni trovano impiego per finalità diverse. Esse sono ad esempio utilizzate in appoggio alle operazioni di mercato aperto nella conduzione della politica monetaria. Con l'attivazione della linea di credito vengono immesse riserve addizionali su richiesta, e quindi il saggio sui prestiti tende a fissare un massimale per il tasso interbancario *overnight*. In altri casi, esse permettono di erogare fondi a istituzioni con problemi specifici di gestione dei conti presso la banca centrale, oppure di fornire liquidità

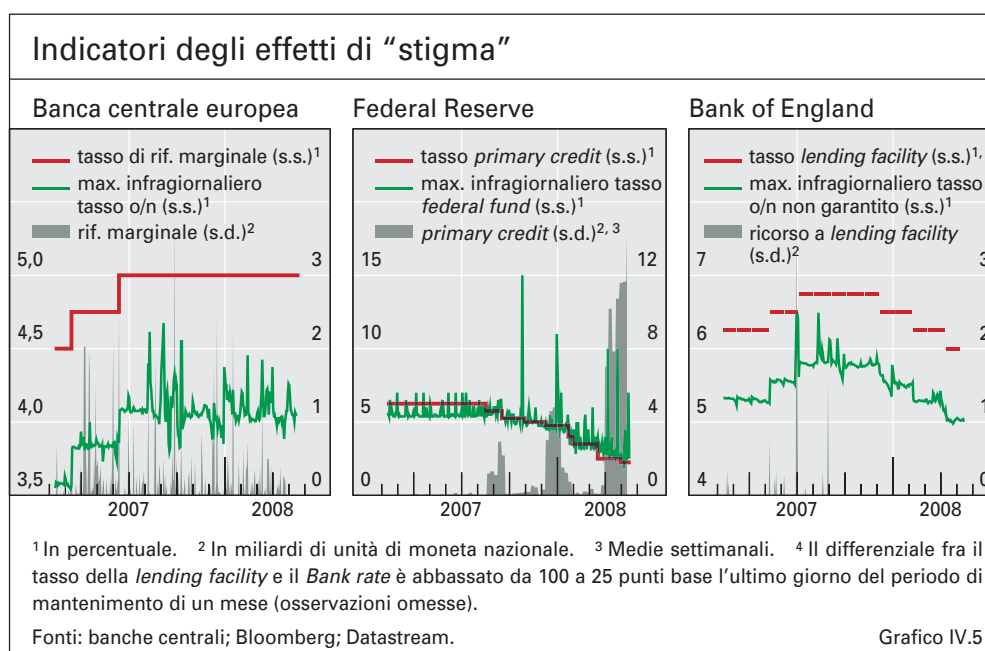
Il ricorso alle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti a sostegno della liquidità ...

a istituzioni temporaneamente incapaci di reperire fondi ma comunque in condizioni solide. Un'ultima funzione, tipicamente assoluta tramite operazioni distinte, è quella di stanziare i mezzi necessari per venire incontro a istituzioni in difficoltà.

Di fatto, solo la Federal Reserve ha allentato le condizioni del suo schema di rifinanziamento (la *primary credit facility*) in risposta alle turbolenze, riducendo lo spread tra il tasso di interesse ivi applicato – il “saggio di sconto” – e il tasso ufficiale da 100 a 50 punti base in agosto, e quindi a 25 punti nel marzo 2008. Essa ha inoltre esteso la scadenza ammessa dei prestiti da *overnight* a trenta giorni, e poi ancora a novanta giorni. Queste modifiche miravano a rassicurare le banche sui costi e sulla disponibilità di finanziamento. Il restringimento dello spread doveva servire a ridurre la possibilità che una stretta transitoria nel mercato interbancario sospingesse verso l'alto il tasso sui *federal fund*, mentre l'allungamento della scadenza consentita rendeva questi prestiti maggiormente assimilabili al credito nel mercato monetario a termine, divenuto sempre più scarso.

Tuttavia, l'efficacia degli schemi di rifinanziamento della Federal Reserve, sia nello stabilire un massimale ai tassi *overnight* sia nell'attenuare le pressioni nel mercato monetario a termine, è risultata notevolmente menomata dalla riluttanza delle banche a farvi ricorso. Anche se le informazioni sui singoli prestiti concessi attraverso lo sportello di sconto non sono rese note al pubblico, le banche temevano verosimilmente che un eventuale loro ricorso a questo canale di rifinanziamento si sarebbe venuto a sapere, e sarebbe stato interpretato come un segnale di difficoltà finanziarie. In talune occasioni, le banche hanno preferito presentare richieste di prestiti interbancari *overnight* e depositi in eurodollari a trenta giorni a tassi che superavano di vari punti percentuali il saggio di sconto (grafico IV.5). Anche nel Regno Unito sono stati riferiti casi di transazioni bilaterali fra banche a tassi elevati, specie dopo che, in settembre, l'istituto di finanziamento ipotecario Northern Rock, in difficoltà,

... è ostacolato dall'effetto di “stigma”



ha beneficiato della concessione di credito di ultima istanza (Capitolo VII). Per contro, questo effetto di “stigma” si è avvertito meno nell’area dell’euro, forse perché il ricorso alle operazioni di rifinanziamento marginale della BCE non è tradizionalmente considerato un evento eccezionale. In effetti, nell’area dell’euro non sembrano esservi state transazioni interbancarie negoziate a tassi più elevati.

Sostituzione di fonti di finanziamento deteriorate

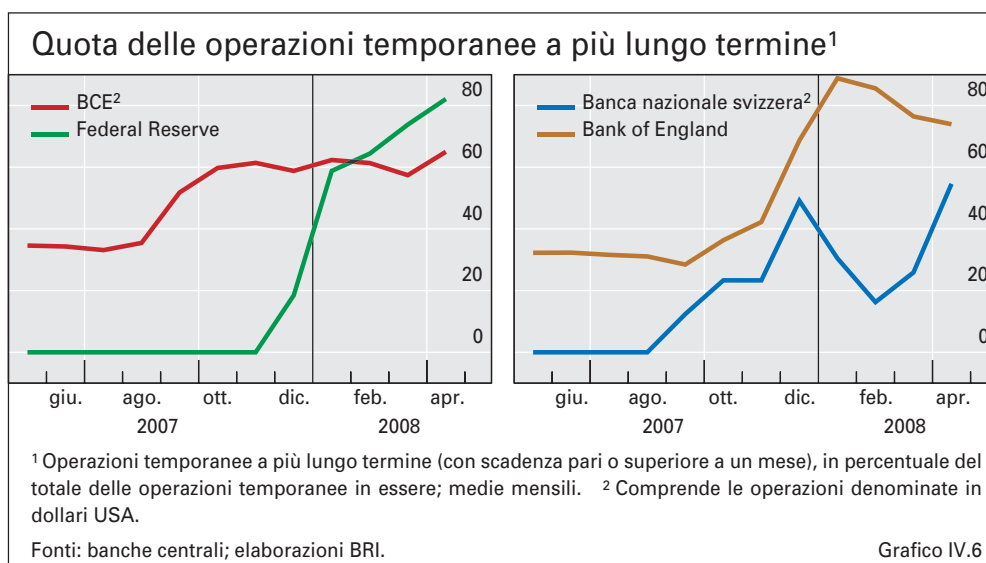
In parte, le misure adottate per mantenere i tassi *overnight* prossimi ai valori di obiettivo erano concepite non solo per l’attuazione dell’orientamento monetario ma anche per affrontare la carenza relativa di offerta nei mercati monetari a termine. Si è ritenuto che le istituzioni finanziarie sarebbero state più inclini a erogare fondi a termine se convinte di potersi rifinanziare a tassi ragionevoli sul mercato *overnight*. Inoltre, la domanda di finanziamenti a termine sarebbe stata meno aggressiva se le banche avessero considerato i fondi *overnight* come una fonte alternativa affidabile.

Le pressioni sui mercati monetari a termine ...

Con l’evolversi della turbolenza, tuttavia, gli sforzi delle banche centrali per alleviare le tensioni nei mercati monetari a termine si sono piuttosto concentrati sull’offerta diretta di finanziamenti a termine. Per esempio, la BCE e la Banca nazionale svizzera hanno condotto operazioni supplementari di rifinanziamento a tre mesi con inizio rispettivamente in agosto e settembre, e la BCE ha introdotto aste a sei mesi in aprile. A partire da dicembre la Bank of England ha offerto aste a tre mesi per volumi maggiori del consueto e la Federal Reserve ha erogato prestiti a un mese a istituzioni finanziariamente solide nel quadro del nuovo schema di rifinanziamento a termine, la Term Auction Facility (TAF). Queste operazioni hanno aumentato sensibilmente la quota delle transazioni a più lungo termine (prestiti e PcT) sul totale delle operazioni di finanziamento temporanee condotte presso tali banche centrali (grafico IV.6).

... inducono il passaggio a operazioni con scadenza più lunga ...

Le operazioni delle banche centrali hanno ripristinato il controllo sui tassi di riferimento e contribuito ad allentare le pressioni nei mercati monetari a



... e la modifica
delle garanzie
stanzabili

termine soprattutto affrontando il problema dell'insoddisfacente distribuzione di riserve risultante dal ridotto funzionamento del mercato interbancario. In taluni casi le banche centrali hanno ampliato la gamma delle garanzie stanzabili e delle controparti ammesse alle transazioni, consentendo agli operatori di rifinanziare strumenti i cui mercati erano fortemente perturbati. In agosto la Bank of Canada ha deciso di accettare per un certo periodo a garanzia delle sue operazioni di mercato tutti i titoli già ammessi alle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti. In settembre e ottobre la Reserve Bank of Australia ha esteso l'elenco di garanzie stanzabili per le operazioni periodiche e i PcT *overnight* a un più ampio ventaglio di strumenti bancari, nonché ai titoli assistiti da ipoteche residenziali e alle *asset-backed commercial paper*. A partire da settembre la Bank of England ha lanciato la prima di quattro aste speciali a tre mesi accettando una più ampia gamma di garanzie e di controparti, mentre in dicembre ha ampliato anche il ventaglio di garanzie stanzabili per le regolari operazioni a tre mesi. Sempre in dicembre, nel quadro della TAF la Federal Reserve ha offerto finanziamenti a prezzi di mercato a istituzioni di deposito contro le stesse garanzie ammesse allo sportello di sconto, in tal modo ampliando notevolmente la gamma di controparti e di garanzie idonee rispetto alle altre sue operazioni di mercato aperto.

Iniziative
internazionali
congiunte nel
dicembre 2007 ...

La TAF rappresenta una delle molte iniziative prese dalle banche centrali di cinque aree monetarie (Bank of Canada, BCE, Banca nazionale svizzera, Federal Reserve e Bank of England) dopo la dichiarazione congiunta del 12 dicembre. Un'altra iniziativa è stata l'istituzione di linee di swap in valuta tra la Federal Reserve, da un lato, e la BCE e la Banca nazionale svizzera, dall'altro. Queste due ultime banche centrali hanno impiegato le linee per finanziare nelle rispettive giurisdizioni le aste periodiche di fondi a termine in dollari. Le operazioni hanno consentito alle banche dell'area dell'euro e della Svizzera di soddisfare il proprio fabbisogno di fondi in dollari, il cui reperimento era divenuto più difficile a causa delle tensioni nel mercato degli swap valutari (Capitolo V). Il desiderio delle banche europee di assicurarsi finanziamenti in dollari nelle fasi iniziali delle sessioni di contrattazione USA aveva provocato forti pressioni al rialzo sui tassi *overnight* nelle ore mattutine, complicando la conduzione della politica monetaria da parte della Federal Reserve. Dopo l'avvio delle aste in dollari le pressioni si sono temporaneamente attenuate. Le aste delle banche centrali europee di fondi a termine in dollari, proseguite per tutto gennaio, sono state sospese in febbraio quando le condizioni di mercato sono parse migliorare.

... e nuovamente
nel marzo 2008

Tuttavia, la tregua ha avuto breve durata. A metà marzo, di fronte al nuovo peggioramento delle condizioni nei mercati finanziari, le banche centrali hanno adottato una serie di misure addizionali per rifinanziare le attività illiquide detenute dalle istituzioni finanziarie. La Federal Reserve ha accresciuto sensibilmente l'ammontare dei finanziamenti nel quadro della TAF e ha allungato la scadenza massima dei PcT da due settimane a un mese. Inoltre, le stesse banche centrali che avevano preso misure coordinate in dicembre hanno annunciato congiuntamente nuovi provvedimenti. Le linee transatlantiche di swap sono state incrementate, e sono riprese le aste di finanziamenti in dollari da parte della BCE e della Banca nazionale svizzera.

Inoltre, la Federal Reserve ha posto in essere una nuova linea di credito, la Term Securities Lending Facility (TSLF) che consentiva ai *primary dealer* (una ventina di grandi intermediari mobiliari partecipanti alle operazioni di mercato aperto) di mutuare titoli del Tesoro presso la Federal Reserve Bank di New York in contropartita di strumenti meno liquidi, tra cui alcuni titoli privati con merito di credito elevato garantiti da ipoteche, non stanziabili nelle operazioni di mercato aperto.

Nei giorni seguenti, per la prima volta dagli anni trenta, la Federal Reserve, avvalendosi delle sue prerogative, ha erogato fondi a istituzioni diverse da quelle di deposito. Per prima cosa, il 14 marzo ha fornito finanziamenti per facilitare l'acquisizione della banca di investimento Bear Stearns, sull'orlo del fallimento, da parte di JPMorgan Chase. Successivamente, domenica 16 marzo ha istituito lo sportello Primary Dealer Credit Facility (PDCF), che eroga ai *primary dealer* prestiti *overnight* al saggio di sconto a fronte di una varietà di titoli pubblici e privati con alto rating. Tale strumento doveva servire a rendere più agevole per questi intermediari l'offerta di finanziamenti (mediante Pct) agli operatori nei mercati dei prodotti cartolarizzati. Se con la TAF si era esteso un tipo di operazione di mercato aperto alle istituzioni con accesso allo sportello di sconto, con la PDCF si estendeva l'accesso alle operazioni di prestito attivabili su iniziativa delle controparti alle istituzioni partecipanti alle operazioni di mercato aperto. Di conseguenza, con i due nuovi schemi il quadro operativo della Federal Reserve si è spostato verso l'offerta di operazioni sia di mercato sia attivabili su iniziativa delle controparti alla stessa, ampia gamma di istituzioni e in contropartita di un insieme più uniforme di garanzie.

La Fed eroga fondi a istituzioni diverse da quelle di deposito

A metà aprile anche la Bank of England ha introdotto uno schema di swap in titoli nel tentativo di migliorare le condizioni di liquidità delle banche gravate da un eccesso di attività ormai illiquide. Specificamente, la Banca ha istituito lo Special Liquidity Scheme, facilitazione mediante la quale le banche possono scambiare attività di qualità primaria ma temporaneamente illiquide contro buoni del Tesoro britannico. Gli swap sono attivabili in qualsiasi momento nell'ambito di uno sportello di sei mesi e con scadenze fino a tre anni. Agli inizi di maggio è poi stato rilasciato un nuovo comunicato congiunto delle maggiori banche centrali. Le dimensioni delle linee transatlantiche di swap e delle connesse aste in dollari sono state ulteriormente incrementate, e la Federal Reserve ha esteso ad altri *asset-backed securities* con alto rating l'elenco dei titoli ammessi alla TSLF.

La Bank of England introduce operazioni di swap in titoli

Al momento è difficile giudicare l'efficacia delle operazioni intraprese dalle autorità monetarie in risposta alle turbolenze finanziarie. Le banche centrali sono state in grado di contenere l'aumento della volatilità dei tassi di mercato di riferimento malgrado la minore prevedibilità della domanda di riserve e la ridotta efficacia di alcuni schemi di finanziamento nel fissare un massimale per i tassi di interesse. Nondimeno, i differenziali sui mercati monetari a termine restano storicamente molto elevati anche tenendo conto di una qualche correzione verso l'alto rispetto a livelli che si potevano considerare indebitamente bassi prima della turbolenza. Parte della lievitazione degli spread è indubbiamente riconducibile ai timori per il rischio di controparte, che non possono essere alleviati su vasta scala dall'intervento delle banche

centrali. Tuttavia, i differenziali a termine sono rimasti elevati anche quando gli spread creditizi per le istituzioni finanziarie si sono ridotti. Ciò sta a indicare che le preoccupazioni per la liquidità non sono state del tutto dissipate nonostante le operazioni senza precedenti poste in essere dalle banche centrali.

Questioni sollevate dalla risposta delle banche centrali alle turbolenze finanziarie

Gli interventi comportano costi ...

Nel valutare l'opportunità di intervenire per fronteggiare una crisi finanziaria le banche centrali si trovano di fronte a un dilemma, giacché gli interventi comportano non solo benefici ma anche oneri. Questi ultimi comprendono costi finanziari veri e propri, come quelli sostenuti nel fornire a posteriori garanzie a istituzioni o investitori. Altri costi, verosimilmente più importanti nel lungo periodo, sono quelli relativi al *moral hazard* (o azzardo morale) associato agli interventi: ossia la possibilità che gli operatori, nella convinzione che le banche centrali interverranno in loro soccorso, assumano rischi addizionali, facendo così aumentare la probabilità e gli eventuali costi di interventi futuri.

L'entità del *moral hazard* e dei costi finanziari varia a seconda del tipo di intervento delle banche centrali. Tra le iniziative prese durante le turbolenze, la meno rischiosa sotto il profilo del *moral hazard* è molto probabilmente quella che ha introdotto una gestione più attiva delle riserve nel quadro degli schemi preesistenti, al fine di mantenere i tassi di riferimento di mercato in linea con i livelli di obiettivo. L'estensione delle garanzie e delle controparti idonee implica forse un grado relativamente maggiore di *moral hazard* e taluni rischi finanziari, anche se il primo dovrebbe esser stato in linea di massima attenuato dal fatto che le operazioni in questione sono state perlopiù condotte sotto forma di transazioni di mercato a prezzi determinati in asta. Quanto ai rischi finanziari, sebbene l'insieme degli strumenti dati in garanzia alle banche centrali sia diventato leggermente più rischioso e meno liquido, è probabile che l'eventuale aumento dei rischi per le banche centrali sia stato modesto, anche in considerazione dei maggiori scarti applicati alle attività più rischiose e meno liquide al momento di determinare l'ammontare di credito che la banca centrale era disposta ad accordare in contropartita. Il maggior rischio di azzardo morale è probabilmente associato ai prestiti concessi per il salvataggio di istituzioni in difficoltà. Di norma, in tali circostanze la banca centrale, pur consentendo all'istituzione di rimanere in vita, cerca di addossare i maggiori oneri possibili agli azionisti, ai creditori e al management. Inevitabilmente, tuttavia, i costi per gli azionisti e i creditori sono minori di quelli che si sarebbero determinati nell'eventualità di un dissesto incontrollato.

... nonché benefici ...

Il principale beneficio degli interventi è che hanno il potenziale di scongiurare o mitigare una crisi finanziaria imminente. Le crisi finanziarie possono comportare una riduzione della disponibilità di credito e un deterioramento della fiducia delle imprese e delle famiglie. Il conseguente calo dell'attività economica, dell'occupazione e della ricchezza riduce sensibilmente il benessere sociale. La quantificazione di questo beneficio richiede una valutazione non soltanto degli eventuali costi che si potrebbero evitare, ma anche della probabilità che le strategie di intervento si rivelino efficaci.

Un altro beneficio derivante da taluni tipi di intervento delle banche centrali per arginare una crisi finanziaria è che essi possono ridurre la probabilità di dover ricorrere in un secondo tempo ad altri tipi di azioni che comporterebbero rischi di *moral hazard* e costi finanziari ancor maggiori. Ad esempio, misure precoci e aggressive per iniettare liquidità mediante transazioni di mercato potrebbero far venire meno l'esigenza di offrire prestiti di emergenza in seguito.

... compresa la possibilità di evitare interventi più costosi in futuro

Calcolare con esattezza in tempo reale i probabili costi e benefici di un particolare intervento in risposta a uno scenario spesso in rapida evoluzione potrebbe non essere possibile. In definitiva, ogni decisione richiederà una buona dose di discernimento. Ciò nonostante, la definizione preliminare degli obiettivi e la ponderazione dei costi e dei benefici prospettici degli interventi costituiscono importanti passi preparatori che possono servire a strutturare e agevolare anche il più spedito processo decisionale.

Difficile soppesare costi e benefici in tempo reale ...

Le recenti misure volte a promuovere l'ordinato funzionamento dei mercati monetari a termine e dei PcT potrebbero generare la convinzione che le banche centrali siano disposte a intervenire in futuro a sostegno di altri mercati o istituzioni in presenza di tensioni analoghe. Una siffatta convinzione rischia di amplificare ulteriormente il *moral hazard*. La chiarezza da parte delle banche centrali nella presentazione al pubblico degli obiettivi e dei principi che intendono seguire nell'affrontare le turbative nei mercati finanziari potrebbe contribuire a limitare il rischio di una simile deriva. Di pari utilità sarebbe la predisposizione di strategie di uscita dagli interventi di natura straordinaria.

... ma una chiara indicazione degli obiettivi potrebbe contenere il rischio di derive

È indubbio che la prossima crisi finanziaria avrà caratteristiche impreviste e richiederà da parte delle banche centrali risposte che non possono essere preparate in anticipo. Pertanto, non sarà probabilmente possibile configurare schemi operativi che contemplino una gamma completa di dispositivi di emergenza. In parte, l'efficace gestione delle crisi finanziarie dipenderà dalla misura in cui le banche centrali riusciranno a preservare la loro capacità di innovazione. A questo riguardo, il mantenimento di stretti contatti con gli operatori di mercato, l'esistenza di buoni canali di comunicazione con altre autorità finanziarie e banche centrali, e la disponibilità di personale bene informato sono tutti elementi importanti per assicurare che le informazioni su nuove situazioni possano essere raccolte, condivise e interpretate in tempi rapidi.

Ogni risposta richiederà capacità di innovazione

V. I mercati dei cambi

Aspetti salienti

I mercati dei cambi hanno registrato un cospicuo aumento della volatilità nell'agosto 2007 come conseguenza delle notevoli turbative in altri mercati finanziari. Ciò ha segnato un importante cambiamento nei fattori all'origine degli andamenti valutari. Prima di agosto, i livelli di volatilità storicamente bassi e gli ampi differenziali di tasso di interesse avevano sostenuto i flussi internazionali di capitali, che avevano esercitato pressioni al ribasso sulle monete di finanziamento (quali lo yen e il franco svizzero) e sorretto quelle ad alto rendimento (come i dollari australiano e neozelandese). L'accentuata volatilità ha successivamente indotto gli investitori a liquidare i *carry trade*, posizioni a effetto di leva assunte su divise incrociate, determinando una parziale inversione degli andamenti delle divise interessate.

Inoltre, quando l'entità dei problemi sui mercati finanziari è divenuta più apparente, le aspettative di politica monetaria sono state oggetto di una sostanziale rivalutazione. In tale contesto, fattori come i differenziali di crescita attesi – che influiscono in misura importante sull'evoluzione futura della politica monetaria – hanno agito da punto focale per il clima di fiducia più dei tassi di interesse correnti. Le maggiori attese di recessione e il peggioramento delle condizioni sui mercati creditizi negli Stati Uniti hanno intensificato nella prima parte del 2008 la tendenza discendente del dollaro USA, che è calato al livello più basso da dodici anni sullo yen, oltre che a minimi storici sull'euro e il franco svizzero. Il deterioramento delle prospettive di crescita del Regno Unito verso la fine del 2007 ha a sua volta indotto un deprezzamento significativo della sterlina. Altrove, invece, le attese di ritmi di espansione persistentemente sostenuti hanno sorretto la moneta nazionale. Per alcune economie di mercato emergenti, quali la Cina e Singapore, le spinte all'apprezzamento sono provenute dal vigore della domanda interna e dalla limitata esposizione diretta alle turbolenze nei mercati finanziari mondiali. In altri paesi, come l'Australia e il Brasile, la forza della valuta ha tratto impulso dall'andamento robusto delle esportazioni di materie prime e dal miglioramento delle ragioni di scambio.

Nonostante alcune sensibili oscillazioni dei cambi, i mercati valutari a pronti hanno di norma continuato a operare in maniera ordinata per l'intero periodo di maggiore volatilità. Allo stesso tempo sono emersi segnali di tensione in alcuni segmenti dei mercati dei riporti in cambi e degli swap di tasso di interesse a valute incrociate (*cross-currency swap*), più strettamente collegati ai mercati creditizi e all'attività di finanziamento su scala internazionale. Ciò sta a indicare che, sebbene andamenti di più lungo periodo quali l'espansione della base di investitori e una migliore gestione del rischio

abbiano verosimilmente irrobustito i mercati valutari, la stretta connessione tra determinati segmenti dei mercati dei cambi e altri mercati finanziari può rendere i primi vulnerabili agli shock derivanti dai secondi.

Andamenti dei mercati valutari

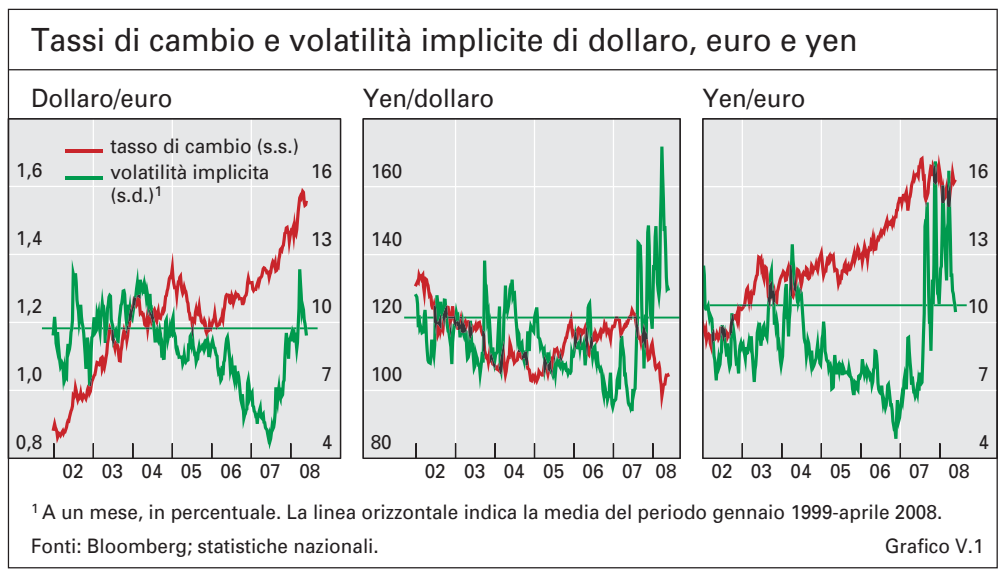
Le turbative registrate sui mercati monetari e del credito nel corso di luglio e agosto 2007 hanno prodotto importanti mutamenti nel profilo evolutivo dei cambi rispetto a quanto osservato per gran parte del 2006 e nella prima metà del 2007. A tali mutamenti si è accompagnata una netta accentuazione della volatilità di numerose coppie valutarie.

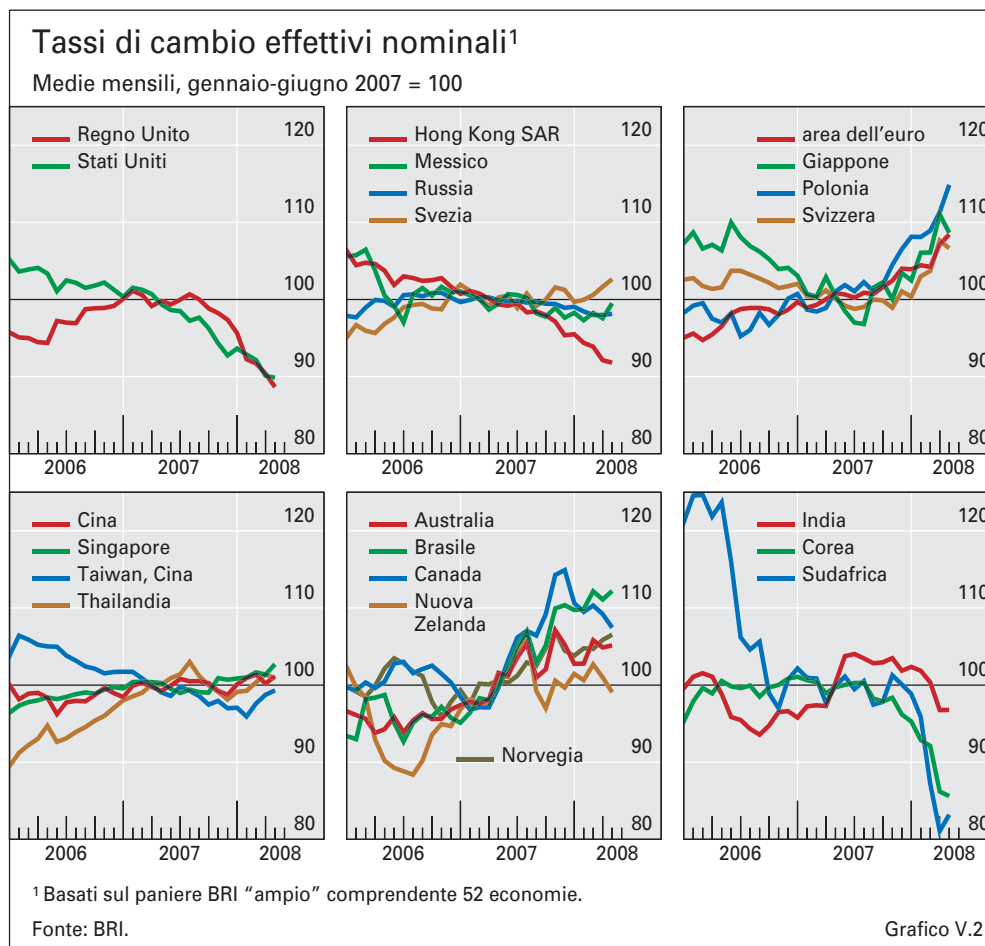
Dopo giugno 2007 il progressivo deprezzamento del dollaro USA ha subito un'accelerazione. Nel 2006 e nei primi sei mesi del 2007 la moneta statunitense si era indebolita sull'euro a un tasso annualizzato del 9% e aveva registrato un lieve rafforzamento sullo yen (grafico V.1). Tra i primi di luglio 2007 e la fine di aprile 2008 il suo tasso di deprezzamento su base annualizzata è salito a circa il 20% nei confronti di entrambe le valute ed è più che raddoppiato in termini effettivi nominali (grafico V.2). Analogamente, tra luglio 2007 e aprile 2008 il cambio effettivo della sterlina si è deprezzato di quasi il 15%. Altre divise, come il rublo russo, hanno continuato a indebolirsi in termini effettivi nominali durante questo periodo.

Per contro, nella seconda metà del 2007 e nel corso del 2008 diverse altre valute hanno registrato un rafforzamento in termini effettivi. Più in particolare, il tasso di apprezzamento dell'euro su base annualizzata è più che raddoppiato dopo agosto 2007 (grafico V.2). La metà dello scorso anno ha rappresentato un momento di svolta anche per lo yen e il franco svizzero che, dopo essersi deprezzati nel 2006 e nella prima metà del 2007, hanno guadagnato rispettivamente il 15 e 9% nei dieci mesi fino ad aprile 2008. Anche alcune valute asiatiche, quali il renminbi, il dollaro di Singapore, il nuovo dollaro di Taiwan e il baht thailandese, si sono notevolmente apprezzate nei primi quattro mesi del 2008.

Il dollaro USA e la sterlina si deprezzano dopo la metà del 2007 ...

... mentre l'euro, lo yen e il franco svizzero si apprezzano



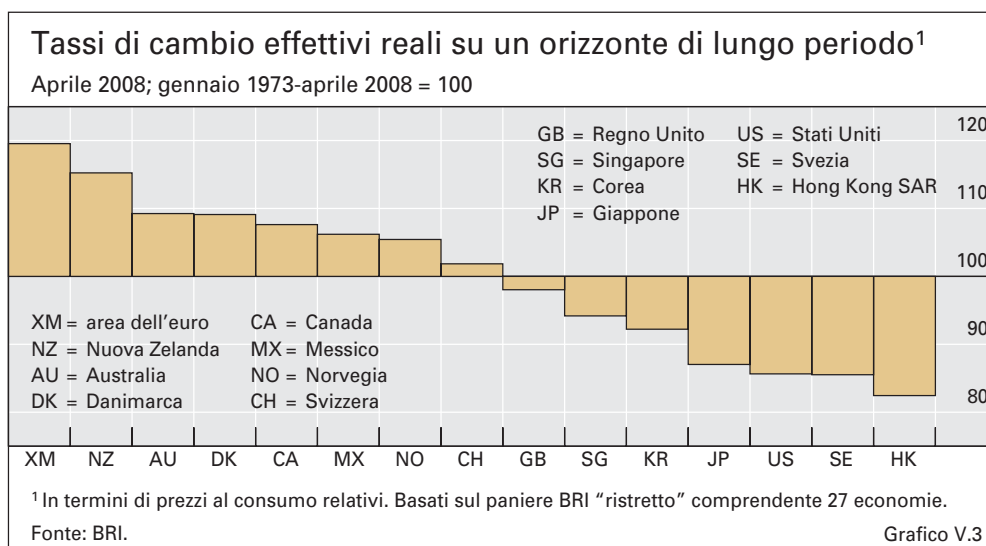


Altre divise subiscono notevoli oscillazioni

Tra la metà del 2007 e aprile 2008 diverse monete hanno subito consistenti oscillazioni. Alcune (ad esempio il dollaro australiano e il real brasiliano) si sono deprezzate sensibilmente nella parte centrale di agosto, sulla scia dei problemi nei mercati monetari internazionali, ma durante i due mesi successivi hanno recuperato il terreno perduto (grafico V.2). Altre, come il dollaro neozelandese, hanno registrato notevoli perdite in agosto e guadagni solo modesti nel periodo successivo. Infine, divise che avevano dato prova di una relativa tenuta in agosto (ad esempio il dollaro canadese, la rupia indiana, il won coreano e il rand sudafricano) si sono deprezzate in misura più sostanziale tra novembre 2007 e aprile 2008.

Alcune valute si discostano notevolmente dalle rispettive medie storiche

In un'ottica di più lungo periodo, molte valute si trovano attualmente su livelli assai diversi dalle rispettive medie di lungo periodo in termini effettivi reali (grafico V.3). Nell'aprile 2008 l'euro e il dollaro neozelandese erano superiori di oltre il 10% alle loro medie di lungo periodo; lo yen, il dollaro di Hong Kong, la corona svedese e il dollaro USA si collocavano invece oltre il 10% al di sotto delle rispettive medie. In generale, le stime più strutturali della posizione relativa dei tassi di cambio reali rispetto ai livelli di equilibrio a medio termine fornite dall'FMI offrono un quadro sostanzialmente simile. Eccezioni di rilievo riguardano monete quali i dollari australiano e canadese – che sono probabilmente meno sopravvalutate di quanto sembri indicare il grafico V.3, a causa degli effetti favorevoli delle ragioni di scambio positive



sui tassi di cambio di equilibrio – e il dollaro USA, il cui deprezzamento è qualitativamente in linea con l'ampio e persistente disavanzo corrente statunitense.

Condizioni nei mercati valutari

La volatilità nei mercati valutari ha iniziato a salire nel luglio 2007, dopo essere scesa gradualmente ai minimi storici nella prima metà dell'anno. La volatilità implicita ha registrato un aumento brusco in tre occasioni (a metà agosto e fine novembre 2007 e a metà marzo 2008) e uno più moderato a fine gennaio 2008 (grafico V.4). I suddetti picchi sono stati concomitanti con quelli osservati in altri mercati finanziari, ma meno pronunciati. Contrariamente all'esperienza passata, dagli inizi di agosto la volatilità implicita dei cambi dei principali paesi industriali avanzati ha continuamente superato quella delle economie emergenti.

La volatilità implicita di diverse coppie valutarie ha raggiunto un massimo a marzo 2008. Nel caso del cambio dollaro USA/euro, si è portata su livelli analoghi a quelli registrati durante l'episodio di accentuata volatilità del settembre 2001; per quanto concerne le parità dollaro USA/yen ed euro/yen, ha toccato massimi non più osservati dal 1999 (grafico V.1). Altre monete il cui cambio con il dollaro USA ha evidenziato un'accentuazione particolarmente sensibile della volatilità implicita sono il real brasiliano, il rand sudafricano e i dollari australiano, canadese e neozelandese. I picchi raggiunti in queste ultime tre coppie valutarie sono paragonabili a quelli registrati nell'ottobre 1998, durante il periodo di volatilità connesso al crollo di LTCM e all'insolvenza russa.

All'aumento della volatilità si è accompagnato un incremento delle contrattazioni nei mercati valutari a pronti. I volumi intermediati sulla piattaforma elettronica EBS – che rappresenta oltre il 60% del mercato interbancario a pronti – hanno raggiunto un massimo di \$456 miliardi il 16 agosto 2007, contro una media giornaliera di \$182 miliardi nell'insieme dell'anno. Anche le statistiche sul regolamento delle operazioni in cambi fornite da CLS Bank ("CLS"), attraverso la quale viene effettuato il regolamento definitivo di una

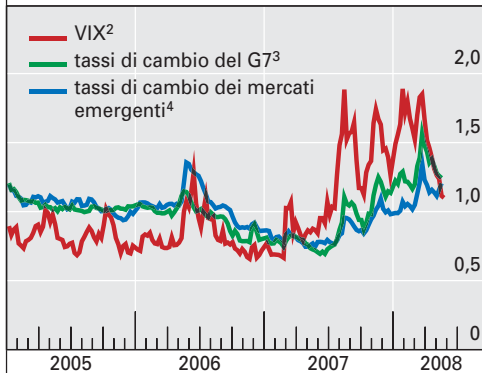
La volatilità
aumenta
bruscamente ...

... in alcune coppie
valutarie più che in
altre

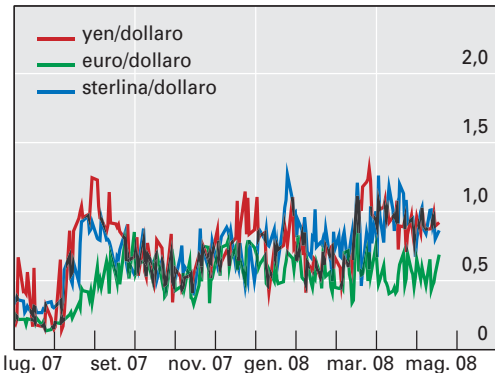
Crescono gli scambi
sui mercati
valutari a pronti

Volatilità implicite e differenziali denaro-lettera

Volatilità implicite¹



Media dei differenziali denaro-lettera sui riporti in cambi⁵



¹ Livello della volatilità diviso per la media sull'intero periodo indicato; medie settimanali. ² Il Chicago Board Options Exchange Volatility Index (VIX) è una misura delle aspettative di mercato sulla volatilità a breve desunte dai prezzi delle opzioni sull'indice azionario S&P 500. ³ Indice di riferimento JPMorgan per il livello della volatilità implicita delle valute del G7. ⁴ Indice di riferimento JPMorgan per il livello della volatilità implicita delle valute dei mercati emergenti. ⁵ Su tassi di cambio a termine a tre mesi, in *pip*. Il *pip* è la più piccola variazione di prezzo per un dato tasso di cambio. Per gran parte delle coppie valutarie, comprese quelle riportate in questo grafico, un *pip* corrisponde alla variazione del quarto decimale, ma ciò può variare a seconda della coppia valutaria, in funzione della differenza fra la moneta base e quella quotata. I dati si riferiscono ai corsi orari di chiusura denaro-lettera forniti da Bloomberg.

Fonti: Bloomberg; JPMorgan Chase.

Grafico V.4

quota consistente di tali operazioni, evidenziano un chiaro picco in termini di valore nell'agosto 2007. Ciò vale soprattutto per lo yen e i dollari australiano e neozelandese, che sono diffusamente utilizzati nei *carry trade*. L'aumento dell'attività non sembra comunque distribuito uniformemente tra le diverse coppie valutarie. I dati di EBS evidenziano ad esempio una crescita sproporzionatamente ampia delle contrattazioni aventi per oggetto i cambi dollaro/yen ed euro/yen nella settimana iniziata il 13 agosto.

I livelli di attività persistentemente elevati e l'assenza di un allargamento significativo dei differenziali denaro-lettera mostrano che la liquidità nel mercato a pronti delle principali coppie valutarie non ha risentito delle turbative sugli altri mercati finanziari. I riporti in cambi hanno invece evidenziato distorsioni più palesi: nelle fasi di accresciuta volatilità, i differenziali denaro-lettera si sono sensibilmente ampliati e i tassi di interesse statunitensi derivati dai prezzi di tali prodotti si sono scostati notevolmente dal Libor del dollaro USA (grafico V.4; Capitolo VI). I dati sull'attività di regolamento forniti da CLS indicano che nella seconda metà del 2007 i riporti in cambi aventi per oggetto alcune coppie valutarie (ad esempio la sterlina britannica e il dollaro neozelandese rispetto al dollaro USA) sono calati costantemente; quelli riguardanti gran parte delle altre coppie sono invece rimasti sostanzialmente stabili durante il periodo in esame. Tali andamenti sono in linea con i dati disponibili sul volume di attività nel Regno Unito e negli Stati Uniti.

Analogamente, si sono manifestate delle tensioni anche nel mercato dei *cross-currency swap*. Simili ai riporti in cambi, tali strumenti sono tuttavia più liquidi su scadenze superiori a un anno e comportano lo scambio di flussi

Problemi nei mercati dei riporti in cambi ...

... e in quelli dei *cross-currency swap* ...

di pagamenti in monete diverse sia in conto interesse sia in conto capitale. Essi rivestono importanza per le istituzioni che desiderano coprire esposizioni sull'estero a più lungo termine. Durante determinati periodi di accresciuta volatilità i prezzi dei *cross-currency swap* in una serie di coppie valutarie hanno subito brusche oscillazioni. Quelli degli strumenti con scadenza pari o superiore a un anno relativi ai cambi euro/dollaro e sterlina/dollaro, ad esempio, sono passati rapidamente in territorio negativo a fine agosto 2007. Ciò sta a indicare un brusco aumento della domanda di finanziamenti a più lungo termine in dollari USA.

Il fatto che i mercati dei riporti in cambi e dei *cross-currency swap* abbiano subito alcuni effetti di propagazione riconducibili alle turbolenze sui mercati finanziari non è del tutto sorprendente, poiché le operazioni aventi per oggetto tali strumenti sono strettamente collegate al mercato monetario e soggette al rischio di controparte. Di fatto, le tensioni osservate in questi due mercati sono state in linea con la crescita della domanda di finanziamenti in dollari USA. Tale andamento potrebbe essere in parte riconducibile al fatto che le istituzioni finanziarie non statunitensi hanno tentato di ottenere liquidità nella moneta americana mediante operazioni di swap. Le tensioni hanno quindi riflesso soprattutto il rapido deterioramento delle condizioni nei mercati monetari connesso alle turbolenze sui mercati mondiali del credito.

... in linea con la crescita della domanda di finanziamenti in dollari USA

Determinanti dei cambi

Sullo sfondo della maggiore volatilità nei mercati finanziari e dell'acuita incertezza circa le prospettive per l'economia mondiale, le principali determinanti dei movimenti di cambio sono mutate. In particolare è diminuito il ruolo dei differenziali di tasso di interesse correnti, in quanto l'incertezza riguardo agli andamenti valutari ha ridotto l'attrattiva dei *carry trade*, mentre l'attenzione si è spostata verso i differenziali di crescita attesi e verso fattori più strutturali quali le posizioni di parte corrente. Le politiche valutarie hanno continuato a condizionare gli andamenti delle monete di alcuni paesi emergenti, ma anche l'evoluzione dei corsi delle materie prime e le tendenze specifiche dei flussi di capitali hanno esercitato una notevole influenza sui cambi.

Differenziali di crescita e di interesse

Nella prima parte del 2007 il persistere di livelli di volatilità storicamente bassi ha mantenuto concentrata l'attenzione sui differenziali di tasso di interesse correnti e sui *carry trade* quali determinanti fondamentali degli andamenti valutari. In tale contesto, monete di finanziamento come lo yen e il franco svizzero hanno subito pressioni al ribasso mentre valute ad alto rendimento quali i dollari australiano e neozelandese si sono apprezzate. Poiché il termine *carry trade* viene utilizzato in modo molto impreciso nel linguaggio corrente, risulta importante sottolineare che si riferisce in senso stretto a operazioni *con effetto di leva* che sfruttano gli ampi differenziali di tasso di interesse tra valute diverse e la bassa volatilità dei cambi per costruire posizioni basate sulla non validità dell'ipotesi della parità scoperta di tasso di interesse. In pratica, nei *carry trade* si combinano di norma operazioni a pronti e di riporti

I *carry trade*, appetibili nella prima metà del 2007 ...

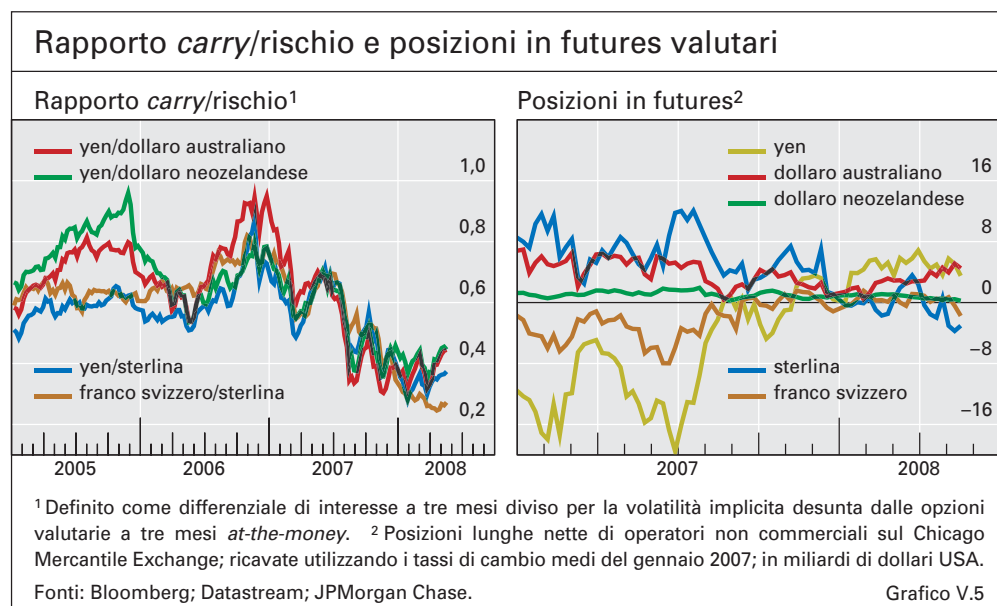
in cambi per ottenere una posizione a termine "sintetica" lunga nella moneta ad alto rendimento e corta in quella a bassa remunerazione. Si procede in modo sintetico, invece che attraverso un'operazione a termine secco, soprattutto per motivi di liquidità. È importante rilevare che i *carry trade* hanno un effetto di leva in quanto non comportano un esborso iniziale di contante.

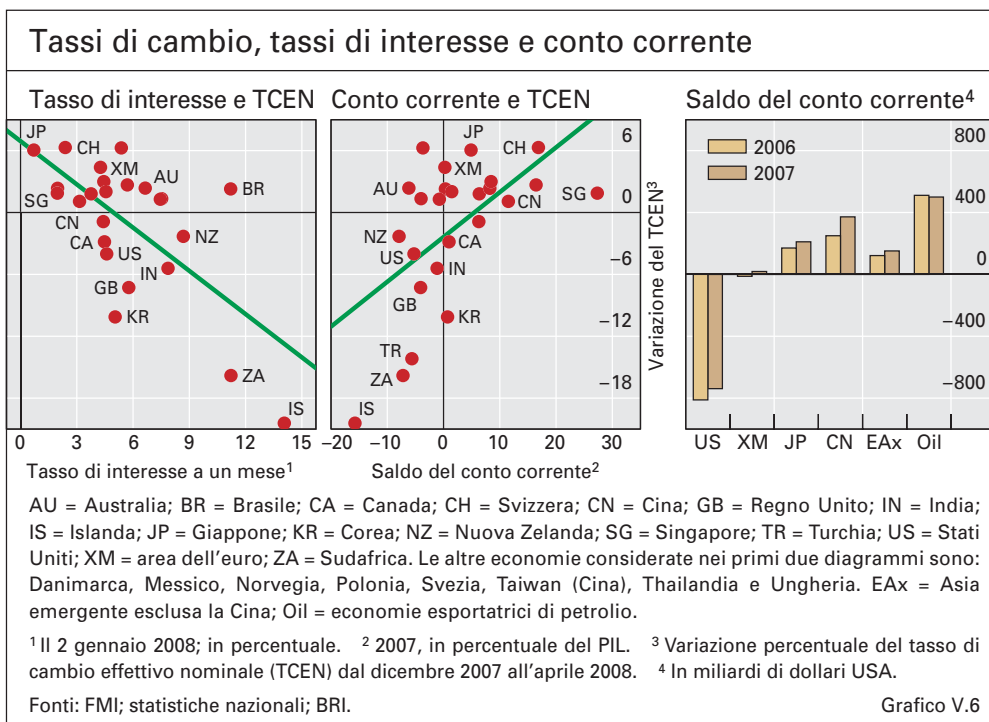
... perdono
attrattiva
successivamente ...

Le turbative iniziate repentinamente sui mercati finanziari principali in agosto, e poi intensificatesi in novembre, hanno notevolmente ridotto la remuneratività dei *carry trade*. In un contesto in cui la generale rivalutazione del rischio e il brusco calo della propensione al rischio determinavano forti ribassi dei prezzi di un ampio ventaglio di attività finanziarie, la volatilità dei cambi è aumentata e gli andamenti di varie divise utilizzate nei *carry trade* hanno registrato una netta inversione. Ciò è in linea con i movimenti di indicatori semplici dell'attrattiva di questi strumenti come il rapporto *carry/rischio*, che misura i differenziali di tasso di interesse corretti per il rischio atteso implicito nelle opzioni su valute. A partire da luglio gli indicatori riferiti alle coppie valutarie maggiormente utilizzate nei *carry trade* hanno subito un calo sensibile, che ha rispecchiato soprattutto il picco di volatilità implicita documentato nella sezione precedente (grafico V.5).

... e vengono in
larga misura
liquidati

Non esistono statistiche dirette sull'entità dei *carry trade*, poiché tali strategie comportano perlopiù esposizioni fuori bilancio. Riscontri indiretti mostrano tuttavia un'intensa attività di liquidazione di questi strumenti nella seconda metà del 2007. Ad esempio, i dati relativi alle posizioni in essere degli operatori non commerciali nei futures su valute negoziati presso il Chicago Mercantile Exchange evidenziano una brusca riduzione delle posizioni aperte nette nelle principali valute utilizzate per i *carry trade* durante il periodo in questione (grafico V.5). In particolare, a fine 2007 le posizioni speculative nette sullo yen sono di fatto diventate lunghe. Nonostante alcune ampie oscillazioni dei cambi a metà agosto, la liquidazione dei *carry trade* non ha determinato le forti turbative nei mercati valutari a pronti che alcuni avevano paventato. In effetti, dalla seconda metà del 2007 lo yen ha registrato un sensibile





apprezzamento e il dollaro australiano – che era stato un'importante valuta di investimento – ha continuato a rafforzarsi nonostante la brusca flessione iniziale (grafico V.2).

Con la perdita di attrattiva dei *carry trade* gli operatori hanno in parte distolto l'attenzione dai differenziali di tasso di interesse correnti. Di fatto, le valute principali che hanno registrato gli andamenti migliori in termini effettivi nominali nei primi tre mesi del 2008 sono state quelle a più basso rendimento, vale a dire lo yen e il franco svizzero (grafico V.6). L'attenzione si è invece spostata verso altri fattori, quali i differenziali di crescita, che forniscono informazioni sull'evoluzione futura della politica monetaria in un contesto di crescente incertezza. In particolare, nonostante lo straordinario allentamento monetario operato negli Stati Uniti a gennaio 2008, il dollaro USA ha inizialmente mostrato una tenuta sorprendente ed è stato soggetto a nuove pressioni al ribasso solo in febbraio, in concomitanza con un pronunciato calo di fiducia nelle prospettive economiche. Anche il rapido deprezzamento della sterlina verso la fine del 2007, e di nuovo nel marzo 2008, è stato associato a una revisione al ribasso delle attese circa la crescita dell'economia britannica.

Partite correnti

La maggiore avversione al rischio ha inoltre richiamato nuovamente l'attenzione sui saldi di parte corrente. Fra le principali economie, gli Stati Uniti e il Regno Unito – entrambi contraddistinti da ampi disavanzi correnti – hanno registrato un sostanziale indebolimento delle rispettive valute nella prima parte del 2008. In aggiunta, le monete di vari paesi piccoli e con disavanzi elevati (quali l'Islanda, il Sudafrica, la Turchia e l'Ungheria) hanno subito significative pressioni verso il basso all'intensificarsi delle turbolenze finanziarie a fine 2007 (grafico V.6). Ciò indicherebbe una maggiore riluttanza degli investitori a

L'attenzione degli operatori si sposta verso le prospettive di crescita ...

... e le posizioni di parte corrente

finanziare il debito estero di paesi ritenuti vulnerabili di fronte a inversioni di direzione dei flussi di capitale in un contesto di maggiore volatilità e minore propensione al rischio. Poiché molti di questi paesi registravano anche tassi di interesse elevati, le spinte al ribasso sulle loro valute potrebbero avere rispecchiato in qualche misura la liquidazione di *carry trade*. In un'ottica più ampia, gli andamenti delle principali divise nel periodo in esame – e in particolare il deprezzamento del dollaro USA e l'apprezzamento dello yen – sono in linea con un ridimensionamento, o quanto meno con una stabilizzazione, degli squilibri mondiali (grafico V.6).

Politiche di cambio

L'accumulo di riserve si intensifica ...

Gli interventi valutarî delle banche centrali hanno continuato a esercitare un influsso importante su diverse monete. Le riserve valutarie ufficiali sono salite di oltre \$1,3 trilioni nel 2007, molto più che nell'anno precedente (tabella V.1). Gran parte dell'aumento ha continuato a riguardare l'Asia, in particolare la Cina. In America latina il tasso di accumulo è comunque più che raddoppiato, grazie soprattutto al massiccio aumento delle riserve brasiliane. Anche la Russia, assieme a diversi altri paesi esportatori di petrolio, ha continuato a registrare forti incrementi. Gli avanzi correnti e i consistenti afflussi di capitali hanno rappresentato ancora una volta le determinanti fondamentali dell'accumulo di riserve nelle economie di mercato emergenti: in particolare, i paesi dell'America latina hanno registrato ingenti flussi in entrata nella seconda metà del 2007 (Capitolo III). Nonostante l'aumento delle riserve, le valute dei paesi che hanno attuato interventi tra i più considerevoli (vale a dire Cina e Brasile) si sono comunque apprezzate sensibilmente (grafico V.2).

... ma a costi finanziari ed economici più evidenti

La notevole flessione del dollaro USA ha reso più evidenti i costi connessi a un regime valutario strettamente collegato alla moneta statunitense. Ciò ha alimentato le speculazioni circa una possibile modifica delle politiche di cambio attuate da diversi paesi. L'attenzione si è concentrata in particolare sugli Stati del Golfo, nei quali il persistente calo del dollaro e l'allentamento monetario che ne è conseguito hanno rafforzato gli effetti dei forti guadagni delle ragioni di scambio e hanno quindi concorso a un aumento dell'inflazione. Nel maggio 2007 il Kuwait ha abbandonato l'ancoraggio al dollaro USA, che era stato introdotto nel 2003, per passare a un regime collegato a un paniere di valute. A fine aprile 2008 il dinaro kuwaitiano si era apprezzato dell'8% sul dollaro, ma risultava relativamente stabile in termini effettivi nominali. Le speculazioni si sono successivamente concentrate sull'Arabia Saudita, gli Emirati Arabi Uniti e il Qatar, considerati i candidati più probabili a seguire l'esempio del Kuwait (grafico V.7). Queste economie sono state sottoposte a forti pressioni dal lato dei prezzi, in presenza delle quali alti funzionari degli Emirati e del Qatar hanno dichiarato che era allo studio la possibilità di modifiche al regime valutario. Allo stesso tempo, la Cina ha registrato il tasso di inflazione più elevato in oltre undici anni e il renminbi ha toccato nuovi massimi rispetto al dollaro USA, alimentando la convinzione che le autorità cinesi avrebbero potuto consentire alla moneta nazionale di apprezzarsi più rapidamente (grafico V.7). Le forti riduzioni dei tassi di interesse statunitensi e l'accelerato deprezzamento del dollaro USA hanno altresì aumentato i costi

finanziari connessi all'accumulo di riserve. Ciò ha rafforzato la percezione che le banche centrali potessero essere indotte a ridurre gli interventi.

Su questo sfondo, gli analisti hanno anche messo in luce la possibilità di consistenti riallocazioni delle riserve a scapito del dollaro USA. Benché esigui al confronto con gli afflussi netti di capitali privati, i flussi netti ufficiali verso gli Stati Uniti possono svolgere un ruolo significativo come potenziale ancora delle attese del settore privato (grafico V.7). Pertanto, le notizie riguardanti eventuali modifiche nei flussi e nelle consistenze delle riserve ufficiali possono a volte muovere i mercati. Ciò detto, la composizione per valute delle riserve tende a modificarsi gradualmente. Le statistiche dell'FMI a tale riguardo

L'eventuale modifica nella composizione delle riserve continua a richiamare l'attenzione

Variazioni annue delle riserve valutarie ufficiali							
In miliardi di dollari USA							
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Per memoria: consistenze (dic. 2007)
	A tassi di cambio correnti						
Totale	358,6	617,1	723,1	426,2	862,0	1 356,0	6 392,8
Paesi industriali avanzati	117,4	216,2	198,0	-23,1	102,1	97,5	1 501,2
Stati Uniti	4,8	5,9	3,0	-4,9	3,1	4,9	45,8
Area dell'euro	8,0	-27,6	-7,0	-14,0	16,9	19,4	203,5
Giappone	63,7	201,3	171,5	4,5	46,1	73,4	948,4
Asia	173,9	264,1	363,7	250,2	396,0	694,9	2 912,6
Cina	74,2	116,8	206,7	208,9	247,5	461,9	1 528,3
Corea	18,3	33,7	43,7	11,8	28,4	23,4	261,8
Filippine	-0,2	0,3	-0,5	2,8	4,1	10,2	30,1
Hong Kong SAR	0,7	6,5	5,2	0,7	8,9	19,5	152,6
India	21,7	30,6	27,5	5,9	39,2	96,4	266,6
Indonesia	3,7	4,0	-0,0	-1,8	7,9	13,9	54,7
Malaysia	3,8	10,4	22,1	4,5	12,3	18,9	100,6
Singapore	6,4	13,9	16,4	3,9	20,1	26,7	162,5
Taiwan, Cina	39,4	45,0	35,1	11,6	12,9	4,2	270,3
Thailandia	5,7	2,9	7,5	2,0	14,6	20,0	85,1
America latina ¹	4,2	30,6	21,1	25,4	53,7	126,7	397,2
Argentina	-4,1	2,7	4,9	4,7	7,7	13,8	44,2
Brasile	1,6	11,7	3,6	0,8	31,9	94,3	179,4
Cile	0,8	0,4	0,3	1,2	2,5	-2,5	16,7
Messico	5,5	7,8	5,0	10,2	2,4	10,9	86,3
Venezuela	-0,8	7,5	2,3	5,6	5,5	-5,2	23,7
ECO ²	24,2	21,1	21,4	15,3	26,0	42,2	223,6
Medio Oriente ³	0,7	5,7	12,8	17,0	26,2	34,5	135,9
Russia	11,5	29,1	47,6	54,9	119,6	168,7	464,0
<i>Per memoria: esportatori netti di petrolio⁴</i>	27,7	67,0	100,0	114,8	216,2	255,2	958,8

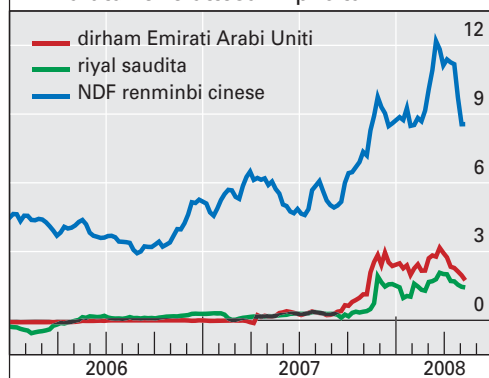
¹ Paesi elencati più Colombia e Perù. ² Europa centrale e orientale: Bulgaria, Croazia, Estonia, Lettonia, Lituania, Polonia, Repubblica Ceca, Romania, Slovacchia, Slovenia e Ungheria. ³ Arabia Saudita, Kuwait, Libia e Qatar. Per l'Arabia Saudita, al netto degli investimenti in titoli esteri. ⁴ Algeria, Angola, Kazakistan, Messico, Nigeria, Norvegia, Russia, Venezuela e Medio Oriente.

Fonti: FMI; Datastream; statistiche nazionali.

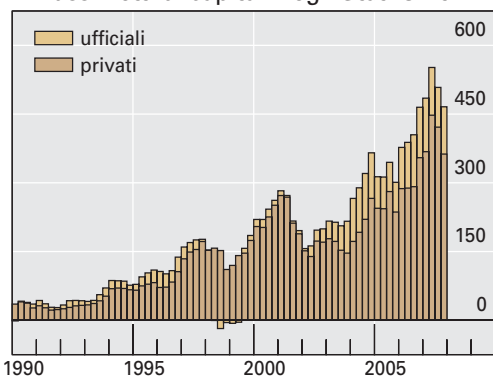
Tabella V.1

Tassi di cambio amministrati e flussi di capitali verso gli Stati Uniti

Rivalutazione attesa implicita¹



Afflussi netti di capitali negli Stati Uniti²



¹ Nei confronti del dollaro USA. Calcolata come differenza percentuale fra il cambio a pronti e quello a termine a dodici mesi (per la Cina, contratti *non-deliverable forward*, NDF); medie settimanali. ² Medie mobili di quattro trimestri, in miliardi di dollari USA.

Fonti: Bloomberg; statistiche nazionali.

Grafico V.7

mostrano che nel quarto trimestre 2007 il dollaro USA restava la moneta di elezione: la sua quota sul totale delle riserve investite totali era di circa il 64%, sostanzialmente invariata rispetto a un anno prima.

Altri andamenti di rilievo nell'ambito delle politiche di cambio non sono direttamente connessi alla debolezza del dollaro. In Ungheria, nel febbraio 2008 la banca centrale ha abbandonato la fascia di oscillazione del forint rispetto all'euro a favore di un regime di fluttuazione libera. Dopo un picco iniziale che ha riflesso la natura sorprendente della decisione, il cambio rispetto all'euro ha registrato un lieve calo e successivamente è tornato a salire, portandosi a fine aprile su livelli sostanzialmente invariati rispetto agli inizi dell'anno. In Thailandia la banca centrale ha rimosso nel marzo di quest'anno i controlli sui capitali introdotti a dicembre 2006, evocando condizioni di mercato più ordinate e la difficoltà di esercitare i controlli.

Tendenze dei flussi di capitali

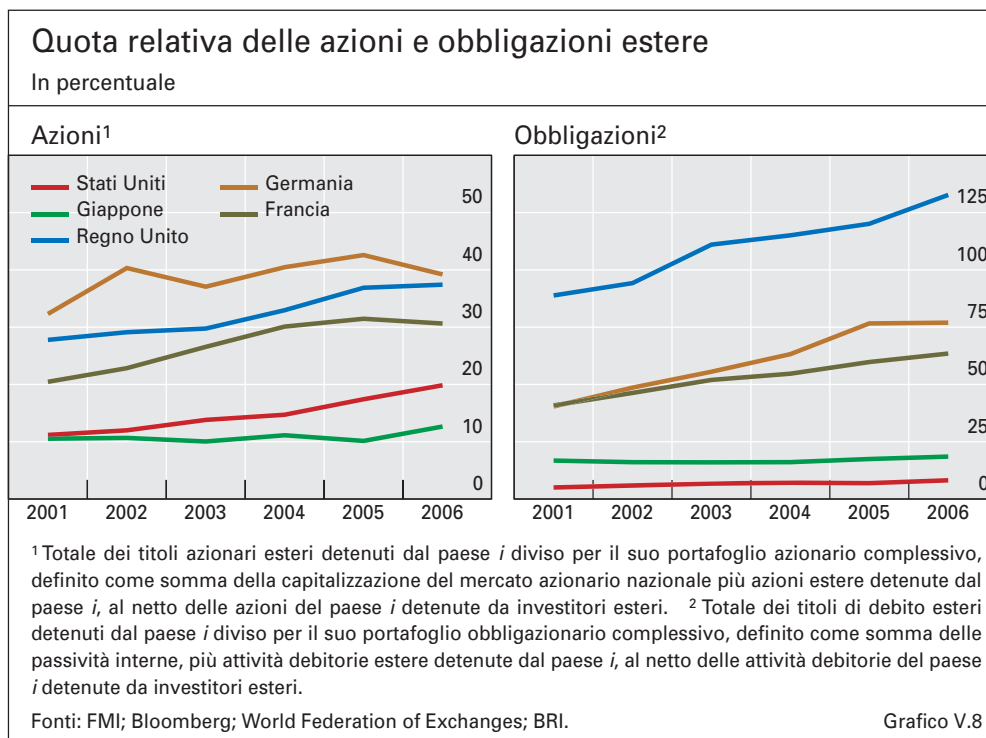
La tendenza verso una crescente diversificazione internazionale delle attività è alla base delle notevoli variazioni nel profilo dei flussi internazionali di capitali durante gli ultimi cinque anni circa. Il più agevole accesso a opportunità di investimento su scala internazionale e la maggiore attenzione verso i rendimenti mostrata dagli investitori di molti paesi hanno concorso a ridurre la misura in cui questi ultimi sovrarappresentano le attività sull'interno nei rispettivi portafogli (un fenomeno altrimenti noto come *home bias*). Tali forze hanno continuato a esercitare un'influenza significativa sui cambi nel periodo in esame.

Una stima precisa del grado di preferenza per le attività interne o *home bias* nei diversi paesi è ostacolata dalla scarsità dei dati, ma l'esame dei profili di comportamento degli investitori può fornire indicazioni approssimative. L'Indagine coordinata sugli investimenti di portafoglio (*Coordinated Portfolio Investment Survey*, CPIS) condotta dall'FMI offre informazioni utili sull'evoluzione dell'allocazione internazionale degli investimenti di portafoglio in un

Cambiano le politiche valutarie di alcuni paesi

Pronunciata tendenza verso una diversificazione internazionale ...

... soprattutto in Giappone e negli Stati Uniti



gran numero di paesi. Essa mostra che, per le principali economie di mercato, l'incidenza dei titoli esteri sul totale dei portafogli azionari e obbligazionari è in aumento dal 2001 (grafico V.8). Per quanto concerne gli investimenti azionari, negli ultimi anni l'incremento della quota di titoli esteri si sarebbe intensificato in Giappone e negli Stati Uniti. Dati più recenti indicano una prosecuzione di questa tendenza nel 2007: la percentuale di fondi comuni giapponesi e statunitensi che investono in attività estere ha continuato a crescere costantemente fino alla metà dello scorso anno (grafico V.9). Dall'inizio delle turbative nei mercati finanziari, le suddette quote sembrano essersi stabilizzate più che ridotte.

L'acquisto di obbligazioni in valuta estera da parte degli investitori al dettaglio giapponesi costituisce un ulteriore esempio rilevante di questo processo di diversificazione. L'emissione di tali titoli (le cosiddette obbligazioni *uridashi*) è stata trainata dalla forte domanda degli investitori al dettaglio, che si è concentrata in particolare su obbligazioni denominate in valute ad alto rendimento quali i dollari australiano e neozelandese (grafico V.9). Questi investimenti hanno continuato a generare consistenti deflussi di capitali dal Giappone nel 2007, con una sensibile crescita delle obbligazioni *uridashi* in rand sudafricani nella seconda metà dell'anno e nella prima parte del 2008.

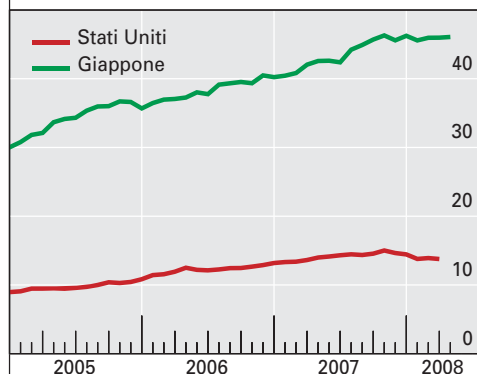
La pronunciata espansione della quota di attività sull'estero in Giappone e negli Stati Uniti potrebbe rispecchiare in parte il livello relativamente elevato su cui si colloca tradizionalmente l'*home bias* di questi due paesi. Negli Stati Uniti la sproporzionata attenzione rivolta in passato verso le attività sull'interno potrebbe essere connessa allo spessore e all'ampiezza straordinari dei mercati finanziari locali, che consentivano agli investitori di diversificare in misura significativa i loro portafogli senza dover ricorrere ad attività estere. In

Le obbligazioni in valuta estera si diffondono anche in Giappone

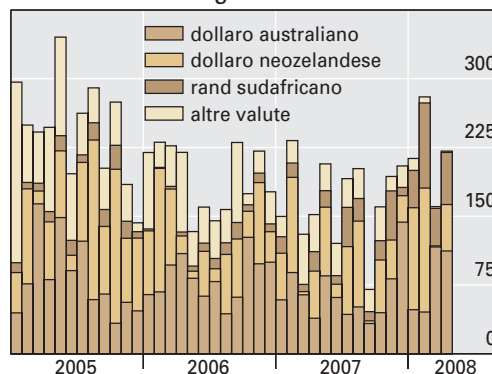
Il grado di *home bias* è tradizionalmente elevato in Giappone e negli Stati Uniti

Attività estere dei fondi comuni di investimento e obbligazioni *uridashi*

Quota di attività estere dei fondi comuni¹



Emissioni di obbligazioni *uridashi*²



¹ Quota percentuale di attività estere sul totale delle attività dei fondi comuni di investimento. ² In base ai tassi di cambio del 2 gennaio 2006. Titoli di debito emessi al di fuori del Giappone, ma sottoposti alla regolamentazione giapponese sui titoli offerti in vendita ai residenti nipponici; in miliardi di yen.

Fonti: Bloomberg; Investment Company Institute (ICI); The Investment Trusts Association.

Grafico V.9

Giappone, il fatto che l'*home bias* sia calato in concomitanza con l'introduzione di modifiche al quadro regolamentare come la privatizzazione del sistema di risparmio postale, con la maggiore disponibilità di veicoli di investimento alternativi e con cambiamenti demografici indica che la diversificazione mediante attività estere era inibita in parte da fattori strutturali. È inoltre probabile che siano entrati in gioco anche fattori più ciclici, quali il costante apprezzamento dello yen negli anni ottanta e novanta, che ha ridotto la remuneratività degli investimenti all'estero. L'aumento del grado di diversificazione internazionale ha in effetti coinciso con il periodo di prolungata debolezza dello yen iniziato nel 2004, oltre che con tassi di interesse interni eccezionalmente bassi.

La tendenza verso una maggiore diversificazione internazionale ha esercitato un effetto significativo sui movimenti valutari. Al margine, l'espansione degli investimenti esteri ha verosimilmente sospinto verso il basso le monete dei paesi di residenza degli investitori. Nel caso del dollaro USA, tuttavia, il peso molto consistente degli Stati Uniti nei mercati finanziari mondiali rende probabile che una riduzione dello *home bias* in altri paesi sia stata associata a un aumento sproporzionatamente grande degli investimenti esteri in attività statunitensi. Questo avrebbe controbilanciato i maggiori investimenti esteri dei residenti degli Stati Uniti, rendendo ambiguo l'effetto netto sul dollaro.

Corsi delle materie prime

Il forte rincaro delle materie prime ha costituito una determinante di rilievo dei movimenti valutari in diversi paesi nel periodo sotto rassegna. I cospicui miglioramenti delle ragioni di scambio hanno concorso a sostenere le valute di esportatori diversificati di materie prime, quali l'Australia e il Brasile. Ciò è apparso particolarmente evidente nel caso del dollaro australiano, che è rimasto forte nonostante la sostanziale attività di liquidazione di *carry trade* nella seconda metà del 2007. Gli elevati corsi petroliferi hanno altresì

La tendenza verso una diversificazione ha un impatto significativo sui cambi

Il livello elevato dei prezzi delle materie prime sostiene alcune monete

sostenuto in generale le valute di paesi esportatori di energia come il Canada e la Norvegia, anche se il dollaro canadese ha accusato un lieve indebolimento verso la fine del 2007, di fronte al peggiorare delle prospettive economiche del paese. Il rublo russo è salito su livelli non più osservati da oltre nove anni rispetto al dollaro USA nel marzo 2008, ma per l'intero 2007 si è costantemente deprezzato in termini effettivi nominali.

Tenuta dei mercati valutari in un'ottica di più lungo periodo

Come già indicato, l'impatto delle straordinarie turbolenze finanziarie globali durante il periodo sotto rassegna non è stato uniforme nei vari segmenti del mercato valutario. In un'ottica di più lungo periodo, si sono delineati diversi andamenti di rilievo potenzialmente in grado di influire sulla tenuta di tale mercato. Tra questi figurano l'aumento del volume di scambi, la maggiore diversificazione dell'attività e i miglioramenti dell'infrastruttura per la gestione del rischio.

Aumento del volume di scambi e del grado di diversificazione degli operatori

Le negoziazioni sul mercato valutario hanno continuato a espandersi rapidamente negli ultimi anni. Tra il 2001 e il 2007 le contrattazioni di tutti gli strumenti in cambi sono aumentate mediamente del 18% l'anno, a un livello medio giornaliero di \$3,5 trilioni (tabella V.2). Nello stesso periodo le transazioni a pronti sono aumentate costantemente a un ritmo annuo del 17% e i riporti in cambi hanno registrato una crescita straordinaria, con un volume di scambi che è quasi raddoppiato tra il 2004 e il 2007.

Considerevole
crescita degli
scambi

Allo stesso tempo è aumentato il grado di diversificazione per valute dell'attività. L'ultima Indagine triennale delle banche centrali sui mercati dei cambi e dei derivati mostra che il dollaro USA resta la moneta dominante nei mercati valutari: ad aprile 2007 costituiva infatti un lato di circa l'86% delle transazioni totali. Tuttavia, tra il 2001 e il 2007 l'incidenza delle tre divise più scambiate – dollaro USA, euro e yen – è diminuita. Tra le valute che hanno

Maggiore
diversificazione
della composizione
per valute

Turnover nei mercati globali dei cambi ¹						
Medie giornaliere in aprile, in miliardi di dollari USA						
	1992	1995	1998	2001	2004	2007
Operazioni a pronti	394	494	568	387	631	1 005
Operazioni a termine secco	58	97	128	131	209	362
Riporti in cambi	324	546	734	656	954	1 714
Swap su valute	...	...	10	7	21	32
Opzioni su tassi di cambio	...	...	87	60	117	212
Altri derivati su valute	...	...	0	0	2	0
Lacune stimate nelle segnalazioni	44	53	53	30	90	151
Totale	820	1 190	1 580	1 270	2 025	3 475
<i>Per memoria: turnover ai tassi di cambio dell'aprile 2007</i>	<i>880</i>	<i>1 150</i>	<i>1 750</i>	<i>1 510</i>	<i>2 110</i>	<i>3 475</i>

¹ Al netto delle duplicazioni a livello nazionale e internazionale.

Fonte: Indagine triennale delle banche centrali sui mercati dei cambi e dei derivati realizzata dalla BRI per il 2007. Tabella V.2

Turnover segnalato nei mercati dei cambi per controparte ¹				
Medie giornaliere in aprile, in miliardi di dollari USA				
	1998	2001	2004	2007
Transazioni a pronti con:				
intermediari dichiaranti	347	218	310	426
altre istituzioni finanziarie	121	111	213	394
clientela non finanziaria	99	58	108	184
Turnover aggregato con:				
intermediari dichiaranti	614	503	707	966
altre istituzioni finanziarie	178	235	421	945
clientela non finanziaria	166	115	169	409

¹ Al netto delle duplicazioni a livello nazionale e internazionale e delle lacune stimate nelle segnalazioni. A causa dell'incompleta scomposizione per controparte, la somma delle voci elencate in tabella non corrisponde necessariamente al totale pubblicato all'interno dell'Indagine triennale.

Fonte: Indagine triennale delle banche centrali sui mercati dei cambi e dei derivati realizzata dalla BRI per il 2007. Tabella V.3

registrato un notevole incremento delle rispettive quote figurano la corona norvegese e i dollari australiano, di Hong Kong e neozelandese. Più in generale, anche il peso percentuale delle monete dei paesi emergenti – in particolare il renminbi e la rupia indiana – è cresciuto nel periodo.

Crescente
importanza delle
istituzioni
finanziarie ...

Vi sono state inoltre modifiche notevoli nella composizione degli operatori di mercato. I dati dell'Indagine triennale mostrano un pronunciato aumento della presenza di istituzioni finanziarie non dichiaranti, una categoria che comprende ad esempio hedge fund, compagnie di assicurazione e fondi pensione (tabella V.3). Tra il 2004 e il 2007 questo segmento è stato all'origine di oltre la metà della crescita dell'attività aggregata in cambi e di quasi la metà dell'incremento delle operazioni a pronti.

... per motivi sia
ciclici ...

L'espansione relativamente rapida dei volumi negoziati dalle istituzioni finanziarie non dichiaranti è ascrivibile a fattori sia ciclici sia strutturali. Con riferimento ai primi, fino al 2007 l'attività degli investitori è stata incoraggiata dalla bassa volatilità e dagli andamenti valutari, che durante gran parte degli ultimi sei anni hanno generato interessanti rendimenti corretti per il rischio sui mercati dei cambi. È probabile che la stessa diversificazione internazionale dei portafogli delle famiglie discussa in precedenza abbia svolto un ruolo positivo, in termini non soltanto dell'acquisto iniziale ma forse anche della copertura del rischio di cambio su base continuativa. Sono inoltre intervenuti almeno tre mutamenti strutturali significativi che possono avere accresciuto sia il volume di contrattazioni sia la diversificazione degli operatori in questo segmento.

... sia strutturali,
tra cui la crescita
dell'attività di *prime
brokerage* ...

Il primo è la sostanziale crescita dell'attività di *prime brokerage*. Un *prime broker*, di norma una grande banca, offre un ventaglio di servizi. Uno di questi consiste nell'operare in nome proprio con le controparti del cliente, entro determinati limiti di credito e sulla base di garanzie. Ciò ha permesso ai clienti, in genere piccole istituzioni finanziarie quali gli hedge fund, di beneficiare del rating creditizio del *prime broker* ottenendo di conseguenza liquidità a costi inferiori. Il *prime broker* si accolla il rischio di credito del cliente in cambio di commissioni e di maggiori opportunità di vendere altri prodotti. L'attività di *prime brokerage* è cresciuta rapidamente tra la fine degli anni novanta e gli

inizi del primo decennio di questo secolo ed è diventata più competitiva, con la conseguenza che le commissioni sono diminuite notevolmente. Dal punto di vista dello spessore del mercato, la crescita del settore ha agevolato la partecipazione attiva degli hedge fund ai mercati valutari. La recente turbolenza finanziaria, tuttavia, potrebbe avere ridotto il credito offerto dai *prime broker* a queste istituzioni.

Il secondo mutamento è rappresentato dalla rapida espansione degli scambi automatizzati, altrimenti noti come contrattazioni algoritmiche (*algorithmic trading*). Stimolato dalla diffusione dei sistemi di contrattazione elettronica, questo andamento ha consentito ad alcune istituzioni finanziarie – e in particolare agli hedge fund – di utilizzare nuove strategie di negoziazione come ad esempio l'*high-frequency trading*. Nel contempo, ha offerto a molte istituzioni la possibilità di conseguire guadagni di efficienza. Ad esempio, convogliando le operazioni a pronti di importo ridotto verso i motori automatici di negoziazione (*auto-trading engine*) si liberano risorse umane che possono essere dedicate alle transazioni più complesse e automatizzando le operazioni di copertura si può migliorare la gestione del rischio. Le stime della quota di contrattazioni algoritmiche sul totale degli scambi variano da oltre il 20% nel segmento delle operazioni a pronti (che sono relativamente semplici) a una percentuale trascurabile per le opzioni valutarie (meno omogenee). Gran parte degli osservatori di mercato segnala una rapida crescita di questa modalità di negoziazione dal 2005.

... le contrattazioni algoritmiche ...

Il terzo cambiamento è costituito dalla pronunciata crescita della presenza di investitori privati, soprattutto negli ultimi cinque anni circa. Alcune stime mostrano che il volume di attività riconducibile a questi investitori è aumentato di circa il 30% l'anno e rappresenta oggi approssimativamente il 2% del volume aggregato e il 10% delle operazioni a pronti al di fuori del mercato interbancario. L'attività in cambi degli operatori al dettaglio è significativa negli Stati Uniti, ma gran parte della crescita del segmento osservata negli ultimi anni è ascrivibile all'Asia e in particolare al Giappone. La principale innovazione connessa a questo andamento proviene dagli aggregatori per il mercato al dettaglio (*retail aggregator*), le cui sofisticate interfacce internet consentono ai clienti di effettuare operazioni valutarie sulla base di un margine. Questi aggregatori quotano di norma prezzi con differenziali relativamente ridotti rispetto a quelli praticati nel mercato all'ingrosso: nel caso del cambio dollaro USA/euro, gli spread possono scendere ad appena 2 *pip*. Molti esternalizzano l'offerta di liquidità a una grande banca specializzata nelle operazioni valutarie all'ingrosso, nel contesto di un accordo noto con il nome di *white labelling*. Come le contrattazioni algoritmiche, anche questo nuovo segmento di mercato deve in misura sostanziale il suo sviluppo ai progressi tecnologici.

... e la domanda degli investitori al dettaglio

Migliore gestione del rischio

Un altro andamento fondamentale negli ultimi anni è il risultato degli sforzi intesi a migliorare la gestione del rischio di regolamento connesso alle operazioni in cambi. Nel 1996 un'indagine su tale rischio svolta dal Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento (CSPR) ospitato dalla BRI ha

I particolari timori legati al rischio di regolamento ...

confermato che alcune istituzioni finanziarie presentavano esposizioni estremamente cospicue in rapporto al capitale proprio. Data l'entità delle esposizioni e le dimensioni dei mercati valutari, si è ritenuto che questo costituisca un rischio significativo per il sistema finanziario mondiale. Come risposta, le banche centrali dei paesi del G10 hanno definito una strategia di riduzione del rischio di regolamento delle operazioni in cambi che coinvolgeva istituti bancari, gruppi industriali e banche centrali.

... hanno portato alla costituzione di CLS ...

Un esito importante della suddetta strategia è stata la costituzione di CLS, nel 2002, da parte di un gruppo di importanti operatori del mercato valutario appartenenti al settore privato. CLS offre ai suoi membri un servizio di regolamento fondato sul principio del pagamento contro pagamento (*payment-versus-payment*), il quale prevede che il regolamento definitivo delle due valute connesse a una determinata operazione in cambi avvenga simultaneamente. Ciò elimina il rischio di capitale che viene a determinarsi quando un lato dell'operazione è regolato prima dell'altro, come spesso accade nell'ambito dei tradizionali servizi di banca corrispondente. Il valore delle operazioni valutarie regolate tramite CLS è andato costantemente aumentando. Un'ulteriore indagine condotta dal CSPR nell'aprile 2006 mostra che CLS era usata per il regolamento di circa il 55% delle obbligazioni valutarie e che se ne erano avvalse 550 istituzioni, come partecipanti diretti o terzi utilizzatori, per regolare operazioni in 15 valute. Il CSPR stima che, se fossero stati utilizzati altri metodi quali i tradizionali servizi di banca corrispondente, le esposizioni al rischio di regolamento sarebbero state superiori di tre volte a quelle segnalate.

... e ad altre iniziative attualmente in corso

Nonostante questo calo sostanziale, i livelli di esposizione al rischio restano elevati. Circa il 32% delle obbligazioni connesse a valute viene regolato mediante i tradizionali accordi di corrispondenza e la metà di questo valore è esposta al rischio *overnight*, oltre che infragiornaliero. Esiste altresì la possibilità che si compiano passi indietro, soprattutto alla luce del mutevole profilo delle negoziazioni e delle spinte dal lato dei costi, come quelle riconducibili al minore importo delle transazioni risultante dalle contrattazioni algoritmiche. Tenuto conto della suddetta valutazione, il CSPR ha proposto una serie di misure – l'intervento diretto delle singole istituzioni, l'erogazione di nuovi servizi e di opportunità di istruzione da parte dei gruppi del settore, nonché il generale sostegno delle banche centrali – per consentire alle istituzioni di ridurre e/o controllare meglio la loro esposizione al rischio di regolamento delle operazioni in cambi.

Implicazioni per la tenuta del mercato

È probabile che la tenuta dei mercati valutari sia aumentata nel tempo ...

Le tendenze evidenziate sopra hanno verosimilmente contribuito alla tenuta del mercato valutario osservata finora, soprattutto nel segmento a pronti. È probabile che la costante espansione degli scambi – nella misura in cui è strutturale – abbia accresciuto ulteriormente la liquidità del mercato, rafforzando la capacità di quest'ultimo di assorbire operazioni di importo rilevante in modo ordinato e senza un impatto significativo sui prezzi. Allo stesso tempo la maggiore eterogeneità degli operatori, in aggiunta alla connessa varietà di opinioni che ci si potrebbe conseguentemente attendere,

può avere accresciuto lo spessore di questo mercato. Infine, il calo delle esposizioni creditizie generate nelle fasi di compensazione e regolamento dei contratti valutari nel contesto interbancario ha presumibilmente concorso a preservare la disponibilità degli operatori a concludere transazioni e quindi fornito ulteriore spessore al mercato.

Nonostante i suddetti sviluppi, vari elementi sottolineano la necessità di seguire con occhio vigile i mercati valutari e assecondare lo slancio verso l'adozione di migliori prassi per la gestione del rischio. In primo luogo, il fatto che l'epicentro dell'attuale turbolenza non sia stato localizzato nel mercato valutario ma che i segmenti di questo mercato più strettamente connessi alla turbolenza abbiano registrato alcune turbative impone evidentemente una certa cautela. In secondo luogo, l'aumento di spessore del mercato ascrivibile all'ingresso di nuovi operatori (quali le istituzioni con un alto grado di leva) e al diffondersi di determinate tecniche di negoziazione (nello specifico, le contrattazioni algoritmiche) potrebbe non essere esente da rischi accessori. È ad esempio possibile che un picco dell'avversione al rischio induca la maggioranza degli operatori a ritirarsi contemporaneamente dal mercato, determinando di conseguenza una riduzione dello spessore e della liquidità dello stesso, soprattutto nel contesto delle operazioni con effetto di leva. In questo senso, parte dell'aumento del turnover osservato potrebbe costituire un *pool* di liquidità "inaffidabile", che contribuisce allo spessore nelle fasi positive ma viene meno in quelle di tensione. Da ultimo, benché la migrazione verso CLS si sia svolta a tutt'oggi in modo ordinato, il sistema non è ancora stato messo pienamente alla prova da problemi di regolamento causati da istituzioni aventi un ruolo rilevante nel mercato dei cambi.

... ma permangono rischi

VI. I mercati finanziari

Aspetti salienti

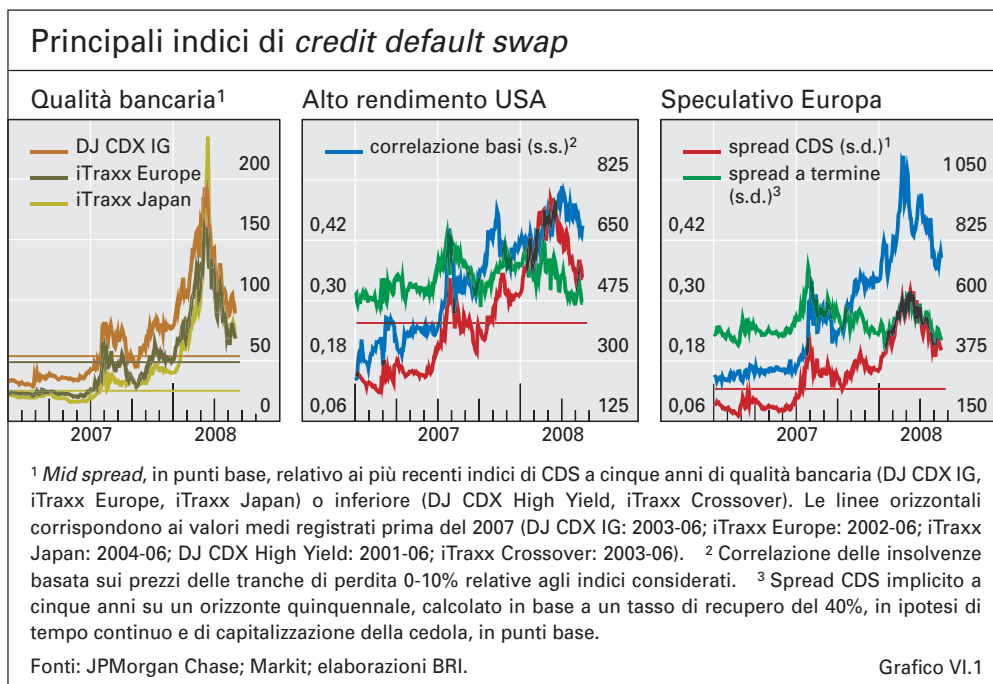
Nel periodo da giugno 2007 a metà maggio 2008 le preoccupazioni destinate dalle perdite sui prestiti ipotecari *subprime* statunitensi sono sfociate in una situazione di diffuso stress finanziario che ha fatto temere per la stabilità delle banche e di altre istituzioni finanziarie. Quello che inizialmente sembrava un problema circoscritto si è rapidamente esteso ad altri segmenti dei mercati del credito e ai mercati finanziari più in generale, al punto da pregiudicare seriamente il funzionamento di ampie parti del sistema finanziario. L'impennata della domanda di liquidità, unitamente alle crescenti inquietudini circa il rischio di controparte, ha creato pressioni senza precedenti nei principali mercati interbancari, mentre i rendimenti obbligazionari nelle economie industriali avanzate sono crollati allorché gli investitori hanno cercato approdi sicuri nel timore di un indebolimento della crescita economica. Nelle economie industriali avanzate anche le quotazioni azionarie hanno mostrato debolezza, con cali particolarmente pronunciati dei titoli finanziari. Una confortante eccezione proviene dai mercati finanziari delle economie emergenti che, contrariamente ai precedenti episodi di diffusa debolezza dei mercati delle attività, hanno dato prova di migliore tenuta rispetto a quelli delle economie industriali avanzate.

La turbolenza finanziaria si è sviluppata in sei fasi: 1) da metà giugno 2007 si sono drasticamente ampliati gli spread sugli strumenti collegati a mutui ipotecari dopo i declassamenti su ampia scala dei rating di titoli assistiti da mutui *subprime* e la chiusura di vari hedge fund esposti a questo comparto; 2) da metà luglio l'ondata di vendite si è propagata a un'ampia gamma di mercati creditizi e di altri prodotti, compresi quelli di finanza strutturata più in generale; 3) da fine luglio le turbative si sono estese ai mercati del credito a breve termine e, in particolare, al mercato monetario interbancario; 4) da metà ottobre sono emersi problemi più generali per il settore finanziario che hanno riguardato varie società tra cui i garanti finanziari; 5) dagli inizi del 2008 i mercati hanno accusato crescenti disfunzioni sullo sfondo di un marcato peggioramento delle prospettive macroeconomiche USA; a ciò si sono accompagnati sempre più forti timori per il rischio sistemico, allorché persino gli spread delle attività di prim'ordine hanno raggiunto livelli eccezionalmente elevati; 6) nel marzo 2008 si è delineata una ripresa, sulla scia dell'intervento della Federal Reserve per facilitare l'acquisizione di una banca di investimento statunitense in difficoltà.

Anatomia delle turbolenze del 2007-08 nei mercati creditizi

Forti vendite sui
mercati creditizi ...

Nel periodo in esame i mercati creditizi mondiali sono stati investiti da un'ondata di vendite su vasta scala, allorché la diffusa riduzione della leva finanziaria si è accompagnata all'incertezza circa l'entità e la valutazione delle esposizioni creditorie. La catena di eventi ha avuto inizio con quello che



dapprima è parso un problema relativamente circoscritto nel settore dei mutui ipotecari *subprime* USA, ma che presto si è esteso ad altri mercati. In presenza di condizioni finanziarie piuttosto accomodanti e di una elevata propensione al rischio, l'impiego dei derivati su crediti e delle tecniche di cartolarizzazione aveva contribuito all'accumulo di un considerevole grado di leva a livello di intero sistema finanziario. Nel momento in cui si è iniziato a ridurre tale leva di fronte alle perdite nel comparto *subprime*, il calo dei prezzi ha imposto la richiesta di margini addizionali e un ulteriore smobilizzo di posizioni. Con il prosciugarsi della liquidità le valutazioni hanno subito crescenti pressioni al ribasso, divenendo inoltre sempre più incerte. Il conseguente disimpegno da vari mercati ha innescato una brusca e disordinata revisione di prezzo delle attività rischiose, proseguita per gran parte del periodo.

Nel corso di questi eventi gli spread creditizi in diversi mercati si sono notevolmente ampliati rispetto ai livelli eccezionalmente bassi degli inizi del 2007 (grafico VI.1). L'aumento degli spread ha coinciso con un sostanziale incremento delle volatilità implicite nei prezzi delle opzioni su indici di *credit default swap* (CDS) (grafico VI.2, diagramma di destra). Dopo aver segnato un picco agli inizi delle turbolenze, le volatilità sono rimaste elevate rispetto ai valori osservati dall'introduzione di questi indici nel 2002-03, a indicazione di un'accresciuta incertezza riguardo agli andamenti di più breve periodo. Il crollo della tolleranza al rischio degli investitori, a sua volta, ha fortemente innalzato i premi al rischio per i prodotti creditizi (grafico VI.2, diagrammi di sinistra e centrale). Il prezzo del rischio di credito, ricavato dalle probabilità di insolvenza per mutuatari di qualità inferiore implicite negli spread creditizi e basate sui dati empirici, è nettamente cresciuto in giugno e luglio 2007, e ancor più agli inizi del 2008.

Sebbene i mercati si siano in parte ripresi verso la fine del periodo in rassegna, a metà maggio 2008 gli spread creditizi si situavano ancora su livelli comparabili con i valori di picco osservati nei cicli precedenti, in linea con la

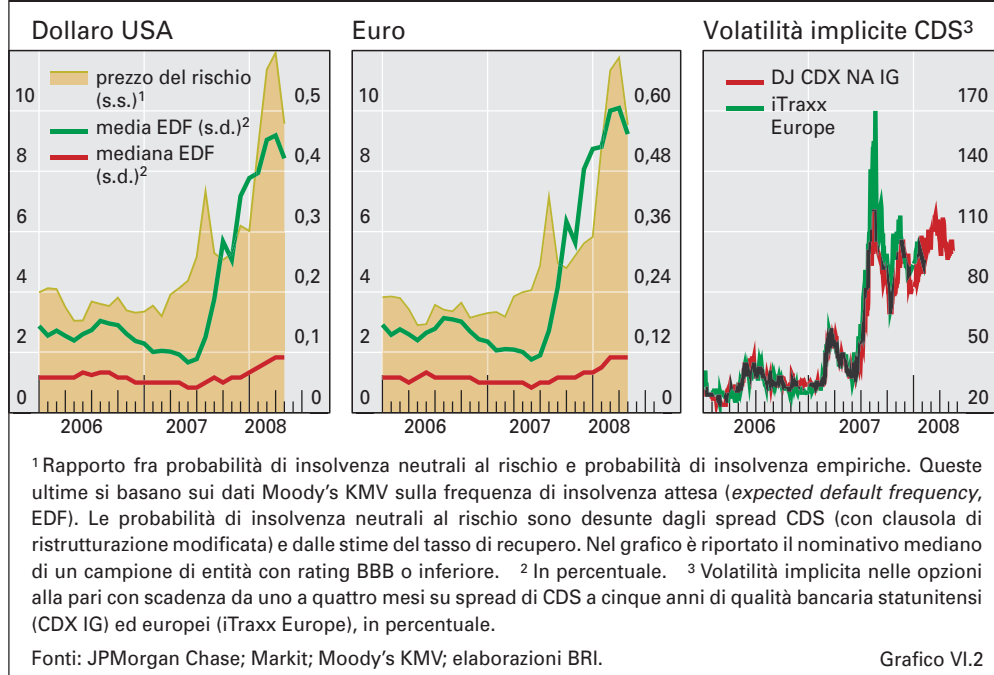
... in quella che è iniziata come una "crisi dei mutui *subprime*"

Brusco ampliamento degli spread ...

... e impennata delle volatilità ...

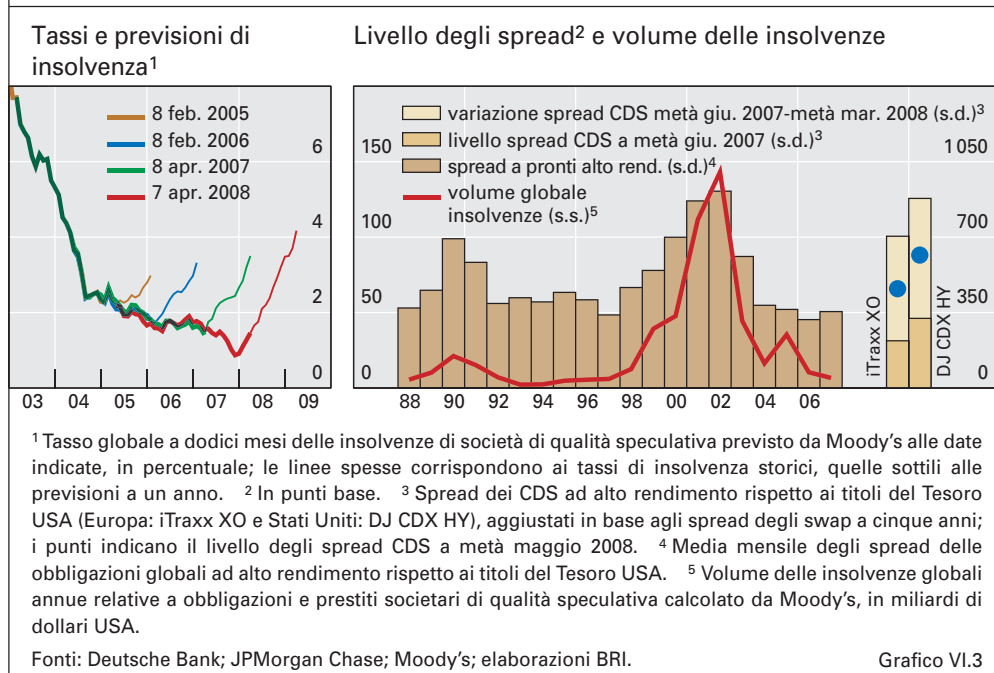
... su livelli in linea con un forte aumento dei tassi di insolvenza

Propensione al rischio nei mercati creditizi



percezione del mercato di un forte incremento del rischio di insolvenza. Negli ultimi anni i tassi di insolvenza delle imprese erano sistematicamente risultati inferiori alle previsioni delle agenzie di rating, collocandosi su valori minimi sia in termini relativi sia in termini di volumi (grafico VI.3). Contrariamente agli anni precedenti, tuttavia, le correlazioni delle insolvenze implicite nelle tranches di indici erano elevate, segnalando che il mercato attribuiva un peso maggiore al rischio di un aumento improvviso delle sofferenze. La relativa stabilità degli

Debito societario: spread, tassi e volume delle insolvenze

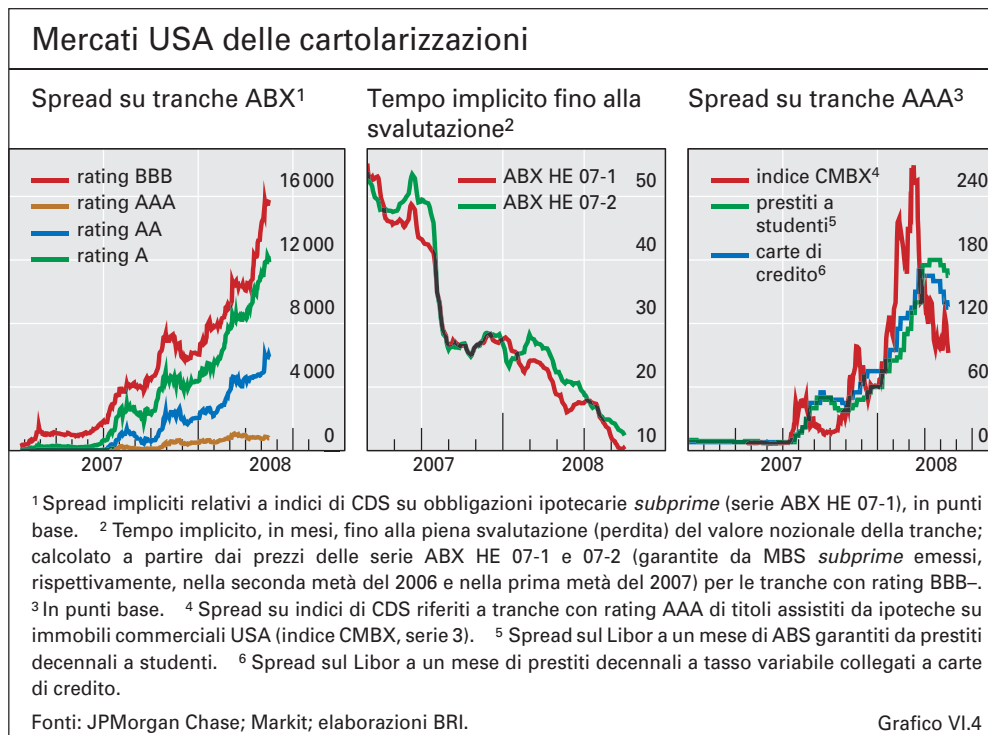


spread impliciti a termine per le scadenze medio-lunghe, a sua volta, indicava che gran parte di tale rischio era atteso per il breve periodo (grafico VI.1, diagrammi centrale e di destra). Nel contempo, persino ai massimi toccati nel marzo 2008, gli spread sui CDS ad alto rendimento rimanevano a circa 250 punti base al di sotto dei picchi registrati dai corrispondenti spread a pronti nel settembre 2002. Ciò, insieme alle agevoli condizioni di finanziamento e al noto scadimento dei criteri di concessione del credito negli anni recenti, fa ritenere che siano possibili ulteriori incrementi degli spread qualora il contesto macroeconomico e finanziario continuasse a deteriorarsi (grafico VI.3, diagramma di destra).

Prima fase: crisi iniziale dei mutui subprime (giugno-metà luglio 2007)

La prima delle sei fasi di turbolenza nei mercati creditizi è cominciata a metà giugno 2007. I prodromi di un'imminente rivalutazione del rischio erano emersi in gennaio e febbraio, a seguito di un indebolimento dei prezzi degli immobili residenziali USA risalente addirittura al 2006. Tuttavia, questa iniziale ondata di vendite di strumenti collegati al credito ipotecario è stata in parte riassorbita nei mesi seguenti. Per contro, in giugno con il manifestarsi del grave deterioramento della qualità dei mutui che si era andato accumulando dal 2006, le revisioni su vasta scala dei rating concernenti i titoli garantiti da ipoteche residenziali (*residential mortgage-backed securities, RMBS*) di grado *subprime* hanno coinciso con le notizie dell'imminente chiusura di due hedge fund che presentavano ampie esposizioni al comparto in questione (tabella VI.1). Allorché questi due fondi sono stati costretti a liquidare posizioni, i timori per le vendite di emergenza di attività hanno dilatato oltre i precedenti massimi gli spread creditizi sui prodotti collegati ai mutui *subprime* (grafico VI.4, diagramma di sinistra).

Inizialmente l'ondata di vendite è circoscritta ai crediti *subprime* ...



Cronologia degli eventi principali

2007	
14-22 giugno	Si spargono voci secondo cui due hedge fund gestiti da Bear Stearns che avevano investito in titoli garantiti da mutui <i>supprime</i> sono incorsi in pesanti perdite e hanno messo in vendita \$3,8 miliardi di titoli obbligazionari per far fronte alle richieste di margini supplementari. Da notizie di stampa si ha infine conferma che un fondo sarà mantenuto in vita mediante l'iniezione di crediti, mentre l'altro dovrà essere liquidato.
10-12 luglio	S&P mette sotto osservazione in vista di un declassamento \$7,3 miliardi di ABS garantiti da ipoteche residenziali emessi nel 2006 e annuncia il riesame delle strutture CDO esposte a garanzie analoghe; Moody's declassa \$5 miliardi di obbligazioni ipotecarie <i>subprime</i> e mette sotto osservazione 184 tranches di CDO assistite da mutui in vista di un declassamento. Fitch mette in <i>credit watch</i> negativo 33 classi di 19 CDO strutturate.
30 luglio- 1° agosto	La tedesca IKB annuncia la possibilità di perdite collegate ai mutui <i>subprime</i> e rivela che il suo principale azionista, Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW), si è accollato le sue obbligazioni finanziarie derivanti dalle linee di liquidità fornite a un <i>conduit</i> ABCP con esposizioni ai mutui <i>subprime</i> . Un fondo di salvataggio di €3,5 miliardi viene apprestato da KfW e un gruppo di banche pubbliche e private.
31 luglio- 9 agosto	American Home Mortgage Investment Corporation afferma di non essere in grado di finanziare i propri impegni di credito e una settimana dopo si dichiara insolvente ai sensi del Capitolo 11 della legge fallimentare USA. Union Investment, un gestore di fondi tedesco, sospende i rimborsi di quote da uno dei suoi fondi. Tre programmi di ABCP, fra cui uno collegato ad American Home, prolungano la scadenza delle proprie passività, con un provvedimento che non ha precedenti. BNP Paribas congela i rimborsi di tre fondi di investimento, adducendo l'incapacità di valutarli date le particolari circostanze.
9-10 agosto	La BCE immette liquidità <i>overnight</i> per €95 miliardi nel mercato interbancario, segnando l'inizio di una serie di interventi straordinari da parte della comunità di banche centrali. La Federal Reserve conduce tre aste straordinarie di fondi <i>overnight</i> , iniettando nel sistema \$38 miliardi, e rilascia una dichiarazione analoga a quella della BCE.
13-17 settembre	La britannica Northern Rock, attiva nel settore del credito ipotecario, incontra problemi di liquidità che finiscono per provocare una corsa agli sportelli e l'annuncio di una garanzia dei depositi da parte del Tesoro britannico.
18 settembre- 4 novembre	Grandi istituzioni finanziarie annunciano ripetute svalutazioni e perdite trimestrali. Vari dirigenti di fama internazionale lasciano il loro incarico nel contesto di riorganizzazioni dei vertici aziendali.
11-23 ottobre	Moody's declassa il rating di circa 2 500 obbligazioni <i>subprime</i> emesse nel 2006, seguita nei giorni seguenti da S&P con vari declassamenti di titoli <i>supprime</i> . Quest'ultima mette inoltre sotto osservazione 590 CDO e declassa 145 tranches di CDO del valore complessivo di \$3,7 miliardi; successivamente nella stessa settimana Moody's declassa 117 tranches di CDO e Fitch mette sotto osservazione \$37 miliardi circa di CDO.
24 ottobre- 5 novembre	Vari garanti finanziari annunciano perdite per il terzo trimestre; Fitch dichiara che sta considerando un abbassamento del rating AAA di alcuni assicuratori <i>monoline</i> .
12 dicembre	Le banche centrali di cinque aree valutarie annunciano misure coordinate intese a rendere disponibili finanziamenti di fine anno a un più ampio novero di istituzioni.
19 dicembre	ACA, garante finanziario con rating A, è declassato da S&P al grado CCC, inducendo le controparti a chiedere il versamento di garanzie supplementari per il quale sono negoziate ripetute proroghe nei mesi seguenti. S&P abbassa da stabili a negative le proiezioni di rating di altri assicuratori <i>monoline</i> .

Continua a pag. 106.

2008	
2-4 gennaio	Le indagini presso i responsabili degli acquisti e i rapporti sul mercato del lavoro segnalano un indebolimento pronunciato dell'economia USA e destano timori per la crescita mondiale.
14-31 gennaio	La BCE, la Federal Reserve e la Banca nazionale svizzera effettuano operazioni addizionali di finanziamento a lungo termine in dollari USA.
15 gennaio	Citigroup annuncia per il quarto trimestre perdite dovute in parte alla svalutazione di ulteriori \$18 miliardi di esposizioni collegate ai mutui, dando inizio a una nuova serie di annunci simili da parte di altre istituzioni finanziarie.
18-31 gennaio	Fitch abbassa di due gradi il rating dell'assicuratore <i>monoline</i> Ambac (inizialmente pari ad AAA) e prende provvedimenti analoghi nei confronti dei <i>monoline</i> SCA e FGIC, il cui rating passa rispettivamente ad A e AA. Di conseguenza, risultano declassate circa 290 000 emissioni garantite, perlopiù titoli di enti locali. In seguito, S&P declassa FGIC ad AA e nelle settimane successive tutte e tre le principali agenzie adottano provvedimenti riguardo al rating di società <i>monoline</i> .
21-30 gennaio	La Federal Reserve abbassa di 75 punti base il tasso ufficiale al di fuori delle sue riunioni programmate, in considerazione della diffusa debolezza dei mercati creditizi e azionari mondiali. Il tasso ufficiale è ulteriormente ridotto di 50 punti base la settimana successiva.
28 febbraio- 7 marzo	Peloton Partners annuncia la chiusura di un fondo di ABS con un patrimonio di \$2 miliardi e sospende i rimborsi per un altro fondo, a causa della richiesta di margini da parte dei creditori. Thornburg Mortgage ammette ritardi nel soddisfare le richieste di margini su operazioni pronti contro termine e infine si dichiara insolvente su tali pagamenti. Anche il fondo di obbligazioni ipotecarie di Carlyle Group non riesce a far fronte alle richieste di margini, provocando la sospensione delle contrattazioni allorché gli investitori lo costringono alla vendita di parte delle attività. Le pressioni si propagano ai mercati dei titoli di Stato europei, causando una pronunciata compartimentazione della liquidità fra i vari emittenti e segmenti di mercato.
7-16 marzo	La Federal Reserve annuncia un aumento di \$40 miliardi della sua nuova Term Auction Facility e, pochi giorni dopo, amplia le proprie operazioni di prestito titoli mediante la Term Securities Lending Facility, da \$200 miliardi, che offre in prestito titoli del Tesoro a fronte dello stanziamento in garanzia di titoli di vario tipo. Successivamente la stessa settimana la Fed annuncia la creazione della Primary Dealer Credit Facility che estende alla comunità dei <i>primary dealer</i> il sistema dello sportello di sconto. Iniziative supplementari, fra cui nuove aste di finanziamenti in dollari USA, sono annunciate da altre banche centrali.
14-17 marzo	Il mancato rinnovo di finanziamenti PcT provoca una grave carenza di liquidità presso Bear Stearns, che ricorre al prestito di ultima istanza e viene infine acquisita da JPMorgan.
2 maggio	La BCE, la Federal Reserve e la Banca nazionale svizzera annunciano un ulteriore potenziamento delle loro misure di liquidità in dollari USA.
Fonti: Bloomberg; <i>Financial Times</i> ; <i>The Wall Street Journal</i> ; comunicati stampa delle società citate.	
Tabella VI.1	

Seconda fase: propagazione ad altri mercati creditizi (da metà a fine luglio 2007)

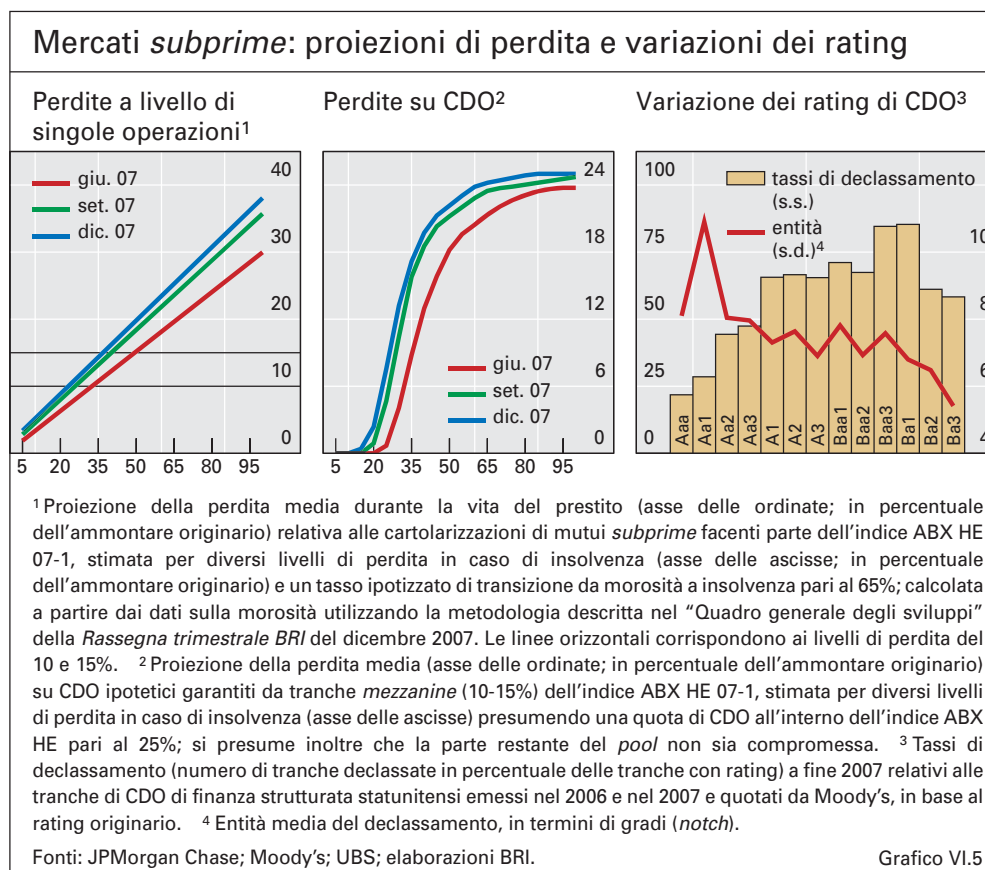
Se in un primo momento le perdite di valore erano state relativamente contenute nel caso delle esposizioni e degli strumenti di qualità superiore, durante la seconda fase delle turbolenze l'ondata di vendite si è rapidamente

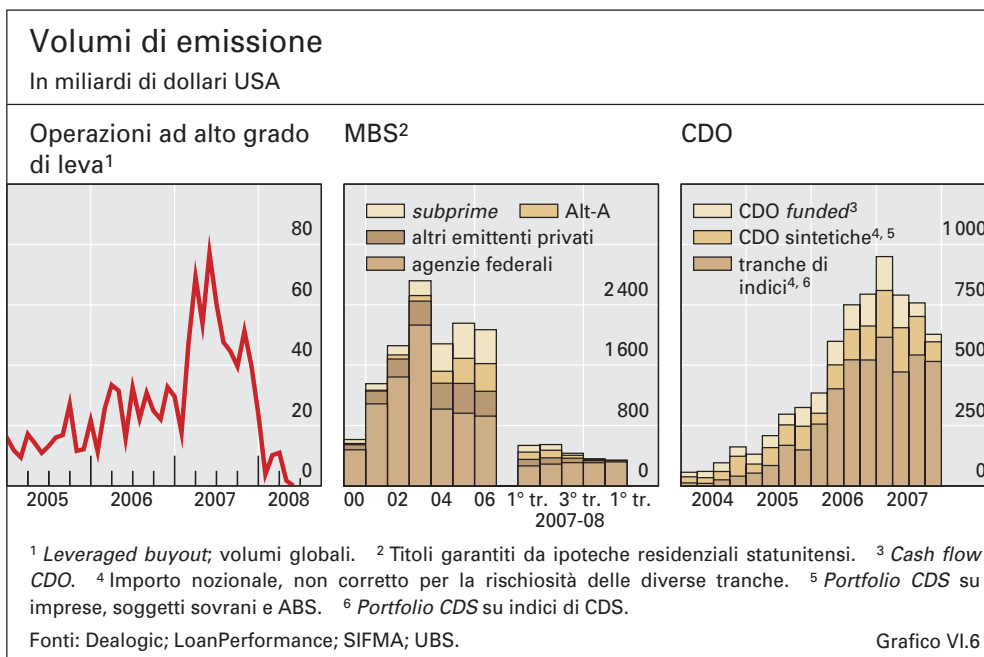
... ma si propaga presto ad altri mercati ...

propagata (grafico VI.4, diagrammi di sinistra e di destra). Fra i prestatori si è fatta strada la sensazione di non essere adeguatamente protetti in un contesto di crescente volatilità, il che ha dato adito all'applicazione di scarti di garanzia più elevati sugli RMBS, alla richiesta di margini addizionali e a un più generale disimpegno. Le inquietudini per la cessione forzata di attività di qualità elevata hanno fatto lievitare le perdite da svalutazione. Di conseguenza, a partire da metà luglio e fino ad agosto la turbolenza si è aggravata, estendendosi a segmenti come quelli dei prestiti ad alto grado di leva e delle ipoteche commerciali. Al rarefarsi della domanda di prestiti e attività simili per l'emissione di *collateralised debt obligation* (CDO), molte operazioni di *leveraged buyout* (LBO) hanno dovuto essere rinviate o ritirate dal mercato. I titoli garantiti da ipoteche commerciali sono stati soggetti a tensioni analoghe, come evidenziato da indicatori quali l'indice CMBX, forse nel timore che anche in questo comparto, come già in quello dei mutui residenziali, i criteri di sottoscrizione fossero stati allentati (grafico VI.4, diagramma di destra).

... data l'incertezza sull'entità e la distribuzione delle perdite ...

Le incertezze circa l'entità e la distribuzione delle perdite collegate ai mutui, nonché il ritardo con cui queste erano state realizzate, sono state fra le principali determinanti degli sviluppi del mercato. Insieme a queste incertezze sono cresciuti i dubbi riguardo all'affidabilità dei rating dei prodotti di finanza strutturata e all'impatto della deteriorata qualità delle ipoteche sulle variazioni dei rating. Con l'accumularsi delle morosità sono aumentate anche le proiezioni di perdita, che per i portafogli di mutui *subprime* di recente emissione implicavano tassi pari o superiori al 20%, anche in ipotesi alquanto ottimistiche (grafico VI.5, diagramma di sinistra). In tali circostanze, gli investitori hanno





cominciato a nutrire crescenti preoccupazioni per la possibilità che le perdite si trasmettessero lungo la catena delle cartolarizzazioni, ad esempio a strumenti come le CDO create tramite la ricartolarizzazione di tranche mediane di mutui *subprime*. Le proiezioni di perdita relative a queste CDO sono assai sensibili a cambiamenti avversi nella qualità creditizia all'interno dei *pool* ipotecari sottostanti, nonché nel presunto tasso di perdita, due fattori che hanno fatto apparire sempre più probabile la possibilità di una perdita di valore totale delle tranche incluse nel *pool* CDO. Il deterioramento del mercato ipotecario e la revisione delle ipotesi assunte dalle agenzie hanno dato luogo a variazioni di rating senza precedenti, in termini sia di numero che di ampiezza, per gli strumenti assistiti da garanzie *subprime* (grafico VI.5, diagrammi centrale e di destra).

In questo contesto, larga parte della comunità di investitori si è praticamente ritirata del tutto dal mercato dei prodotti strutturati. Gli investitori, specie quelli che tradizionalmente avevano basato soprattutto sui rating le proprie decisioni di portafoglio e di gestione del rischio, hanno cominciato a porsi seri dubbi sull'affidabilità di tale parametro alla luce dell'ondata inattesa e crescente di declassamenti. La perdita di fiducia nei rating degli strumenti di finanza strutturata, a sua volta, ha fatto precipitare la domanda di questo tipo di prodotti rispetto agli elevati livelli raggiunti negli ultimi anni, accelerando il calo delle emissioni già iniziato nella prima fase della crisi creditizia (grafico VI.6). Per contro, l'attività nel comparto dei CDS su nominativi singoli e plurimi ha retto durante l'intero periodo di turbolenza, segnando un aumento di oltre il 35% in termini di valori nozionali nella seconda metà del 2007.

Terza fase: stretta di liquidità e reintermediazione involontaria (agosto 2007)

La terza fase ha visto la turbolenza estendersi ai mercati del credito a breve termine e a quelli monetari interbancari. L'iniziale correzione del mercato ipotecario era stata assorbita dalla comunità dei *dealer*, che si erano accollati

... e dato il numero senza precedenti di declassamenti del rating

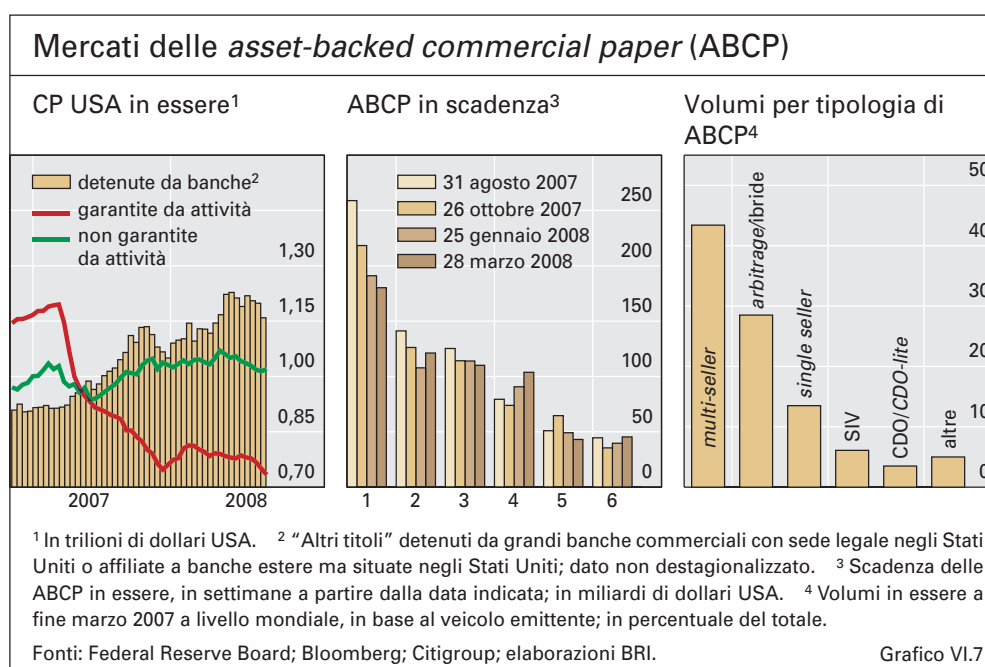
Una vera e propria crisi scoppia in agosto ...

le attività deteriorate in presenza di una domanda calante. Dinanzi all'ulteriore offerta di nuove cartolarizzazioni, i *dealer* si sono tuttavia ritirati, costringendo gli emittenti ad attivare le linee di credito bancario per ottenere finanziamenti. Gli investitori, a loro volta, hanno cominciato a focalizzare maggiormente l'attenzione sulla difficoltà di giudicare la qualità creditizia e il valore delle attività in mercati illiquidi, e vari gestori di fondi hanno sospeso il rimborso delle quote.

... in seguito al ritiro degli investitori dal comparto ABCP ...

Allorché le turbolenze si sono progressivamente trasformate in una crisi di valutazione degli attivi, gli investitori hanno abbandonato il mercato, causando un'ondata senza precedenti di reintermediazione involontaria. I primi segnali di un'incombente stretta di liquidità sono emersi nel comparto della carta commerciale assistita da attività (*asset-backed commercial paper, ABCP*), dove gli emittenti hanno cominciato a incontrare difficoltà nel rinnovare i prestiti in scadenza. Le pressioni sono state particolarmente intense per le strutture che non godevano di un sostegno di liquidità completo da parte delle istituzioni sponsor, come le ABCP per il finanziamento dei *pool* di attività dei veicoli di investimento strutturato (*structured investment vehicle, SIV*) o i titoli garantiti da attività collegate a singoli *originator* (grafico VI.7, diagramma di destra). Le emissioni sono crollate e il profilo per scadenze dei titoli in essere si è deteriorato. Soltanto agli inizi del 2008 i mercati si sono nuovamente stabilizzati. Mentre alcuni dei veicoli in più gravi difficoltà sono stati liquidati, molti altri hanno riceduto i portafogli ai rispettivi sponsor, accrescendo il volume di titoli detenuti dalle banche (grafico VI.7, diagrammi di sinistra e centrale). Di conseguenza, con l'acuirsi del nervosismo riguardo al fabbisogno di finanziamento e alle passività eventuali delle banche, la domanda di liquidità ha subito un'impennata, provocando una grave e protratta disfunzione nel mercato monetario interbancario che preludeva all'avvento di una crisi più generale del mercato finanziario.

... e all'impennata della domanda di liquidità sui mercati interbancari



*Quarta fase: propagazione delle tensioni nel settore finanziario
(settembre-novembre 2007)*

Dopo un temporaneo recupero dei mercati creditizi in settembre, vi è stata una nuova e diffusa impennata degli spread nei due mesi successivi. La tregua momentanea era stata in parte resa possibile dalle reiterate iniezioni di liquidità compiute dalle banche centrali per ovviare alla stretta nei mercati monetari. Nell'ultima parte di settembre, in particolare, i mercati creditizi si sono in generale ripresi, in seguito alla decisione presa dal Federal Open Market Committee USA il 18 settembre di ridurre il tasso obiettivo sui *federal fund* di 50 punti base, la quale ha indotto una forte reazione di prezzo in tutti i segmenti. Ha inoltre influito positivamente sul clima di mercato il fatto che le ingenti svalutazioni notificate dalle principali banche commerciali e di investimento venivano interpretate come un auspicato fattore di trasparenza sulle perdite collegate ai crediti ipotecari. La ripresa della domanda di queste esposizioni, a sua volta, ha consentito alle banche di collocare sul mercato alcuni prestiti ed emissioni ad alto grado di leva in attesa di finanziamento (grafico VI.6, diagramma di sinistra; si veda il Capitolo VII per maggiori dettagli). Il clima di mercato è tuttavia nuovamente peggiorato a partire da metà ottobre, a seguito di un'altra ondata di declassamenti di RMBS e CDO e di notizie negative sul fronte finanziario.

Durante la quarta fase di turbolenza le perdite su crediti nel settore finanziario si sono rivelate più gravi del previsto, accrescendo le incertezze riguardo alla valutazione delle attività e i timori di una debolezza dell'economia più in generale (Capitolo VII). Le ampie correzioni verso l'altro delle svalutazioni precedentemente annunciate, in particolare, hanno fatto dubitare gli investitori della capacità delle banche di valutare e gestire adeguatamente le proprie esposizioni. Unitamente alla rinnovata debolezza dei mercati creditizi, ciò ha fatto ritenere che ulteriori perdite avrebbero potuto presto materializzarsi. Un indizio delle inquietudini per le connesse tensioni nel settore finanziario è venuto dal prezzo della protezione contro il rischio di insolvenza delle banche e di altre istituzioni finanziarie, i cui spread hanno superato i massimi toccati in estate (grafico VI.8, diagramma di sinistra).

La perdurante incertezza sulle valutazioni degli attivi è stata anche causata dai timori circa le vendite di attività da parte dei veicoli strutturati e un ulteriore deterioramento del mercato ipotecario. Uno dei fattori era la presenza all'interno di CDO e SIV di clausole strutturali basate sui rating e sui valori di mercato che sembravano poter far scattare la liquidazione dei portafogli di attività sottostanti al raggiungimento di determinate soglie definite a livello di singole operazioni. Inoltre, vi era il crescente timore che le perdite sulle esposizioni *subprime* avrebbero finito per trasmettersi ai vari livelli di subordinazione esistenti (grafico VI.5, diagramma di sinistra), portando le tranche classificate come più sicure delle cartolarizzazioni ipotecarie recenti a registrare una performance peggiore di quelle con rating più basso. I prezzi di queste ultime tranche, a loro volta, hanno cominciato a rispecchiare le aspettative di una svalutazione completa del valore di capitale entro gli inizi del 2010. Sebbene successivamente il nuovo peggioramento dei fondamentali del mercato ipotecario abbia anticipato l'epoca della svalutazione implicita nel

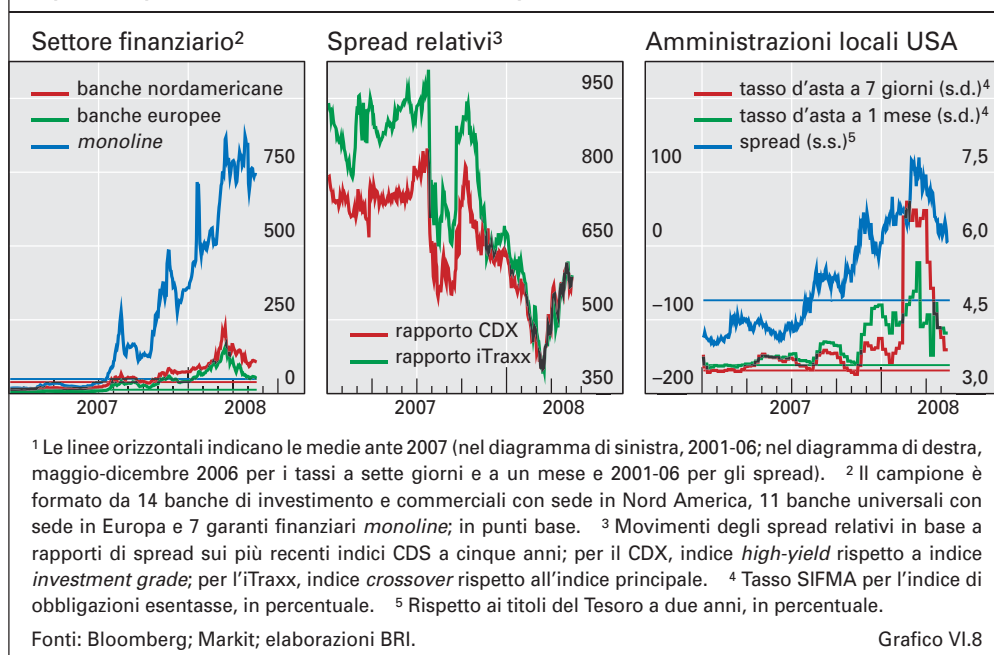
Dopo una breve tregua ...

... il clima peggiora nuovamente ...

... a seguito delle ripetute svalutazioni di grandi banche ...

... dei timori per il continuo smobilizzo di posizioni...

Spread per il settore finanziario e per le amministrazioni locali¹



prezzo, le previsioni continuavano a segnalare che l'accumulazione delle perdite si sarebbe protratta fino al 2009 inoltrato (grafico VI.4, diagramma centrale).

... e delle prospettive di declassamento degli assicuratori *monoline*

Sulla scia di queste correzioni di prezzo hanno cominciato a emergere perdite collegate ai mutui anche al di fuori del settore bancario, e in particolare fra i garanti finanziari *monoline*, specializzati nell'assicurazione di un'ampia gamma di obbligazioni e prodotti strutturati con rating elevato. L'ampliamento degli spread sulle tranche senior degli strumenti strutturati si era tradotto per queste società in perdite sul valore corrente di mercato dell'assicurazione fornita per i prodotti assistiti da garanzia ipotecaria. La previsione di un aumento delle richieste di risarcimento ha pertanto ampliato notevolmente gli spread sui CDS riferiti ai garanti *monoline* nel quarto trimestre 2007 e agli inizi del 2008, preannunciando una serie di revisioni negative dei rating nei confronti di questi assicuratori (grafico VI.8, diagramma di sinistra). Tale prospettiva, a sua volta, si è tradotta in ulteriori pressioni sui bilanci bancari derivanti dalle variazioni di valore attese sull'assicurazione fornita a fronte delle esposizioni alle tranche senior di CDO trattenute in bilancio dalle banche, nonché dalle linee di liquidità in appoggio agli strumenti del mercato monetario garantiti dagli assicuratori *monoline*. Di conseguenza, l'incremento degli spread è stato più pronunciato nel settore finanziario che in altri segmenti del mercato, contribuendo alla scadente performance complessiva degli indici di riferimento di qualità bancaria rispetto a quelli di rango inferiore (grafico VI.8, diagramma centrale).

Quinta fase: timori per la crescita e disfunzioni dei mercati (gennaio-metà marzo 2008)

Dopo una breve schiarita sui mercati del credito in dicembre, agli inizi del 2008 i deludenti annunci macroeconomici hanno innescato un'altra diffusa

rivalutazione del rischio. Questa quinta fase di forte pessimismo nei mercati creditizi ha fatto seguito alla pubblicazione, ai primi di gennaio, di dati che indicavano per gli Stati Uniti una debole crescita nel settore manifatturiero e una dinamica sfavorevole nel mercato del lavoro. Alle preoccupazioni per la crescita si sono sommati i crescenti timori di una stretta creditizia (Capitoli II e VII). Il connesso nervosismo riguardo all'interazione fra gli andamenti macroeconomici e quelli finanziari ha raggiunto l'apice il 21 e il 22 gennaio. A seguito del declassamento di un importante assicuratore *monoline* avvenuto il venerdì precedente, si è assistito alla vendita generalizzata di attività rischiose in più mercati e paesi. L'instabilità si è protratta fino a febbraio e marzo, nonostante le eccezionali riduzioni dei tassi di interesse decise dalla Federal Reserve il 22 e il 30 gennaio.

Nel contesto di crescenti preoccupazioni per la crescita ...

A questo stadio il ritiro degli investitori dai vari mercati finanziari aveva raggiunto un grado di intensità tale da causare gravi disfunzioni in alcune parti del sistema finanziario, provocando un ulteriore disimpegno. Di riflesso alla gravità delle condizioni, agli inizi del 2008 anche gli spread sugli strumenti di prim'ordine e normalmente liquidi hanno raggiunto livelli insolitamente elevati. Questo fenomeno ha coinvolto anche i mercati, come quello di talune cartolarizzazioni dei prestiti a studenti negli Stati Uniti, le cui attività sottostanti sono protette quasi interamente da garanzie federali (grafico VI.4, diagramma di destra). Pur non essendo cessate le emissioni sul mercato primario nonostante gli spread elevati, le banche organizzatrici hanno incontrato difficoltà a collocare tranche che non avessero il grado di prelazione massimo. Esse hanno pertanto dovuto trattenere la parte restante degli strumenti emessi, il che ha aggravato i vincoli di capitale.

... si moltiplicano le disfunzioni nei mercati creditizi ...

Tra fine febbraio e inizio marzo, mentre le pressioni sui bilanci continuavano a intensificarsi, le banche hanno cercato di ridurre ancor più le proprie esposizioni in varie aree operative, contribuendo a un ulteriore calo della propensione al rischio degli investitori. Un esempio al riguardo è stato il ritiro dell'appoggio di liquidità (stimato in \$330 miliardi) implicitamente accordato dalle banche a fronte dell'emissione di *auction rate securities*, titoli che le amministrazioni locali e altri mutuatari negli Stati Uniti utilizzano per ottenere finanziamenti a lungo termine a tassi a breve fissati con procedura d'asta. L'insuccesso delle aste e la conseguente ridefinizione del tasso applicabile hanno accresciuto i costi di finanziamento per questi prenditori (grafico VI.8, diagramma di destra). Anche altrove si sono manifestate pressioni, come ad esempio nei mercati dei titoli assistiti da ipoteca con elevato rating emessi dalle agenzie federali USA o da mutuatari privati, dove è cresciuta rapidamente l'incertezza di prezzo. Il deterioramento della fiducia nelle valutazioni delle attività è culminato agli inizi di marzo, quando l'inasprimento degli scarti di garanzia applicati nelle operazioni pronti contro termine ha indotto vari hedge fund e altri investitori con alta leva finanziaria a liquidare le esposizioni esistenti, con il rischio di provocare una valanga di richieste di margini aggiuntivi e aumenti degli spread.

... che causano un'ulteriore riduzione delle esposizioni ...

... e un'accresciuta incertezza di prezzo

Gli eventi sono precipitati nella settimana iniziata il 10 marzo con l'annuncio della Federal Reserve di un ampliamento delle operazioni di prestito titoli mirate ai grandi intermediari bancari statunitensi, cui si è poi aggiunta

Il ripetuto intervento delle banche centrali ...

... e l'acquisizione di una grande banca di investimento ...

una linea temporanea di credito *overnight* a fronte di una vasta gamma di garanzie stanziabili (Capitolo IV). Se l'annuncio è parso fornire inizialmente un certo sollievo, nel prosieguo della settimana la banca di investimento statunitense Bear Stearns è stata colpita da una grave crisi di liquidità che il lunedì successivo ha portato alla sua acquisizione da parte di JPMorgan, con un'operazione agevolata dalla Federal Reserve.

*Sesta fase: dall'apice della crisi creditizia fino a oggi
(metà marzo-maggio 2008)*

... paiono aver segnato un punto di svolta nel clima di mercato

Questi sviluppi paiono aver segnato un punto di svolta che ha dato inizio alla sesta e finora ultima fase. Di riflesso alla percezione di un considerevole calo del rischio sistemico, gli spread, specie quelli applicati al settore finanziario e ad altre imprese con elevato merito di credito, si sono sensibilmente ridotti in seguito all'acquisizione di Bear Stearns rispetto ai picchi toccati nelle settimane precedenti. Fra i segnali di chiusura delle posizioni corte, gli spread hanno seguito a restringersi in aprile, tornando rapidamente sui livelli di metà gennaio, e a partire dagli inizi di maggio paiono essersi stabilizzati in prossimità di tali valori.

Ciò nondimeno, i mercati monetari interbancari non sono riusciti a riprendersi. Dato il persistere di vincoli in termini di capitale e di liquidità per alcuni investitori, nonché la scomparsa della domanda proveniente da strutture come SIV e CDO, sui mercati ha continuato a gravare un'ampia eccedenza di esposizioni creditizie. A metà maggio, mentre il ciclo del credito continuava a deteriorarsi e incombeva il rischio di un aumento dei tassi di insolvenza, non era ancora chiaro se vi fosse stata una ripresa dell'offerta di liquidità e della propensione al rischio sufficiente a mantenere durevolmente il migliorato clima dei mercati creditizi.

Mercati monetari colpiti dalla stretta di liquidità

Le gravi turbative nei mercati interbancari ...

Uno dei principali tratti distintivi delle turbolenze finanziarie è stato l'emergere di disfunzioni senza precedenti nei mercati interbancari e nei mercati monetari più in generale, a causa di un forte aumento della domanda di liquidità e di una perdita di fiducia nel merito di credito delle controparti. L'elemento che ha innescato queste gravi tensioni è stato il venir meno della liquidità nel mercato delle ABCP, stimato in \$1,2 trilioni, durante la terza fase della turbolenza dianzi descritta. Queste disfunzioni hanno destato ben presto serie preoccupazioni per gli effetti avversi di una potenziale reintermediazione su larga scala, legata alla concessione da parte delle banche di linee di credito di appoggio a società veicolo attive nel mercato delle ABCP e, quindi, in altri mercati. Le inquietudini circa le implicazioni per le banche in termini di liquidità e di capitale hanno generato una crescente sfiducia nei confronti delle controparti, mentre aumentava l'incertezza sulla stabilità del sistema bancario nel suo complesso, come indicato dall'ampliamento dei differenziali di swap (si veda oltre). In tali circostanze, le banche si sono mostrate meno propense a concedere crediti interbancari, mentre i timori per le proprie esigenze di liquidità determinavano un repentino incremento della domanda di fondi mutuati. Per giunta, i fondi

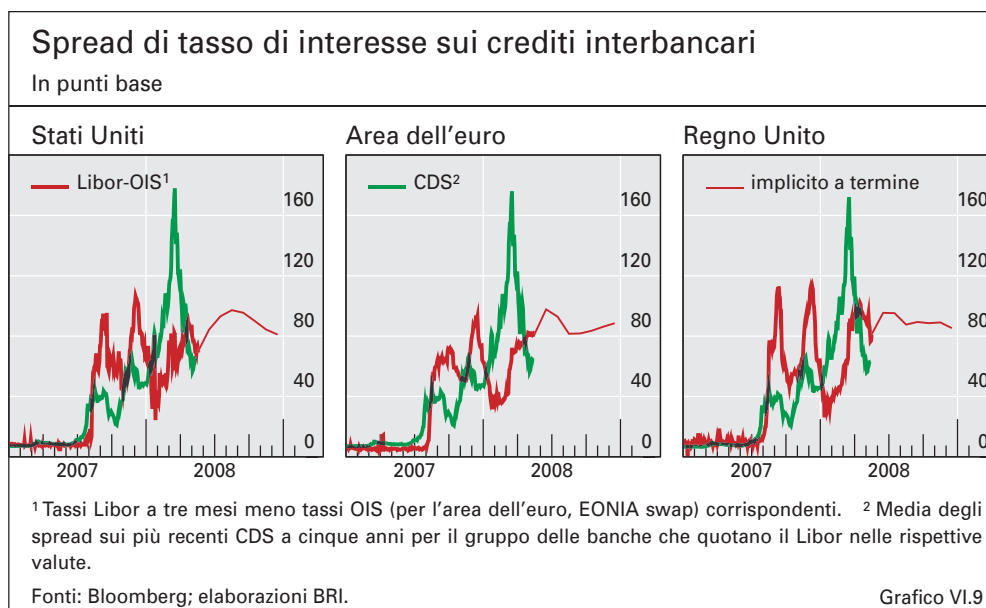
comuni del mercato monetario, tradizionali fornitori di capitale alle banche, hanno trasferito una parte considerevole dei loro impieghi da queste ultime ai titoli di Stato, più sicuri, a riprova del brusco calo della loro propensione al rischio (si veda oltre).

Le iniezioni di liquidità delle banche centrali hanno parzialmente attenuato le pressioni nei mercati interbancari (Capitolo IV), ma l'incertezza sul futuro fabbisogno di liquidità e sul rischio di controparte si è protratta. Di conseguenza, per gran parte del periodo sotto rassegna i tassi di interesse del mercato interbancario sono rimasti elevati e volatili rispetto ad altri tassi comparabili. Inoltre, poiché la maggioranza delle banche centrali si era concentrata inizialmente su interventi volti ad affrontare i problemi nel segmento a brevissimo termine, le tensioni sulle scadenze a più lungo termine si sono rapidamente accentuate, inducendo le banche centrali a focalizzare maggiormente l'attenzione sulle strozzature di liquidità in questo segmento.

Tali tensioni sono evidenziate dall'ampliamento persistente e senza precedenti degli spread tra i tassi interbancari sui prestiti a termine e quelli sugli *overnight index swap* (OIS) di scadenza analoga. Ad esempio, prima dello scoppio delle turbolenze i tassi Libor a tre mesi avevano in media superato i tassi OIS solo di pochi punti base, ma da fine luglio 2007 lo scarto ha raggiunto livelli talvolta superiori a 100 punti base (grafico VI.9). Entrambi i tassi, interbancari e OIS, riflettono le attese degli investitori sul futuro profilo dei tassi di interesse; tuttavia, poiché il credito interbancario prevede l'esborso iniziale dell'intero capitale, mentre i contratti OIS vengono regolati su base netta alla scadenza, essi differiscono in maniera sostanziale quanto alle loro implicazioni in termini di rischio di liquidità e di credito. Il netto allargamento dei differenziali Libor-OIS ha quindi segnalato chiaramente l'effetto combinato di accresciuta preferenza per la liquidità e di aumento dei premi per il rischio di controparte. Inoltre, alla fine del periodo in esame gli spread a termine impliciti indicavano che nelle previsioni degli investitori questo fenomeno era destinato a perdurare (grafico VI.9).

... provocano un netto rialzo dei tassi interbancari ...

... per timori sul rischio di controparte e la crescente domanda di liquidità

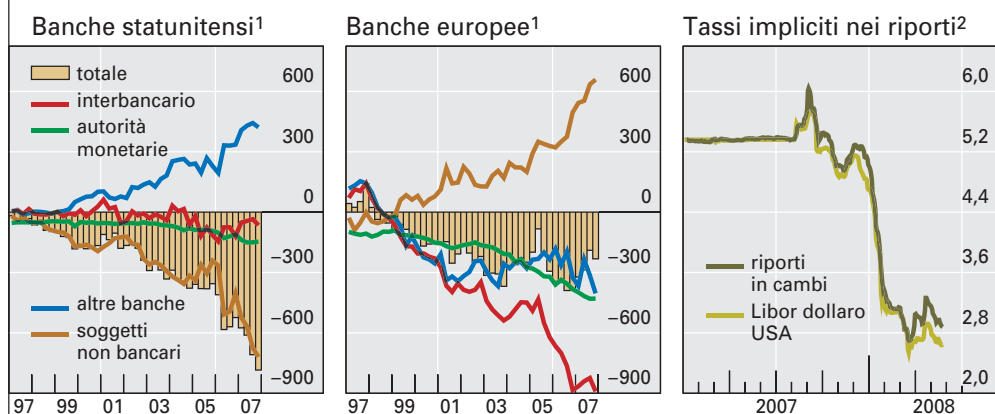


Si è rivelato molto difficile dissociare i contributi relativi forniti dal rischio di liquidità e dal rischio di credito all'ascesa dei tassi interbancari, anche perché queste due componenti sono strettamente interconnesse. L'andamento degli spread sui CDS del gruppo di banche che quotano il Libor rispetto a quello degli spread Libor-OIS fa ritenere che, sebbene i timori per il rischio di credito abbiano di fatto inciso sull'aumento dei tassi interbancari durante le turbolenze, tale dinamica sia riconducibile in larga parte a fattori di liquidità (grafico VI.9). Inoltre, anche il profilo ciclico degli spread Libor-OIS segnala in certa misura carenze di liquidità stagionali dovute a problemi di finanziamento di fine trimestre e fine anno, che si sono rivelati superiori alla norma dopo la prima metà del 2007. A complicare ulteriormente la situazione hanno contribuito anche i dubbi sull'affidabilità del meccanismo di *fixing* del Libor sullo sfondo della perdurante disfunzione dei mercati interbancari, in particolare per quanto concerne i prestiti in dollari USA. Nello specifico, gli operatori di mercato hanno manifestato il sospetto che alcune banche del gruppo che quota il Libor avessero segnalato tassi inferiori ai loro effettivi costi di indebitamento per apparire più solide sotto il profilo del rischio di liquidità o di credito. Dopo la diffusione in aprile di notizie secondo cui la British Bankers' Association stava esaminando la questione, i tassi Libor in dollari USA sono improvvisamente balzati a livelli che parevano più coerenti con i tassi passivi correnti.

Le banche europee incontrano problemi di finanziamento in dollari

Una delle caratteristiche delle tensioni nei mercati interbancari durante le turbolenze finanziarie sembra essere stata la difficoltà delle banche europee, in particolare, nel reperire fondi in dollari USA allorché è aumentata la domanda di liquidità in tale valuta. I dati BRI sulle posizioni transfrontaliere totali delle banche per nazionalità indicano che alla base di tale difficoltà vi sarebbero significative differenze nelle modalità di finanziamento internazionale delle banche europee e statunitensi. Negli ultimi anni le banche USA hanno mutuato un volume sempre maggiore di dollari da soggetti non bancari e li hanno convogliati verso banche non affiliate per il tramite del mercato interbancario (grafico VI.10, diagramma di sinistra). Nel contempo, le banche europee hanno trasformato una quantità crescente di fondi interbancari e provenienti dalle autorità monetarie ufficiali in crediti in dollari USA verso il settore non bancario (grafico VI.10, diagramma centrale). Complessivamente, nel quarto trimestre 2007 le attività nette totali in dollari delle banche statunitensi verso altre banche avevano raggiunto \$421 miliardi, mentre le passività nette in dollari delle banche europee nei confronti del settore bancario ammontavano a circa \$900 miliardi. Per diversi anni le banche europee avevano potuto rinnovare frequentemente senza problemi la loro raccolta a breve in dollari sul mercato interbancario per finanziare impieghi a più lungo termine nel settore non bancario. Tuttavia, con l'acuirsi delle tensioni sui mercati nella seconda metà del 2007 e il coinvolgimento delle banche europee nel calo di \$380 miliardi del volume in essere di ABCP, che ha dovuto essere ripreso in bilancio, questa necessità di costanti rifinanziamenti ha concorso alla stretta di liquidità nel mercato interbancario. In linea con tale situazione, alcuni mercati dei riporti in cambi e degli swap di interesse su valute incrociate hanno mostrato evidenti segni di tensione: i tassi di

Raccolta in dollari USA nel mercato interbancario e tassi impliciti nei riporti in cambi



¹ Attività nette in base alla nazionalità della banca; calcolate come differenza tra attività e passività transfrontaliere. La componente interbancaria è ulteriormente disaggregata in attività intragruppo (non riportate), attività verso altre banche e attività verso autorità monetarie; in miliardi di dollari USA. ² Tassi in dollari USA impliciti nei riporti in cambi a tre mesi, calcolati a partire dal Libor sull'euro, in percentuale; stimati in base alla metodologia descritta da N. Baba, F. Packer e T. Nagano in "Trasmissione delle turbolenze del mercato monetario ai mercati dei riporti in cambi e degli swap su valute", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2008.

Fonti: Bloomberg; statistiche bancarie BRI su base locale per nazionalità; elaborazioni BRI. Grafico VI.10

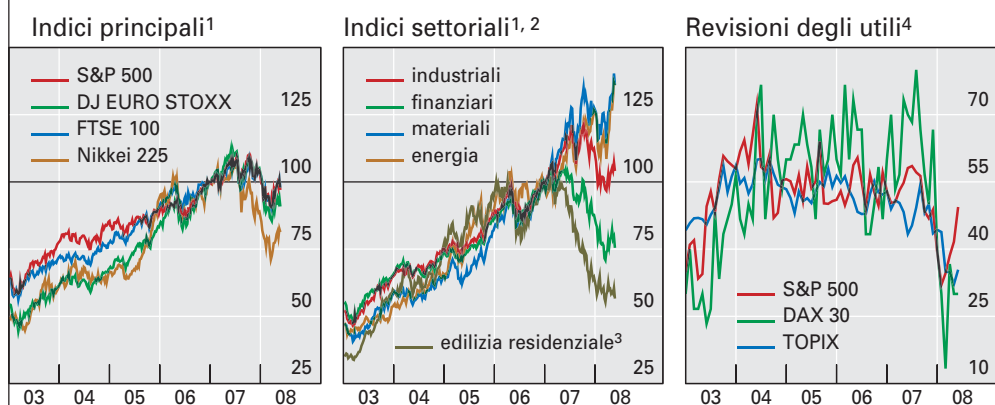
interesse USA derivati dai prezzi dei riporti in cambi si sono talvolta discostati considerevolmente dal Libor effettivo in dollari durante le turbolenze (grafico VI.10, diagramma di destra).

Propagazione delle turbolenze ai mercati azionari

Nelle economie industriali avanzate i corsi azionari hanno cominciato a flettere nel corso dell'estate 2007, a seguito dell'ampliamento degli spread sui CDS durante la fase iniziale delle turbolenze nei mercati creditizi (grafico VI.11,

I corsi azionari cominciano a flettere in estate ...

Corsi azionari e aspettative sugli utili



¹ Dati di fine settimana, in termini di moneta locale; fine dicembre 2006 = 100. ² Indici azionari MSCI. ³ Indice azionario elaborato da Datastream. ⁴ Indice di diffusione delle revisioni mensili degli utili unitari prospettici a dodici mesi, calcolato come somma della percentuale delle società per le quali gli analisti hanno corretto al rialzo le previsioni più la metà della percentuale di società per le quali gli analisti hanno lasciato le previsioni invariate, per tener conto della sovrastima sistematica degli utili da parte degli analisti.

Fonti: Bloomberg; Datastream; I/B/E/S; elaborazioni BRI.

Grafico VI.11

diagramma di sinistra). A fine 2007 e inizio 2008 si sono registrati ulteriori cali, quando i nuovi timori collegati al rischio di credito e il peggioramento delle prospettive macroeconomiche USA hanno generato preoccupazioni riguardo agli utili futuri e ridotto la tolleranza al rischio degli investitori. A partire da metà marzo 2008, tuttavia, le quotazioni azionarie hanno segnato una netta ripresa generalizzata dopo l'acquisizione di Bear Stearns da parte di JPMorgan. Tra fine marzo 2007 e metà maggio 2008, l'indice S&P è rimasto pressoché invariato, mentre il Nikkei 225 e il DJ EURO STOXX hanno perso rispettivamente il 18 e il 9%.

La debolezza investe in particolare il settore finanziario e le azioni giapponesi

La debolezza dei mercati azionari si è concentrata dapprima nel settore finanziario, con pesanti perdite soprattutto nel comparto bancario. Tra fine marzo 2007 e metà maggio 2008 i titoli finanziari globali hanno perso quasi il 20%, il calo più consistente dall'introduzione dell'indice finanziario Morgan Stanley Capital International (MSCI) alla fine del 1994. Viceversa, il segmento non finanziario ha mostrato andamenti alterni. Mentre le quotazioni azionarie di settori come quello delle costruzioni residenziali hanno mostrato una performance inferiore all'indice generale e subito un netto calo, di riflesso al cedimento del mercato USA delle abitazioni, nei comparti dei materiali e dell'energia sono stati registrati aumenti, riconducibili alla vigorosa dinamica dei mercati delle materie prime nel periodo in esame (grafico VI.11, diagramma centrale).

Nei mercati delle economie avanzate le azioni nipponiche hanno accusato nel complesso la flessione più consistente (grafico VI.11, diagramma di sinistra). Nonostante il fatto che le istituzioni finanziarie giapponesi risultassero meno esposte ai prestiti *subprime* rispetto alle loro controparti statunitensi ed europee, i titoli finanziari nipponici hanno segnato ingenti perdite, dovute anche ai timori circa l'impatto negativo del rallentamento dell'economia USA sugli esportatori giapponesi e l'ulteriore apprezzamento dello yen. Storicamente i periodi di rapido rafforzamento dello yen sul dollaro hanno spesso coinciso con una debolezza dei corsi azionari nipponici. In linea con tale tendenza, tra fine 2007 e metà marzo 2008 il principale indice azionario giapponese è sceso di oltre il 20% e nel contempo lo yen ha registrato un guadagno relativamente forte, pari al 14%, nei confronti del dollaro.

L'elevato rischio di recessione USA pesa sulle aspettative di profitto

La brusca inversione delle aspettative sugli utili delle società quotate nei mercati delle economie avanzate ha esercitato un effetto deprimente sui corsi azionari. Tale inversione ha perlopiù rispecchiato i crescenti timori che il rallentamento USA risultasse più grave e prolungato del previsto. Dalla metà del 2007 gli indici di diffusione delle revisioni degli utili unitari prospettici a dodici mesi sono crollati a livelli non più osservati dal 2002 (grafico VI.11, diagramma di destra). Queste previsioni pessimistiche hanno successivamente trovato conferma negli utili dichiarati. Nel quarto trimestre 2007 gli utili unitari cumulati negli Stati Uniti hanno segnato un calo di oltre il 20% (su base annua, ponderata per il numero di azioni), ben superiore a quello del 3%

... con perdite particolarmente forti dei titoli bancari

Le azioni giapponesi accusano il ribasso maggiore

Calo deciso degli utili attesi di fronte ai segni di rallentamento economico

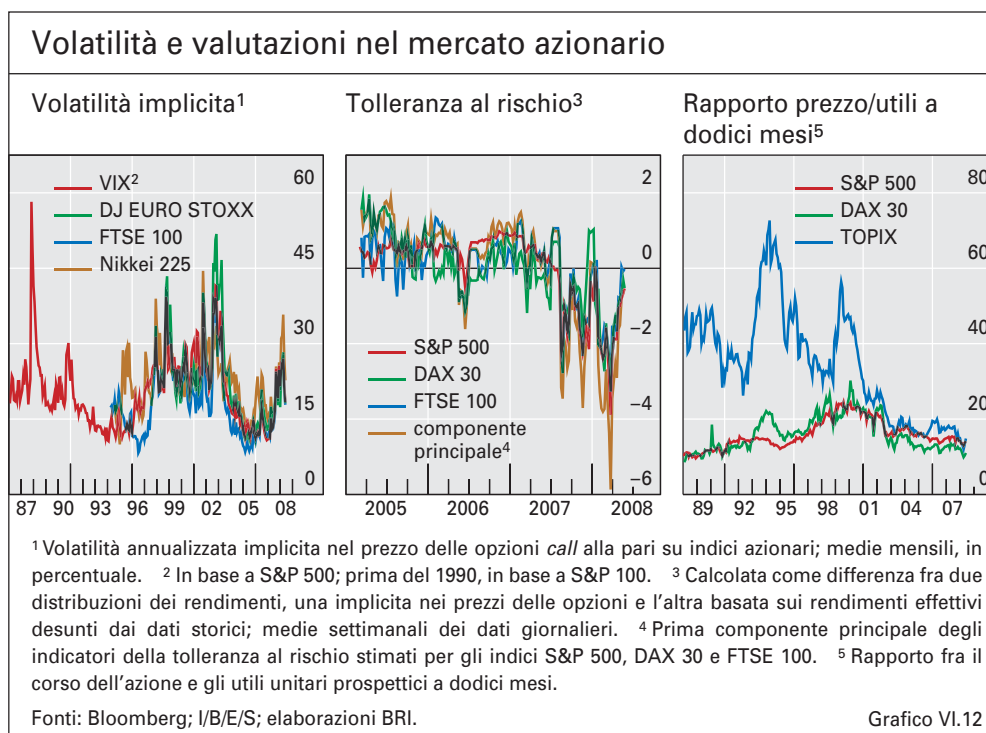
nel trimestre precedente. Nel gennaio 2008 le crescenti indicazioni di un indebolimento dell'attività economica reale hanno determinato ulteriori revisioni al ribasso degli utili attesi. A partire da marzo, nondimeno, le aspettative di profitto hanno ripreso a salire negli Stati Uniti e nei principali paesi europei.

Nello stesso tempo, le accresciute incertezze circa le prospettive economiche si sono tradotte in un forte aumento della volatilità e in una minore tolleranza al rischio. Negli Stati Uniti la volatilità implicita nelle opzioni, che era andata aumentando dagli inizi del 2007, ha raggiunto il 30% nell'agosto 2007 e agli inizi del 2008. Tale livello, prossimo a quelli osservati per l'ultima volta nell'aprile 2003, è più che doppio rispetto alla media del 14% negli anni 2004-06 e nettamente superiore a quella storica di circa il 20% relativa al periodo 1986-2006 (grafico VI.12, diagramma di sinistra). La volatilità in altri mercati azionari ha seguito un profilo analogo, con un incremento particolarmente pronunciato in Giappone, dove si è avvicinata al picco del 2001. Anche gli indicatori della tolleranza al rischio degli investitori nei mercati azionari, misurata dalla differenza fra la distribuzione statistica dei rendimenti azionari effettivi e quella implicita nei prezzi delle opzioni, hanno mostrato una flessione marcata fino a marzo 2008, portandosi ai livelli più bassi dal 2005 (grafico VI.12, diagramma centrale). Dopo la notizia dell'acquisizione di Bear Stearns a metà marzo, tuttavia, le quotazioni azionarie nelle economie industriali avanzate sono risalite, in parallelo con la diminuzione delle volatilità e il recupero della propensione al rischio.

La flessione della propensione al rischio fino a marzo trova riflesso anche nelle più basse valutazioni in base al rapporto prezzo/utili. Le valutazioni prospettiche sono diminuite durante il periodo, poiché le revisioni al ribasso degli utili non hanno tenuto il passo della perdita di valore delle azioni,

La volatilità aumenta e la tolleranza al rischio si riduce

Calano le valutazioni prospettiche

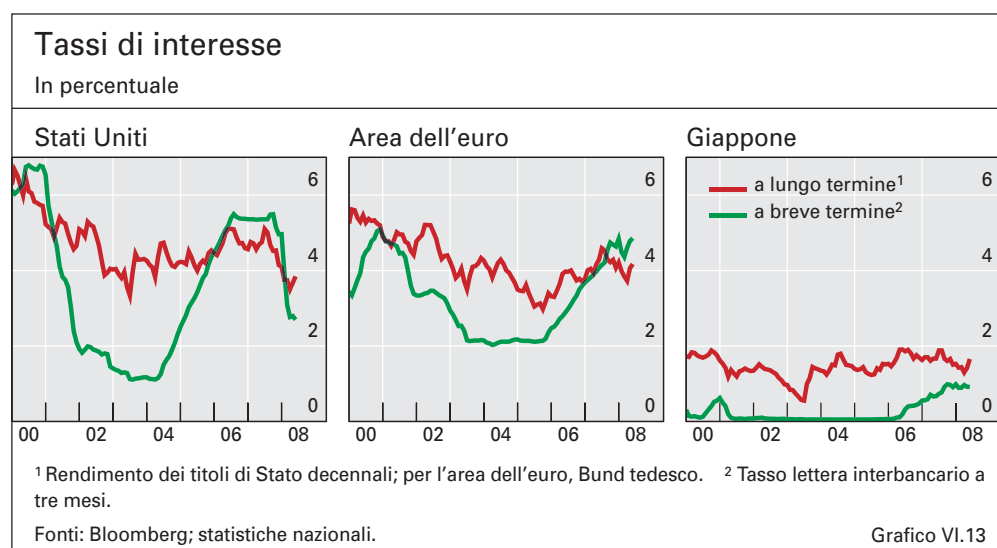


nonostante il crescente pessimismo degli analisti. Ad esempio, il rapporto fra l'indice S&P 500 e gli utili attesi a un anno è sceso da circa 14 nel 2006 a 13 nel marzo 2008, livello minimo dal 1995. Il valore del marzo 2008 era molto inferiore alla media calcolata dal 1988, ma in linea con quella del periodo 1988-1997, che non comprende i picchi raggiunti dalle valutazioni negli ultimi anni novanta in un clima di estremo ottimismo degli investitori (grafico VI.12, diagramma di destra). Anche le misure delle valutazioni basate sul DAX e sul TOPIX sono diminuite e nel marzo 2008 si situavano ben al disotto delle rispettive medie di lungo periodo.

Forte calo dei rendimenti obbligazionari con l'aggravarsi delle turbolenze

Precipitano i rendimenti obbligazionari ...

I rendimenti a lungo termine nei principali mercati dei titoli di Stato, generalmente cresciuti nel primo semestre 2007, hanno subito una brusca caduta con l'insorgere delle turbolenze. La forte pressione al ribasso sui rendimenti è risultata dall'effetto congiunto di una "fuga verso la sicurezza" e delle aspettative di una diminuzione dei tassi di interesse al deteriorarsi delle prospettive di crescita economica. L'impatto di entrambi questi fattori è stato evidente soprattutto negli Stati Uniti, dove l'economia appariva particolarmente fragile. Tra il picco precrisi di metà giugno 2007, che risulta comunque basso secondo i parametri storici, e il crollo di Bear Stearns verso metà marzo 2008, i rendimenti dei titoli di Stato USA decennali hanno ceduto quasi 200 punti base per collocarsi a circa il 3,35%, un livello non più osservato dal 2003 (grafico VI.13, diagramma di sinistra). Anche nell'area dell'euro e in Giappone si sono registrati cali, seppure di minore entità, di riflesso alla convinzione che i rischi recessivi per queste economie fossero minori rispetto agli Stati Uniti: i rendimenti obbligazionari decennali nell'area dell'euro sono calati di circa 100 punti base, a meno del 3,70%, mentre quelli in Giappone hanno perso circa 70 punti base, scendendo a poco meno dell'1,30% (grafico VI.13, diagrammi centrale e di destra). Allorché la situazione nei mercati finanziari internazionali è parsa stabilizzarsi e migliorare in certa misura



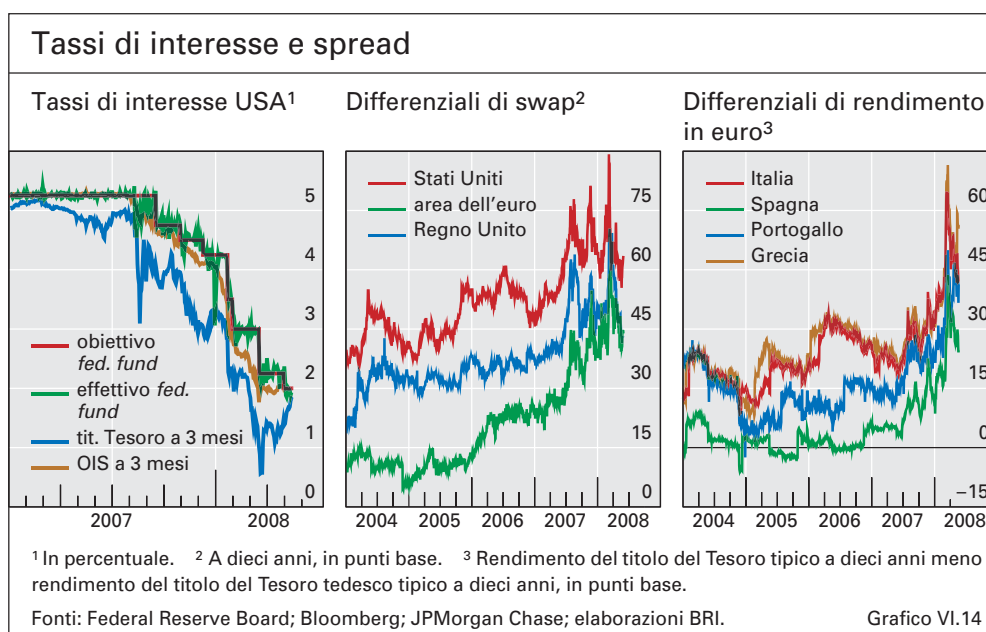
da metà marzo 2008 circa, i rendimenti decennali hanno segnato un lieve recupero: tra metà marzo e metà maggio essi sono aumentati di quasi 50 punti base negli Stati Uniti e nell'area dell'euro e di oltre 40 punti in Giappone.

La fuga verso la sicurezza provoca una corsa ai titoli di Stato

Non appena sono iniziate le vendite sui mercati del credito nell'estate 2007, gli investitori hanno rapidamente ridimensionato le proprie esposizioni ad attività rischiose, causando un'impennata della domanda di titoli di Stato relativamente sicuri. Oltre al crollo dei rendimenti, ciò si è tradotto in una carenza di titoli pubblici disponibili per le operazioni pronti contro termine, specie a cavallo fra il 2007 e il 2008. Tale carenza si è manifestata in un netto aumento del numero degli "inadempimenti" negli Stati Uniti, ossia di situazioni in cui un'operazione in titoli del Tesoro non viene regolata nei tempi prestabiliti (dal lato sia del ritiro che della consegna). Tali inadempimenti, che nei primi tre trimestri 2007 erano ammontati in media a circa \$90 miliardi alla settimana, sono più che raddoppiati nel quarto trimestre, a oltre \$200 miliardi, per poi salire ulteriormente a una media settimanale superiore a \$700 miliardi fino alla metà del secondo trimestre 2008.

... per effetto della corsa a investimenti sicuri ...

La fuga verso la sicurezza, insieme alla corsa alla liquidità, ha dato luogo a un aumento significativo delle risorse affluite ai fondi del mercato monetario. Negli Stati Uniti, ad esempio, il patrimonio netto totale di questi fondi, che aveva oscillato tra \$1,8 e 2,4 trilioni negli anni 2000-06, è balzato a oltre \$3,1 trilioni a fine 2007 e a più di \$3,5 trilioni tre mesi dopo, per poi stabilizzarsi. Poiché una parte consistente di tali afflussi è stata investita in titoli di Stato a breve termine, ciò ha accresciuto la forte pressione al ribasso sui rendimenti, specie dei buoni del Tesoro USA (grafico VI.14, diagramma di sinistra). A tratti, il titolo a tre mesi è stato negoziato a oltre 180 punti base sotto il corrispondente tasso atteso medio sui *federal fund*, ricavato a partire dal tasso OIS a tre mesi. Nel contempo, alcuni fondi comuni che avevano



investito in titoli a breve collegati a mutui *subprime* sono stati colpiti dalle turbolenze, rendendo in taluni casi necessarie iniezioni di capitale da parte della casa madre per evitare che il valore netto del fondo scendesse sotto la pari.

Con l'acuirsi delle perturbazioni sui mercati, i differenziali di swap si sono ampliati notevolmente, raggiungendo per le scadenze decennali negli Stati Uniti, nell'area dell'euro e nel Regno Unito livelli non più riscontrati dal 2001 (grafico VI.14, diagramma centrale). Ciò è parso anche riflettere l'accresciuto timore degli investitori per i rischi sistemici di fronte all'accumularsi di segni di instabilità nel sistema bancario. Inoltre, la crescita dei tassi swap rispetto ai rendimenti dei titoli di Stato è da ricondurre alla fuga degli investitori dalle attività rischiose verso i titoli pubblici, nonché al maggiore ricorso agli swap nel tentativo di coprire le esposizioni creditorie in una situazione in cui la liquidità nei mercati dei tradizionali strumenti di copertura stava divenendo sempre più scarsa.

... in presenza di una minore propensione al rischio ...

Un ulteriore segnale dell'accresciuta preferenza per la liquidità e della minore propensione al rischio è provenuto dall'ampliamento su livelli insolitamente alti degli spread tra i rendimenti dei titoli di Stato tedeschi e quelli di altri paesi dell'area dell'euro dopo la metà del 2007 (grafico VI.14, diagramma di destra). Ad esempio, il differenziale tra i rendimenti dei titoli decennali spagnoli e tedeschi è salito da circa 5 punti base nel giugno 2007 a oltre 40 punti nel marzo 2008, mentre quello sui titoli italiani corrispondenti è passato da circa 20 a 60 punti, per poi segnare un lieve calo a metà maggio. Sebbene alcuni osservatori abbiano in parte attribuito questa evoluzione ai timori per le crescenti tensioni nell'unione monetaria dovute alle diverse dinamiche dei fondamentali, sembra più probabile che essa vada ricondotta soprattutto all'estrema riluttanza degli investitori a detenere titoli che non fossero massimamente liquidi.

I timori di recessione abbassano ulteriormente i rendimenti

... e di previsioni di una più lenta crescita economica

Le percezioni di un indebolimento delle prospettive economiche hanno gradualmente rafforzato le pressioni al ribasso sui rendimenti esercitate dalla fuga verso la sicurezza. A conferma di ciò, circa i tre quarti del calo dei rendimenti a lungo termine nei mercati delle obbligazioni nominali degli Stati Uniti e dell'area dell'euro da metà 2007 è imputabile alla flessione dei rendimenti reali. Nel segmento a breve e medio termine si è registrata una contrazione ancor più netta: ad esempio, i rendimenti reali stimati dei titoli a tre anni USA a cedola zero hanno perso circa 300 punti base tra fine maggio 2007 e metà marzo 2008, portandosi in territorio negativo (grafico VI.16, diagramma di sinistra). Tale evoluzione rispecchia perlopiù l'aspettativa secondo cui negli Stati Uniti i tassi di interesse nominali a breve sarebbero rimasti in media inferiori all'inflazione per diversi anni a venire, presupponendo un periodo prolungato di tassi ufficiali bassi, presumibilmente in conseguenza della debole crescita, nonché una perdurante inflazione. I rendimenti reali a breve sono calati anche nell'area dell'euro, sebbene molto meno che negli Stati Uniti: tra fine maggio 2007 e metà marzo 2008 quelli a tre anni sono scesi di 130 punti base allo 0,90% circa. Con l'emergere di segnali di una lieve attenuazione

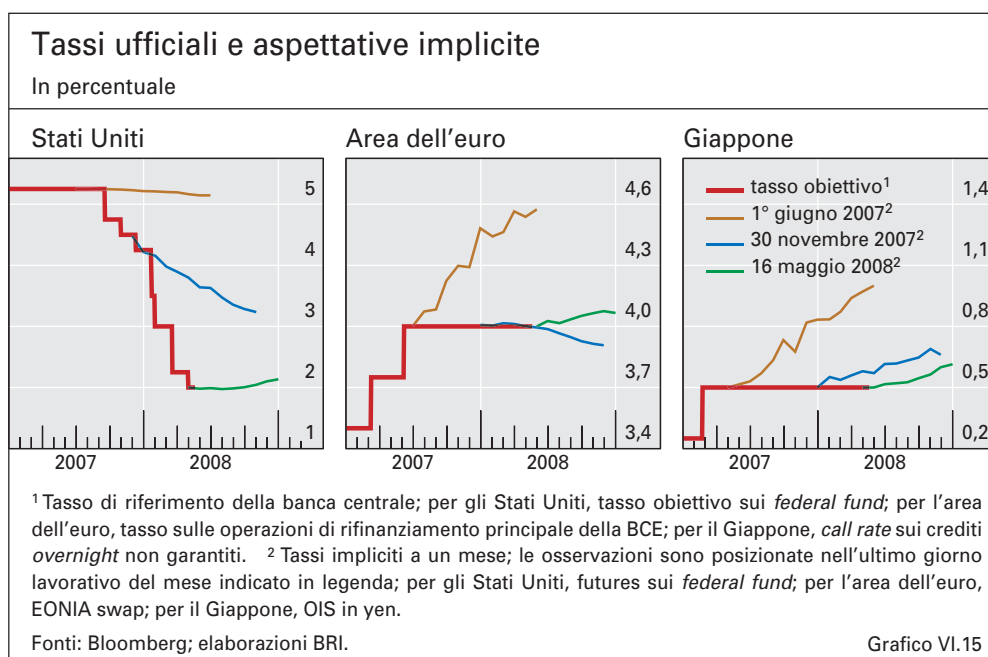
delle tensioni sui mercati finanziari, anche i rendimenti reali hanno segnato un leggero recupero tra metà marzo e metà maggio.

Malgrado il persistere di spinte inflazionistiche, le aspettative dei mercati di una riduzione dei tassi di interesse si sono intensificate con il deteriorarsi delle prospettive di crescita, specie negli Stati Uniti. Mentre i prezzi dei futures sui *federal fund* all'inizio dell'estate 2007 avevano indicato le attese di un orientamento monetario sostanzialmente stabile per qualche tempo – in linea con le contestuali indicazioni della Federal Reserve – il quadro è mutato rapidamente al peggiorare delle condizioni nei mercati finanziari (grafico VI.15, diagramma di sinistra). Nella quarta fase delle turbolenze, nel novembre 2007, il tasso obiettivo sui *federal fund* era già stato abbassato di 75 punti base, ma i mercati seguitavano ad attendersi tagli ulteriori per i mesi successivi. Con il nuovo deterioramento della situazione a inizio 2008, la riduzione addizionale del tasso obiettivo, per un totale di 200 punti base, annunciata dalla Federal Reserve nel primo trimestre ha addirittura superato le previsioni di fine 2007 degli investitori. Ciò, unitamente all'adozione da parte della Federal Reserve di nuove misure volte a fornire liquidità agli operatori e al salvataggio di Bear Stearns in marzo, pare avere contribuito a ripristinare una certa fiducia tra gli investitori. A metà maggio, dopo un ulteriore allentamento di 25 punti base il 30 aprile, i prezzi dei futures sui *federal fund* segnalavano aspettative di un periodo di tassi invariati.

La Federal Reserve abbassa i tassi in misura significativa ...

Anche nell'area dell'euro e in Giappone i tassi ufficiali attesi si sono mossi verso il basso con l'evolvere delle turbolenze, benché rispetto agli Stati Uniti sia le revisioni degli investitori sia le successive manovre monetarie effettive siano state molto più contenute. Prima della crisi, si era assistito a un progressivo aumento dei tassi sia nell'area dell'euro sia in Giappone (grafico VI.15, diagramma centrale e di destra). La percezione che queste economie fossero meno vulnerabili degli Stati Uniti, insieme alle segnalazioni

... e gli investitori si attendono un allentamento monetario anche in altri paesi



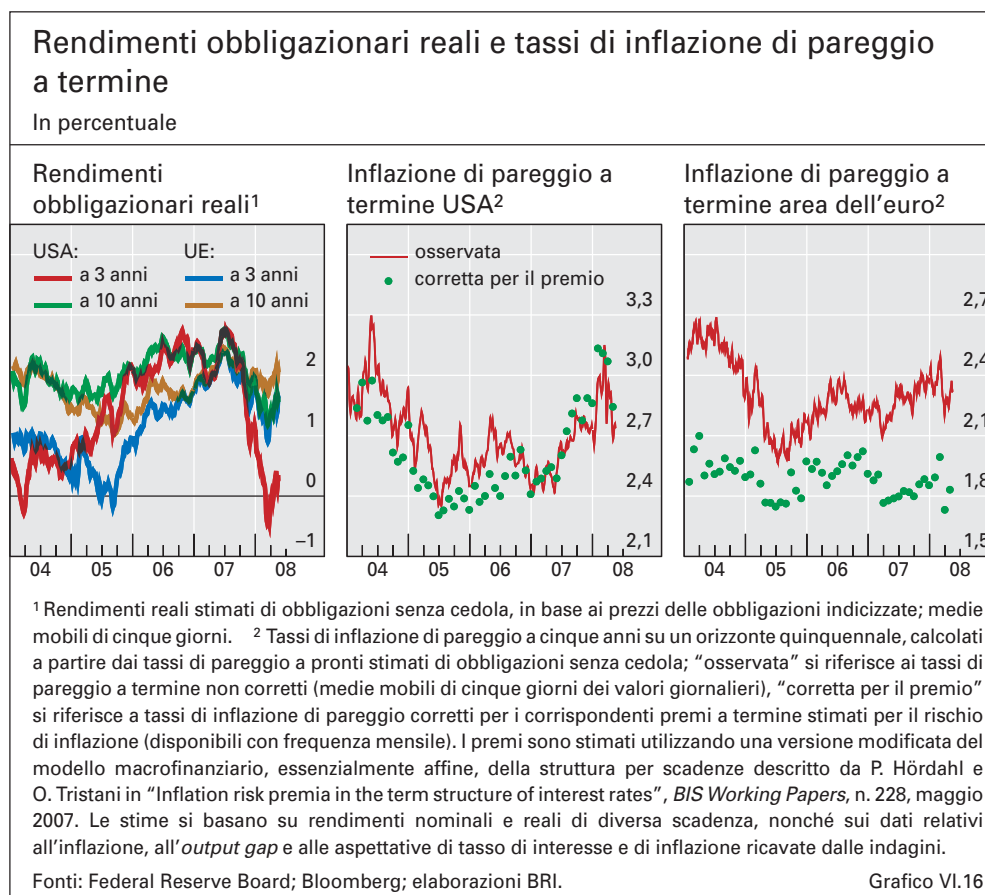
delle banche centrali, ha indotto i mercati nella seconda metà del 2007 a rivedere solo gradualmente le attese riguardo ai tassi di riferimento.

I tassi di inflazione di pareggio salgono nonostante l'indebolirsi delle prospettive economiche

L'indebolimento delle prospettive di crescita economica con il dispiegarsi della turbolenza sembra aver avuto uno scarso effetto frenante sulle aspettative di inflazione, desunte dalle indagini sulle proiezioni degli analisti. Senza dubbio ciò è in parte riconducibile all'accelerazione dei corsi petroliferi e al forte rincaro degli alimentari, che hanno spinto al rialzo i dati sull'inflazione complessiva. Tale evoluzione ha probabilmente concorso anche alla stabilità e, talvolta, all'aumento dei tassi di inflazione di pareggio a pronti negli Stati Uniti e nell'area dell'euro.

Fatto più significativo, i tassi di inflazione di pareggio a termine a cinque anni – una misura comune del compenso richiesto per il rischio di inflazione, tendenzialmente meno influenzata dall'incremento delle quotazioni del greggio e da altri shock transitori – sono saliti negli Stati Uniti e nell'area dell'euro nella seconda metà del 2007 e agli inizi del 2008 (grafico VI.16, diagrammi centrale e di destra). La crescita è stata particolarmente pronunciata per i tassi USA e ha coinciso con l'abbassamento del tasso obiettivo sui *federal fund*, per un totale di 300 punti base, operato dalla Federal Reserve tra settembre 2007 e marzo 2008. È pertanto possibile che agli occhi degli

I crescenti tassi di inflazione di pareggio a termine ...



investitori la Federal Reserve, e forse altre banche centrali, avrebbero dovuto mantenere un orientamento più accomodante della norma al fine di contenere i rischi per la crescita in presenza di condizioni molto tese sui mercati finanziari, adottando così un approccio di “gestione del rischio” nella conduzione della politica monetaria (Capitolo IV). Con il miglioramento della situazione sui mercati dopo metà marzo e il recedere delle aspettative di ulteriori drastici tagli dei tassi, l’inflazione di pareggio è ridiscesa dai precedenti massimi.

Nondimeno, i tassi di inflazione di pareggio vanno interpretati con cautela. Essi rispecchiano non solo le aspettative di inflazione, ma anche vari premi al rischio (in particolare, di inflazione e di illiquidità) ed eventuali effetti derivanti da fattori istituzionali. Inoltre, in periodi di grave tensione sui mercati, taluni fattori tecnici come la corsa verso titoli sicuri e la rapida liquidazione di posizioni possono influenzare i tassi di pareggio e complicarne l’interpretazione. Se si prescindono dagli effetti di liquidità e dagli influssi dovuti ad aspetti istituzionali e tecnici, i tassi di pareggio inglobano due componenti: l’inflazione attesa sull’orizzonte temporale dato e un premio al rischio relativo all’incertezza circa l’inflazione futura. Si può quindi cercare di depurare il tasso di pareggio osservato da tale premio per il rischio di inflazione allo scopo di ottenere un’immagine più accurata delle aspettative inflazionistiche degli investitori. Ad esempio, sono ricavabili stime del premio per il rischio di inflazione, modellizzando congiuntamente le dinamiche dei rendimenti dei titoli nominali e indicizzati insieme a variabili macroeconomiche. Secondo le stime fornite da questo modello, l’aumento del tasso di inflazione di pareggio a termine USA fino a metà marzo circa pare ampiamente dovuto alle crescenti aspettative inflazionistiche di lungo periodo (grafico VI.16, diagramma centrale). Per contro, sebbene anche le oscillazioni a breve dei tassi di inflazione di pareggio a termine nell’area dell’euro sembrano aver riflesso in parte variazioni delle attese di inflazione, le stime del modello indicano che l’incremento avvenuto nella seconda metà del 2007 e agli inizi del 2008 va in larga misura ricondotto ai maggiori premi per il rischio di inflazione (grafico VI.16, diagramma di destra).

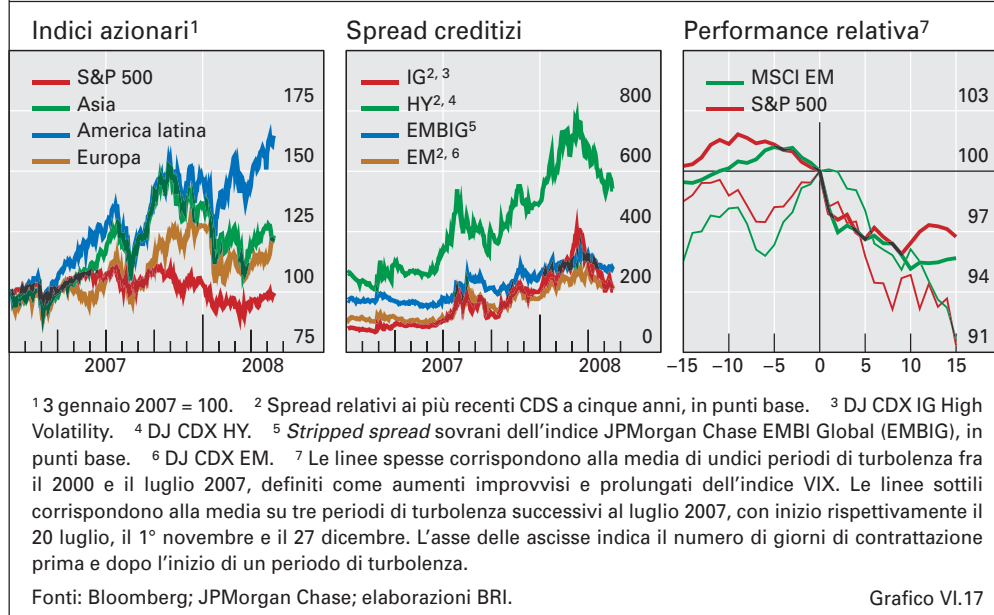
... paiono segnalare un aumento dell’inflazione attesa USA

Buona tenuta delle attività dei mercati emergenti

I valori delle attività dei mercati emergenti, che erano sensibilmente saliti nella prima metà del 2007, durante le turbolenze hanno in generale dato prova di una tenuta maggiore nel confronto con attività comparabili in altri mercati e persino con precedenti episodi di turbolenza finanziaria nelle economie avanzate.

Nella prima metà del 2007 i prezzi delle attività dei mercati emergenti sono fortemente aumentati sotto l’impulso di un ulteriore anno di vigorosa progressione economica. Le economie emergenti hanno continuato a espandersi rapidamente, realizzando in molti casi nuovi miglioramenti delle finanze pubbliche e della bilancia dei pagamenti grazie ai crescenti corsi delle materie prime (Capitolo III). Nonostante un breve periodo di turbolenza a fine febbraio 2007, l’indice JPMorgan EMBIG degli spread sul debito sovrano in dollari USA ha continuato a diminuire fino a metà anno, raggiungendo un minimo storico

Indicatori finanziari dei mercati emergenti



di 151 punti base a inizio giugno (grafico VI.17, diagramma centrale). Anche i mercati azionari emergenti hanno registrato forti guadagni, con l'indice MSCI in rialzo del 16% a metà anno (grafico VI.17, diagramma di sinistra).

In un contesto di generale riconsiderazione del rischio, nella seconda metà dell'anno il valore delle attività dei mercati emergenti ha subito oscillazioni significative, sebbene non così ampie come quelle osservate in alcune economie mature. Tra fine giugno e il 26 novembre 2007 i differenziali sui titoli sovrani dei mercati emergenti si sono ampliati di 107 punti base, ossia assai meno che nei mercati creditizi ad alto rendimento USA. Inoltre, benché il costo della protezione contro il rischio di insolvenza sul debito sovrano dei mercati emergenti, misurato dall'indice CDX EM, sia aumentato durante le turbolenze, gli spread sui contratti CDS con scadenza analoga su titoli di qualità bancaria USA sono saliti in misura ancor maggiore. Nel novembre 2007 il CDX EM era sceso ben al di sotto del sottoindice ad alta volatilità del CDX *investment grade* nordamericano (grafico VI.17, diagramma centrale).

I mercati azionari emergenti sono stati duramente colpiti nelle fasi iniziali della turbolenza, mentre negli stadi successivi hanno dato prova di una tenuta maggiore rispetto ai mercati di alcune economie mature. Dopo aver toccato un massimo il 23 luglio, nel mese successivo hanno ceduto gran parte dei guadagni realizzati nel primo semestre dell'anno, e il 17 agosto l'indice ampio MSCI per i mercati emergenti era calato del 18%, a fronte di una flessione del 10% dell'indice globale nello stesso periodo. Tuttavia, in settembre e in ottobre i mercati azionari emergenti hanno recuperato terreno, grazie in particolare alla vigorosa dinamica in Asia (+24%) e America latina (+25%). A fine anno gli indici ampi per ciascuna delle tre regioni emergenti si collocavano nuovamente al di sopra dei livelli del 23 luglio, mentre i principali indici di Stati Uniti, Giappone ed Europa avevano tutti registrato ribassi pari o superiori al 4%.

Come per le economie industriali avanzate, i timori di un più diffuso rallentamento della crescita hanno chiaramente cominciato a gravare su diversi

I mercati emergenti seguono il ribasso dei mercati internazionali in agosto ...

... e agli inizi del 2008

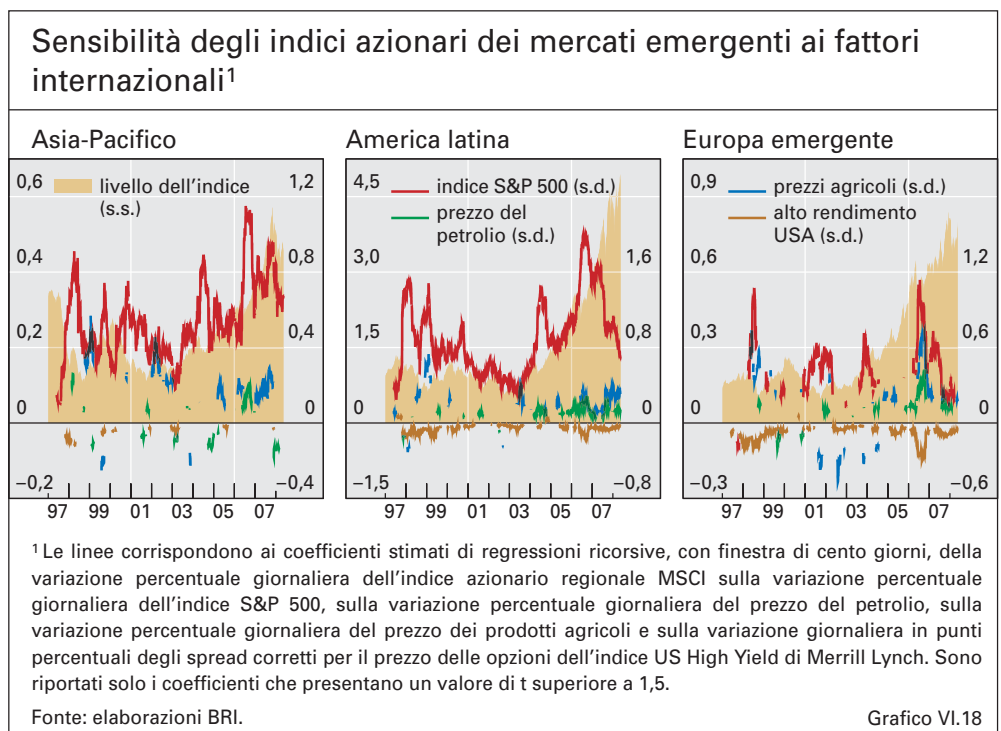
mercati emergenti agli inizi del 2008. La serie di deboli dati sull'economia reale USA pubblicati in gennaio ha innescato un'ondata di vendite nei mercati azionari mondiali, a seguito della quale l'indice generale per i mercati emergenti ha perso oltre il 10% nel corso del mese. In questo clima di cessioni, si sono ampliati anche gli spread sui titoli sovrani dei mercati emergenti e l'indice EMBIG è salito fino a 339 punti base il 17 marzo, allorché i mercati hanno appreso dell'aggravarsi delle difficoltà finanziarie di Bear Stearns.

La dinamica ribassista dei mercati azionari emergenti nei primi mesi del 2008 è stata significativamente diversa a seconda delle regioni. I rincari delle materie prime, che da un lato hanno sostenuto i corsi in Russia, America latina e Medio Oriente, dall'altro hanno alimentato timori per l'inflazione interna in tutte le aree emergenti (Capitolo III). I mercati azionari dell'America latina si sono prontamente ripresi dopo la fase di vendite di gennaio e gli indici in Brasile, Cile e Perù hanno addirittura sfiorato i massimi storici a fine marzo. Per contro, i mercati azionari asiatici mostravano perdite superiori al 20% a metà marzo, con flessioni particolarmente accentuate in Cina, in India e nelle Filippine. Per quanto riguarda la Cina, le iniziative prese dalle autorità nazionali per rallentare l'economia, insieme all'apprezzamento del renminbi sul dollaro USA e ai rincari di alimentari e petrolio, hanno indotto gli investitori a mettere in dubbio le valutazioni dei titoli societari cinesi, che a fine 2007 evidenziavano rapporti prezzo/utili prossimi a 50. Il 18 aprile 2008 l'indice della borsa di Shanghai mostrava un calo di quasi il 50% rispetto al picco del 16 ottobre 2007, annullando gran parte dei guadagni accumulati nel 2007.

Per tutto il periodo di turbolenza, il valore delle attività di numerose economie emergenti ha beneficiato della percezione che i rischi al ribasso per la crescita erano minori di quelli per gli Stati Uniti e altre economie industriali avanzate (Capitolo III). Rispetto al passato, nei mercati emergenti sia azionari

I rincari delle materie prime sostengono i mercati azionari in alcuni paesi

La sensibilità dei corsi agli andamenti del mercato USA è diminuita ...



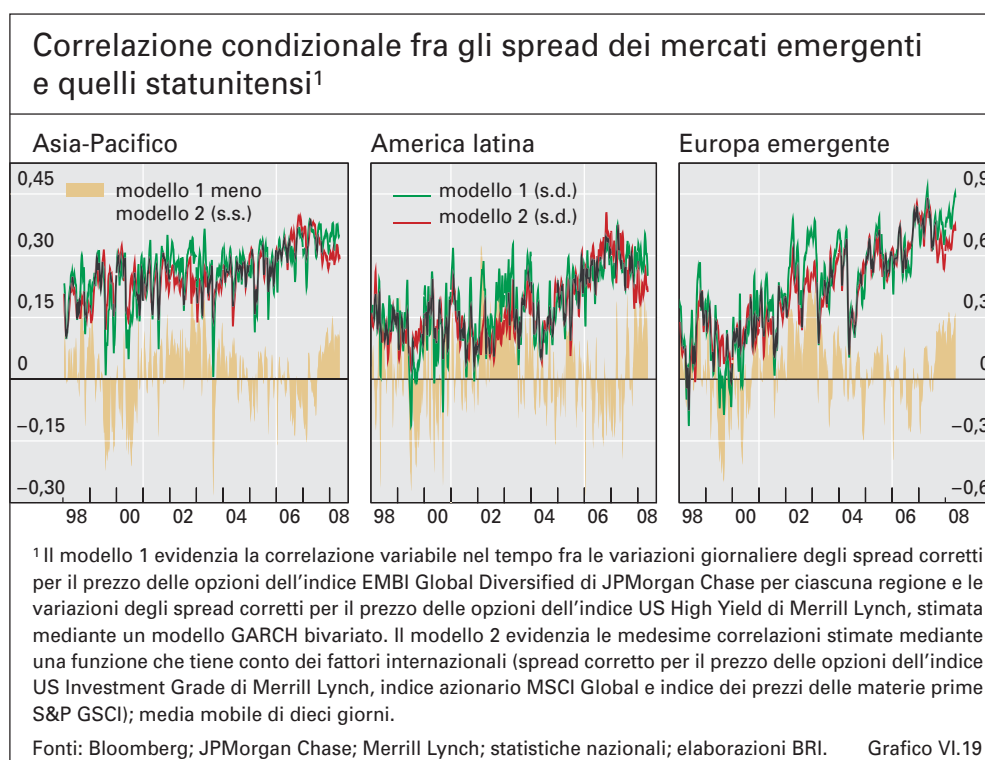
che creditizi i prezzi delle attività hanno mostrato pertanto una sensibilità piuttosto contenuta agli andamenti degli omologhi mercati USA. Ad esempio, in tre distinti episodi di aumento improvviso e sostenuto della volatilità nei mercati azionari statunitensi dal luglio 2007 le borse dei mercati emergenti hanno retto relativamente bene, surclassando l'indice S&P 500 nei primi quindici giorni di ciascun periodo (grafico VI.17, diagramma di destra). Tale andamento contrasta con quanto osservato in precedenti episodi di turbolenza nei mercati USA, quando gli indici azionari emergenti avevano mostrato in genere un andamento relativamente peggiore.

... nei mercati emergenti sia azionari ...

In certa misura, la resilienza delle attività dei mercati emergenti ha rispecchiato sia la vigorosa crescita interna in molti paesi sia il sostegno proveniente dai rincari delle materie prime. Alcune evidenze statistiche derivate da regressioni mobili sembrano confermare tale osservazione (grafico VI.18). La sensibilità agli andamenti dei mercati azionari USA, che era andata aumentando nella maggior parte delle regioni dal 2003, ha cominciato ad attenuarsi a metà 2006, per poi calare decisamente dopo luglio 2007 con lo scoppio delle turbolenze. Nello stesso periodo, pare che le variazioni giornaliere dei prezzi delle materie prime abbiano assunto un ruolo più importante nel determinare i rendimenti azionari nei mercati emergenti, specie in America latina.

... sia creditizi

Le stime basate sugli spread creditizi forniscono indicazioni di un'analogia dissociazione tra i mercati del debito sovrano dei paesi emergenti e quelli del credito ad alto rendimento USA. Una stima semplice della correlazione variabile nel tempo tra gli spread in tali mercati si è mantenuta a un livello relativamente elevato secondo i parametri storici dopo la tendenza generalmente ascendente mostrata almeno dal 2004 (linea verde nel grafico VI.19).



Se invece nella funzione sono integrati altri fattori USA e globali, come i prezzi delle materie prime, le quotazioni azionarie mondiali e gli spread nel segmento *investment grade* USA (linea rossa), le correlazioni mostrano un calo più consistente a partire dal 2007, in particolare nel recente periodo di turbolenza nei mercati del credito.

VII. Il settore finanziario nelle economie industriali avanzate

Aspetti salienti

Il periodo sotto rassegna è stato caratterizzato da tensioni generalizzate nel settore finanziario delle economie industriali avanzate.

La fase di crescita e di elevata redditività delle imprese finanziarie, durata diversi anni, si è bruscamente interrotta nel 2007 con il diffondersi a tutto il sistema finanziario di tensioni derivanti principalmente dalle esposizioni verso il mercato degli immobili residenziali. Il moltiplicarsi delle insolvenze nel comparto dei mutui *subprime* statunitensi ha costretto numerose istituzioni a effettuare ingenti svalutazioni nei portafogli di crediti ipotecari cartolarizzati. La situazione è peggiorata a più riprese dopo i mesi estivi e molte imprese hanno dovuto far fronte a difficoltà di finanziamento nel mercato interbancario. Il quasi fallimento di grandi società finanziarie ha spinto le autorità a intervenire per scongiurare potenziali turbative sistemiche derivanti da un collasso disordinato.

La portata delle tensioni e la rapidità con cui queste si sono diffuse hanno costituito un severo banco di prova per la solidità di numerose strutture innovative introdotte nel settore finanziario negli ultimi anni; esse hanno inoltre messo in luce il grado di interconnessione tra i mercati e le istituzioni. Quello che era cominciato come un problema specifico di un segmento del mercato ipotecario statunitense è divenuto una fonte di perdite per le società finanziarie di tutto il mondo che detenevano titoli a esso collegati. L'incertezza in merito alle dimensioni e alla ripartizione delle perdite è stata acuita dalla complessità delle nuove strutture utilizzate nel processo di cartolarizzazione. L'accresciuta avversione al rischio ha determinato una situazione di illiquidità, facendo affiorare le debolezze nelle modalità di finanziamento di molte imprese finanziarie.

Essendo numerose istituzioni finanziarie impegnate a risanare i propri bilanci indeboliti anche in presenza di un continuo peggioramento del contesto macroeconomico, è probabile che una svolta nel ciclo creditizio produrrà persistenti effetti avversi per l'attività economica. L'evolversi della situazione dipenderà in modo cruciale dalle interazioni dinamiche tra il settore finanziario e l'economia nel suo insieme. La minore disponibilità di credito, dovuta alle misure adottate dalle imprese finanziarie per preservare la propria base patrimoniale, potrebbe prolungare il periodo di bassa redditività incidendo sulla spesa aggregata, sull'attività economica e sulla qualità degli attivi. Queste conseguenze hanno altresì il potenziale di trasmettersi a livello internazionale, poiché i sistemi bancari indeboliti tendono a ridurre le proprie esposizioni transfrontaliere. Al di là delle implicazioni cicliche, questa fase di

grave tensione preannuncia anche alcuni cambiamenti strutturali. Le società finanziarie stanno riconsiderando gli assunti che validavano l'adozione di un modello operativo incentrato sull'erogazione e la distribuzione di prestiti tramite la cartolarizzazione. Al tempo stesso, le autorità stanno rivedendo quegli elementi del quadro prudenziale che non hanno funzionato com'era nelle intenzioni.

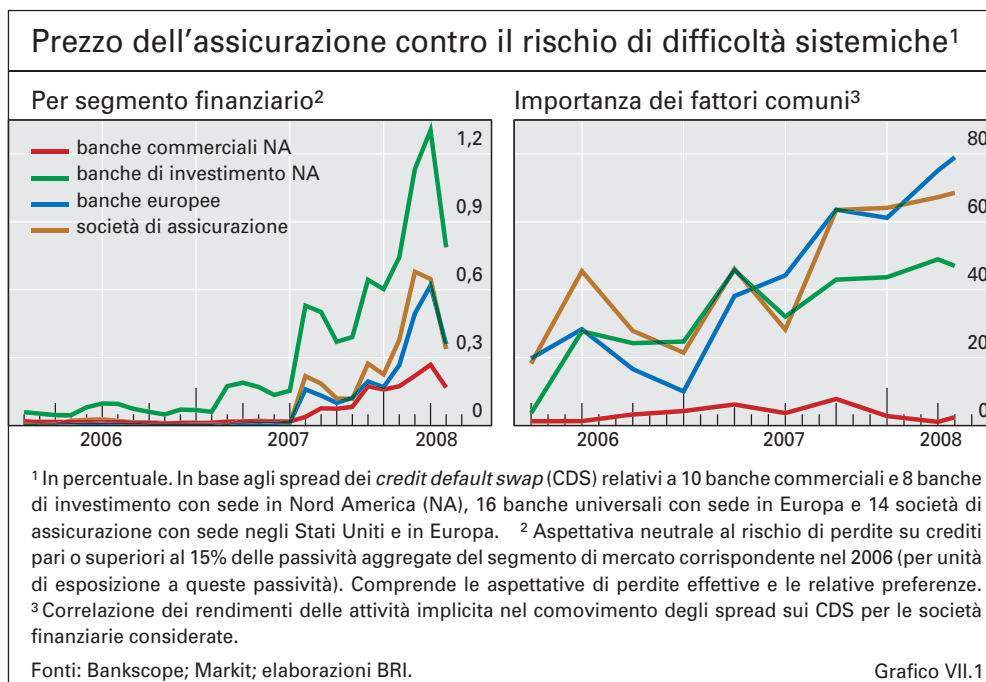
Le tensioni nel settore finanziario

In varia misura, le turbolenze hanno interessato imprese operanti in pressoché tutti i segmenti del settore finanziario delle economie industriali avanzate. Rispetto ad altri recenti episodi di stress, quest'ultimo è risultato più persistente e complesso. Tanto gli operatori quanto le autorità sono stati sorpresi dal grado di diffusione delle tensioni tra le imprese e nei vari mercati, nonché dalla ridotta efficacia degli strumenti ufficiali tradizionali. Il prezzo dell'assicurazione contro perdite di valore significative delle attività delle maggiori società finanziarie è un indicatore sia della misura in cui gli operatori hanno rivalutato la probabilità di rischio sistemico sia della loro decrescente propensione a sostenere questo rischio. Le misure indirette di tale prezzo, basate sulle quotazioni dei derivati di credito, hanno raggiunto massimi senza precedenti nell'estate 2007 e sono rimaste elevate durante il resto del periodo in rassegna in tutti i segmenti del settore (grafico VII.1). Questa impennata è attribuibile alla più acuta percezione da parte degli operatori del rischio di fallimento e alla loro convinzione che fattori comuni di tale rischio stessero agendo nelle diverse aree del settore.

La fase di forti turbative è stata caratterizzata da tre elementi interdipendenti. Primo, i tassi di insolvenza sulle ipoteche residenziali superavano ampiamente le aspettative incorporate nei prezzi dei mutui. Secondo, molti

Le turbolenze persistenti e complesse ...

... aumentano la rischiosità percepita delle istituzioni finanziarie



operatori non hanno saputo cogliere appieno la complessità intrinseca e l'opacità di schemi di finanziamento altamente strutturati, che rendevano le esposizioni difficili da valutare. Quando le imprese si sono affrettate a rivalutare i rischi nei propri bilanci, esse si sono rese conto della sensibilità delle valutazioni ai cambiamenti nelle ipotesi sottostanti ai modelli di *pricing* utilizzati. Terzo, l'incertezza degli operatori circa l'entità delle perdite e la loro distribuzione nel sistema ha determinato un generale prosciugamento della liquidità di mercato, che a sua volta ha acuito le incertezze sui prezzi e ha reso le condizioni di finanziamento sempre più difficili.

Commercial banking

Le banche classificate come commerciali o universali sono state tra le istituzioni più colpite in questa fase di tensioni. Nel periodo in esame le svalutazioni legate alle esposizioni al mercato ipotecario statunitense hanno notevolmente penalizzato la redditività del settore. Nell'anno civile 2007, durante il quale è stata effettuata la prima serie di svalutazioni, gli utili bancari sono stati stazionari nel migliore dei casi, ma nella maggior parte dei paesi essi sono diminuiti rispetto agli anni precedenti (tabella VII.1).

Il marcato deterioramento dei profitti bancari negli Stati Uniti ha riguardato l'insieme delle componenti di reddito. Il margine di interesse netto si è ridotto, mentre sono aumentati gli oneri operativi, invertendo la pluriennale tendenza al contenimento dei costi. Tutti gli indicatori dei costi di intermediazione creditizia si sono mossi verso l'alto. Gli accantonamenti per perdite su crediti hanno registrato il maggiore incremento degli ultimi vent'anni, di riflesso ai problemi nei mercati ipotecari, nonché presumibilmente al

Le banche statunitensi registrano un sensibile calo degli utili ...

Redditività delle maggiori banche ¹												
In percentuale sul totale medio dell'attivo												
	Utili lordi di imposta			Oneri per accantonamenti			Margine di interesse netto			Costi operativi		
	2005	2006	2007	2005	2006	2007	2005	2006	2007	2005	2006	2007
Austria (3)	0,85	1,64	1,29	0,30	0,38	0,28	1,64	1,90	2,24	2,10	2,40	2,40
Australia (4)	1,52	1,62	1,67	0,14	0,13	0,15	1,92	1,96	2,01	1,70	1,64	1,63
Canada (5)	1,01	1,32	1,27	0,10	0,10	0,14	1,79	1,64	1,68	3,00	2,56	2,57
Francia (5)	0,76	0,87	0,41	0,06	0,06	0,09	0,93	0,76	0,47	1,47	1,43	1,28
Germania (7) ²	0,38	0,55	0,28	0,06	0,07	0,04	0,65	0,68	0,52	0,96	1,32	0,98
Giappone (13) ²	0,66	0,67	0,50	0,12	0,15	0,13	0,89	0,97	0,75	1,05	1,15	0,80
Italia (4)	1,23	1,12	0,88	0,23	0,26	0,25	1,95	1,93	1,71	2,34	2,34	2,01
Paesi Bassi (4)	0,58	0,57	0,38	0,05	0,10	0,10	1,09	1,17	0,99	1,29	1,48	1,37
Regno Unito (8)	0,87	0,97	0,67	0,23	0,27	0,23	1,23	1,26	0,94	1,59	1,70	1,36
Spagna (5)	1,15	1,51	1,65	0,23	0,33	0,41	1,55	1,78	1,94	1,70	1,91	1,96
Stati Uniti (11)	1,93	1,82	1,02	0,20	0,20	0,56	2,72	2,50	2,47	3,44	3,12	3,51
Svezia (4)	0,90	1,06	0,98	0,01	-0,03	0,01	1,03	1,08	1,07	1,07	1,11	1,07
Svizzera (6)	0,66	0,87	0,31	0,00	0,00	0,01	0,63	0,53	0,45	1,67	1,73	1,70

¹ Tutti i dati si basano sugli IFRS; le cifre tra parentesi indicano il numero di banche considerate. ² I dati si basano su una combinazione di GAAP locali e statunitensi.

Fonti: Bankscope; FitchRatings.

Tabella VII.1

graduale rallentamento dell'attività economica e ai più elevati tassi di morosità. Ciò nonostante, gli accantonamenti non sono riusciti a tenere il passo delle sofferenze, cosicché l'indice di copertura è sceso sotto l'unità per la prima volta dal 1993.

In Europa il quadro è stato più eterogeneo. Mentre i profitti sono generalmente diminuiti, in diversi paesi i costi operativi hanno proseguito la tendenza calante degli ultimi anni. Gli accantonamenti a fronte di perdite su prestiti sono rimasti stabili nella maggior parte dei paesi e il calo della redditività è apparso più strettamente collegato alla flessione dei margini di interesse. Uno dei probabili fattori all'origine di quest'ultima è il crescente ricorso delle banche europee a fonti di finanziamento di mercato e all'ingrosso, il cui prezzo tende a essere più sensibile alla curva dei rendimenti e al rischio rispetto ai depositi. Discostandosi in parte dal quadro generale, le banche spagnole hanno migliorato i profitti, inclusi quelli derivanti dai margini di interesse, nonostante il significativo aumento degli accantonamenti. Gli utili delle banche svizzere e tedesche sono notevolmente diminuiti, sebbene gli accantonamenti per perdite su crediti siano rimasti pressoché stazionari, verosimilmente a causa della concentrazione dei fattori di stress nei portafogli titoli anziché nel portafoglio prestiti. La scoperta della più grave frode mai realizzata da un *trader* in una delle maggiori banche francesi ha messo in luce le carenze dei controlli interni, anche se la perdita da €4,9 miliardi non ha provocato il collasso dell'istituto.

... al pari di quelle svizzere e tedesche

Nel Regno Unito le banche hanno annunciato ingenti svalutazioni sulle esposizioni al mercato immobiliare statunitense, pur non registrando perdite complessive rilevanti per l'esercizio. Tuttavia, la corsa agli sportelli di Northern

Indici patrimoniali e di liquidità delle maggiori banche ¹									
	Patrimonio di base/attività ponderate per il rischio			Sofferenze/attività totali			Prestiti netti/depositi totali		
	2005	2006	2007	2005	2006	2007	2005	2006	2007
Austria (3)	7,7	8,9	8,1	2,3	2,1	1,8	56,4	58,1	63,2
Australia (4)	7,5	7,2	6,8	0,1	0,2	0,2	88,3	89,8	85,1
Canada (5)	9,9	10,4	9,6	0,3	0,2	0,2	58,3	56,2	57,2
Francia (4)	8,1	7,9	7,4	1,2	1,2	1,3	32,3	36,5	25,8
Germania (7)	8,4	8,4	8,0	1,0	0,6	0,8	36,2	30,4	25,4
Giappone (10)	7,3	7,9	7,4	1,1	1,0	0,9	53,1	55,1	62,5
Italia (4)	4,7	5,0	6,6	4,0	3,2	3,1	42,7	49,6	70,9
Paesi Bassi (4)	10,4	9,4	10,0	0,6	0,6	0,4	54,1	55,8	55,1
Regno Unito (7)	7,5	7,9	7,6	0,8	0,7	0,8	54,8	54,5	51,1
Spagna (5)	7,9	7,6	7,9	0,5	0,5	0,6	69,9	76,7	76,1
Stati Uniti (11)	8,4	8,6	8,0	0,3	0,3	0,6	63,4	63,6	61,5
Svezia (4)	7,1	7,2	7,1	0,4	0,4	0,3	71,7	74,2	74,9
Svizzera (4)	11,7	11,7	9,8	0,2	0,2	0,1	25,2	26,1	27,3

¹ Media ponderata in base alle attività totali delle banche; in percentuale; le cifre tra parentesi indicano il numero di banche considerate.

Fonte: Bankscope.

Tabella VII.2

I problemi di finanziamento conducono alla nazionalizzazione di un'istituzione britannica ...

Rock da parte dei piccoli depositanti, allorché si è avuta notizia delle difficoltà della banca nel finanziare il proprio portafoglio ipotecario sul mercato monetario all'ingrosso, ha lasciato l'impressione duratura di un sistema bancario in situazione critica. Il rapido deterioramento della liquidità della banca ha attivato l'intervento delle autorità di vigilanza nazionali, che inizialmente ha assunto la forma di un'iniezione di liquidità garantita da attività illiquide. In seguito, tuttavia, si è dovuto procedere alla nazionalizzazione dell'istituto, al fine di preservarne il valore fintantoché non fossero migliorate le condizioni di mercato. Per scongiurare nuovi episodi di panico tra i depositanti, il governo ha annunciato che avrebbe garantito i depositi presso tutte le banche britanniche. Questo insieme di circostanze ha inoltre indotto le autorità del paese a un approfondito riesame dei meccanismi istituzionali per il trattamento delle banche dissestate.

... mentre le banche giapponesi sono meno colpite dalle turbolenze

Le banche giapponesi, pur avendo registrato un calo degli utili nel periodo in esame, sono state colpite meno duramente dalle turbolenze rispetto alle loro concorrenti europee e nordamericane. La quota delle sofferenze sul totale degli impieghi ha continuato a ridursi e la flessione degli accantonamenti è stata contenuta, principalmente a causa delle esposizioni verso le società di credito al consumo. Nel complesso, l'adeguatezza patrimoniale delle banche nipponiche non è stata seriamente intaccata e il loro accesso al finanziamento non è stato pregiudicato, in parte grazie all'ampia base di depositi.

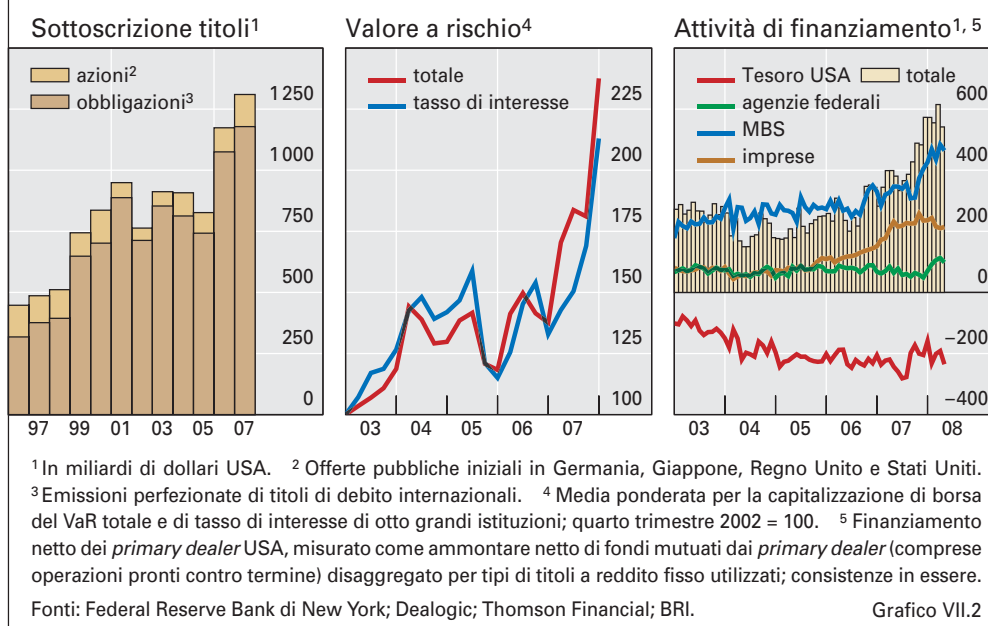
Investment banking

I gravi problemi delle banche di investimento ...

L'*investment banking* è stato verosimilmente il segmento del settore finanziario più colpito dalle turbolenze. I profitti sono calati drasticamente e diverse istituzioni si sono trovate nella necessità di raccogliere ingenti quantità di nuovo capitale. Il quasi dissesto di una delle maggiori società di Wall Street ha rappresentato uno dei momenti peggiori nel susseguirsi degli eventi. Nello stesso tempo, la risposta delle autorità statunitensi, sotto forma di sostegno di liquidità al settore, ha segnalato un cambiamento di approccio che potrebbe avere conseguenze durevoli per l'assetto della politica prudenziale.

Dall'agosto 2007 le banche di investimento hanno registrato un consistente calo della redditività. Nell'anno civile 2007 il rendimento del capitale proprio (ROE) delle maggiori istituzioni statunitensi ed europee è sceso a circa il 7,4 e il 4,6% rispettivamente, ossia a meno di un terzo dei massimi raggiunti nel 2006. Nell'anno considerato alcune società hanno persino registrato utili negativi. Le perdite derivanti dalle esposizioni verso titoli assistiti da garanzia ipotecaria, prestiti al consumo e connessi strumenti derivati, sono le principali responsabili di questo scadimento dei risultati. I proventi da negoziazione sono stati dimezzati dall'impatto delle turbolenze su numerosi mercati mobiliari. Per contro, hanno generalmente fornito un contributo positivo agli utili gli introiti rivenienti dalle gestioni patrimoniali, nonché le commissioni sulla sottoscrizione di offerte pubbliche iniziali (*initial public offering*, IPO) e sulla consulenza per fusioni e acquisizioni, almeno sino alla fine del 2007 (grafico VII.2). Tuttavia, entrambe queste aree operative hanno mostrato chiari segni di indebolimento nel primo trimestre 2008 a seguito del minor flusso di nuove operazioni e del ritiro di numerose IPO.

Indicatori dell'operatività e dell'esposizione al rischio delle banche di investimento



Le banche di investimento, data la natura della loro attività, sono più esposte alle condizioni di mercato avverse rispetto alle banche commerciali. Esse operano infatti con una minore dotazione di capitale e hanno in genere una strategia più attiva di assunzione del rischio. Non disponendo di una base di depositi al dettaglio, queste istituzioni dipendono maggiormente dal mercato dei capitali per la raccolta di fondi, nonché dal buon funzionamento dei mercati monetari per la gestione della propria liquidità a breve termine. Durante le turbolenze, l'incertezza delle controparti in merito alle dimensioni e alla distribuzione delle esposizioni delle banche di investimento verso le attività in perdita di valore ha determinato una grave carenza di liquidità. Le banche di investimento a sé stanti, ossia non appartenenti a un'organizzazione più ampia che opera anche come banca commerciale, sono state le più colpite. La gravità dei problemi finanziari ha spinto la banca centrale statunitense a estendere in via eccezionale l'accesso ai propri schemi di rifinanziamento a quegli intermediari mobiliari che operano anche come *primary dealer* nell'ambito delle attività della Federal Reserve (Capitolo IV). Le banche di investimento hanno fatto ampio ricorso a queste linee di credito per sostituire le posizioni assunte in titoli assistiti da garanzia ipotecaria con titoli di Stato da usare come garanzia in operazioni pronti contro termine (grafico VII.2, diagramma di destra).

Il quasi collasso di Bear Stearns ha rappresentato un momento cruciale nella lunga fase di turbativa del settore finanziario. Questa importante istituzione di Wall Street si è trovata al centro degli eventi sin dalle primissime fasi di turbolenza, dato il suo ruolo primario nella cartolarizzazione di mutui ipotecari. Nell'estate 2007 la società si era vista costretta a fornire supporto a hedge fund affiliati che avevano subito ingenti perdite sulle esposizioni ai

... dovuti alla forte esposizione al rischio di controparte e di liquidità ...

... spingono le autorità a interventi su vasta scala

mutui *subprime*. Nel marzo 2008 il rapido deterioramento della sua posizione di liquidità ha spinto la Federal Reserve a intervenire. Operando con modalità che non si osservavano dai tempi della Grande Depressione, la banca centrale ha erogato un prestito alla società utilizzando una banca commerciale come intermediario e ha successivamente fornito risorse finanziarie e garanzie per agevolare l'acquisizione completa da parte di tale banca alcuni giorni dopo. Questo intervento straordinario aveva l'obiettivo di evitare una liquidazione incontrollata delle consistenti posizioni di Bear Stearns sui mercati a contante e derivati, che avrebbe accentuato le incertezze e l'illiquidità del mercato. Particolare preoccupazione destavano le esposizioni legate alla funzione di *market-maker* della banca nel mercato dei CDS e di intermediario in quello dei pronti contro termine trilaterali. La determinazione dimostrata dalle autorità, che hanno agito risolutamente per normalizzare la situazione, ha contribuito a invertire la tendenza al peggioramento del clima di mercato e ha indotto un calo degli spread e dei premi per il rischio (grafico VII.1; si veda anche il Capitolo VI). Al tempo stesso, la natura non convenzionale dell'intervento ha sollevato dubbi circa il suo impatto a lungo termine sugli incentivi. La manifesta volontà di estendere la rete di sicurezza della banca centrale alle banche di investimento, anche nelle circostanze più estreme, è probabilmente destinata a influenzare l'assetto della sorveglianza prudenziale su queste imprese, le quali non sono assoggettate alla vigilanza della Federal Reserve.

Compagnie di assicurazione

Nonostante la buona tenuta generale del settore assicurativo ...

Le imprese assicurative sono state complessivamente meno colpite dalle turbolenze rispetto agli istituti bancari. La maggior parte di esse ha registrato risultati positivi e la raccolta premi è rimasta sostenuta. Ad eccezione degli assicuratori *monoline*, l'esposizione alle classi di attivi maggiormente colpite dalla fase di tensione era limitata. Le ingenti svalutazioni di attività legate a mutui ipotecari effettuate da alcune delle maggiori società assicurative sono state, con poche eccezioni, relativamente gestibili e non si sono tradotte in difficoltà a reperire fondi liquidi come è accaduto per le banche.

Nel ramo danni, l'assenza di calamità naturali rilevanti ha mantenuto bassi gli esborsi per risarcimenti e ha agito positivamente sugli utili e i coefficienti prudenziali. In prospettiva, tuttavia, il *trend* ascendente della frequenza dei disastri naturali di minore entità fa ritenere che le stime sui costi futuri andranno riviste al rialzo.

... le compagnie *monoline* ad alto grado di leva incontrano serie difficoltà

Il segmento del settore assicurativo più colpito dalle turbolenze è stato quello specializzato nell'offerta di garanzie creditizie agli emittenti di obbligazioni. Le cosiddette compagnie di assicurazione *monoline*, che tradizionalmente avevano fornito garanzie soprattutto a fronte delle emissioni di enti pubblici locali, hanno poi gradualmente esteso la propria offerta ai prodotti di finanza strutturata. Il crollo della performance di questi strumenti ha comportato esborsi maggiori del previsto sulle garanzie, mettendo a dura prova i bilanci a elevato grado di leva degli assicuratori. Ciò ha causato una riconsiderazione del loro rating creditizio e un netto calo delle quotazioni del loro debito (grafico VI.8, diagramma di sinistra). Alcune imprese di minori dimensioni sono state declassate e altre costrette a ricercare nuovi apporti di

capitale al fine di mantenere il proprio rating AAA, essenziale per il modello operativo adottato. I problemi da esse incontrati nella raccolta di capitale fresco hanno spinto le autorità di vigilanza a intervenire per evitare ripercussioni su altri segmenti del mercato obbligazionario e su altre imprese finanziarie.

Investitori ad alta leva finanziaria

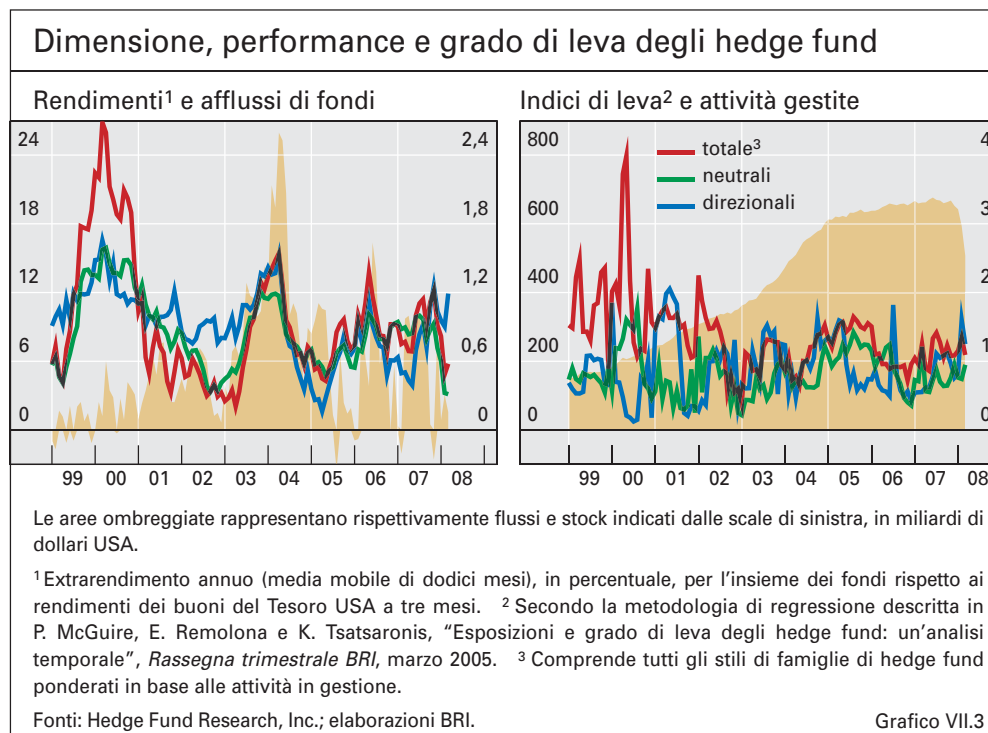
Il settore degli investitori ad alta leva finanziaria ha parimenti subito le conseguenze negative delle tensioni nel sistema finanziario, anche se perlopiù in modo indiretto. I *market-maker* e i prestatori hanno reagito all'indebolimento dei bilanci societari e al calo dei profitti inasprendo le condizioni di finanziamento. Di conseguenza, gli hedge fund e i fondi di *private equity* hanno dovuto adeguare le proprie politiche di assunzione del rischio ai maggiori costi del capitale di prestito.

Sebbene i primi segnali di tensione fossero provenuti da alcuni fondi speculativi associati a grandi banche di investimento, la performance dell'insieme del settore si era dimostrata inizialmente piuttosto solida. Nel corso del 2007 i rendimenti della maggior parte delle strategie perseguite dagli hedge fund sono stati favorevoli nel confronto con quelli del 2006 (grafico VII.3). La principale eccezione è costituita dai risultati dei fondi attivi nel comparto del reddito fisso, che nel 2007 sono peggiorati. Nel corso dell'anno gli afflussi netti verso tutte le famiglie di fondi sono rimasti su livelli analoghi a quelli del recente passato.

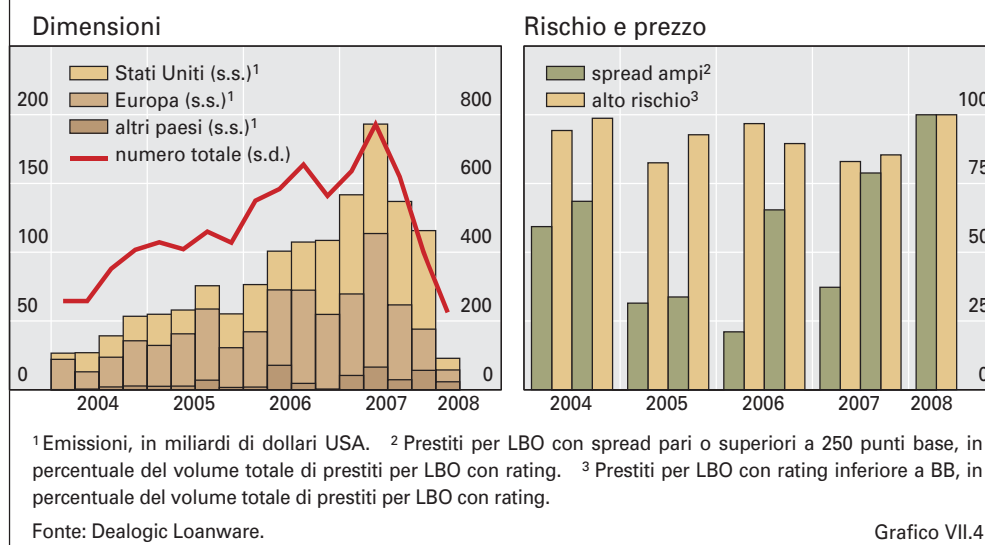
Nei primi mesi del 2008, in un clima di mercato difficile, molti hedge fund hanno registrato performance deludenti, innescando ritiri di capitale da parte degli investitori. A ciò si è aggiunta la volontà dei *prime broker* di ridurre le proprie esposizioni, aumentando le richieste di margini e inasprendo le condizioni di finanziamento. Molti fondi, in particolare quelli di minori

L'inasprimento delle condizioni di finanziamento ...

... riduce l'attività degli hedge fund ...



Mercato dei prestiti per operazioni di LBO: dimensioni, rischio e prezzo



dimensioni, hanno incontrato serie difficoltà a mantenere le proprie posizioni aperte e sono stati costretti a liquidare parte del loro portafoglio.

... e accresce le pressioni sul *private equity* ...

Nel periodo sotto rassegna i fondi di *private equity* hanno subito notevoli pressioni a causa delle più rigide condizioni di finanziamento e delle minori opportunità di investimento. Gli abbondanti mezzi raccolti negli ultimi anni avevano generato un eccesso di capitali che non è stato collocato secondo le modalità tradizionali per questo tipo di fondi. Gli investimenti di portafoglio in prodotti di finanza strutturata hanno dato luogo a rilevanti perdite per alcuni fondi di *private equity* e al clamoroso fallimento di un organismo recentemente ammesso a quotazione collegato a un'importante società di *private equity*.

... provocando una contrazione del mercato degli LBO

L'attività creditizia relativa alle operazioni di *leveraged buyout* (LBO) si è nettamente ridotta nella seconda metà del 2007 e praticamente arrestata nel primo trimestre 2008 (grafico VII.4). I prestatori originari hanno incontrato crescenti difficoltà nel cartolarizzare crediti di questo tipo a causa dell'accresciuta avversione al rischio degli investitori. I timori per il maggiore rischio di credito e di concentrazione risultante dall'accumulo involontario di tali esposizioni hanno prosciugato i flussi di finanziamento per queste transazioni.

Mercati immobiliari e svalutazioni delle società finanziarie

Il rallentamento dei mercati immobiliari ...

Gli sviluppi sul mercato immobiliare hanno svolto un ruolo centrale nella genesi e nelle dinamiche delle turbolenze finanziarie. L'esposizione ai mutui residenziali statunitensi, e in particolare ai segmenti più rischiosi del mercato, ha rappresentato la principale fonte di perdite sia direttamente sui crediti ipotecari sia attraverso i titoli emessi a fronte di tali crediti. In prospettiva, l'andamento del mercato immobiliare è probabilmente destinato a influire in modo determinante sull'evolversi della situazione generale.

La maggior parte delle svalutazioni notificate dalle società finanziarie nel periodo in esame è riconducibile alla diminuzione del valore degli strumenti

Svalutazioni e ricapitalizzazioni collegate ai mutui <i>subprime</i> ¹				
	Svalutazioni			Capitale raccolto ²
	Importo ²	In % dell'utile ³	In % del patrimonio ⁴	
Banche commerciali ⁵	197	102	21	169
Banche di investimento ⁶	64	163	24	37

¹ A metà maggio 2008. ² In miliardi di dollari USA. ³ Utile al lordo di imposta nel 2007 (per due banche commerciali, nel 2006). ⁴ Patrimonio di base nel 2007; per le banche di investimento, patrimonio totale. ⁵ Venti banche commerciali maggiori. ⁶ Cinque banche di investimento maggiori.

Fonti: Bankscope; Bloomberg. Tabella VII.3

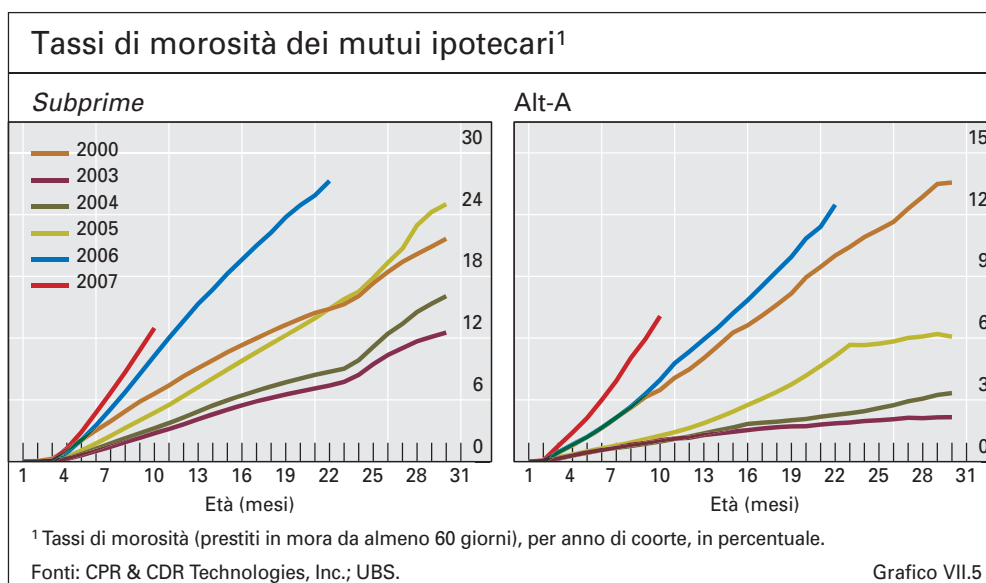
legati ai mutui ipotecari. Le perdite contabilizzate dall'agosto 2007 sono state molto rilevanti (tabella VII.3). Le svalutazioni sono state il risultato dell'effetto congiunto delle sofferenze sui crediti ipotecari e delle massicce rettifiche di prezzo dei portafogli di ipoteche cartolarizzate. Il volume delle perdite ha spinto numerose istituzioni a cercare attivamente di risanare i propri bilanci con aumenti di capitale.

... costringe le imprese finanziarie a effettuare ingenti svalutazioni ...

Negli Stati Uniti le perdite connesse con i mutui ipotecari hanno segnato un'impennata a seguito del rialzo degli indici di insolvenza. A settembre 2007 gli indici relativi ai prestiti di qualità primaria erano saliti al 3,1% e quelli dei mutui *subprime* al 16%. Per i *subprime* di più recente accensione i tassi di insolvenza sono stati molto più elevati, a indicazione del progressivo allentamento dei criteri di affidamento durante il boom del mercato degli immobili residenziali (grafico VII.5).

L'aumento delle inadempienze ipotecarie ha innescato un riesame delle ipotesi alla base del prezzo dei titoli assistiti da garanzia ipotecaria. I bassi spread sui portafogli di ipoteche cartolarizzate riflettevano in parte l'aspettativa che i mutuatari fortemente indebitati sarebbero stati in grado di rifinanziare o vendere facilmente il proprio immobile in un mercato delle abitazioni in pieno boom, così da evitare costosi procedimenti di espropriazione. Inoltre, le

... e induce a rivedere i modelli di pricing

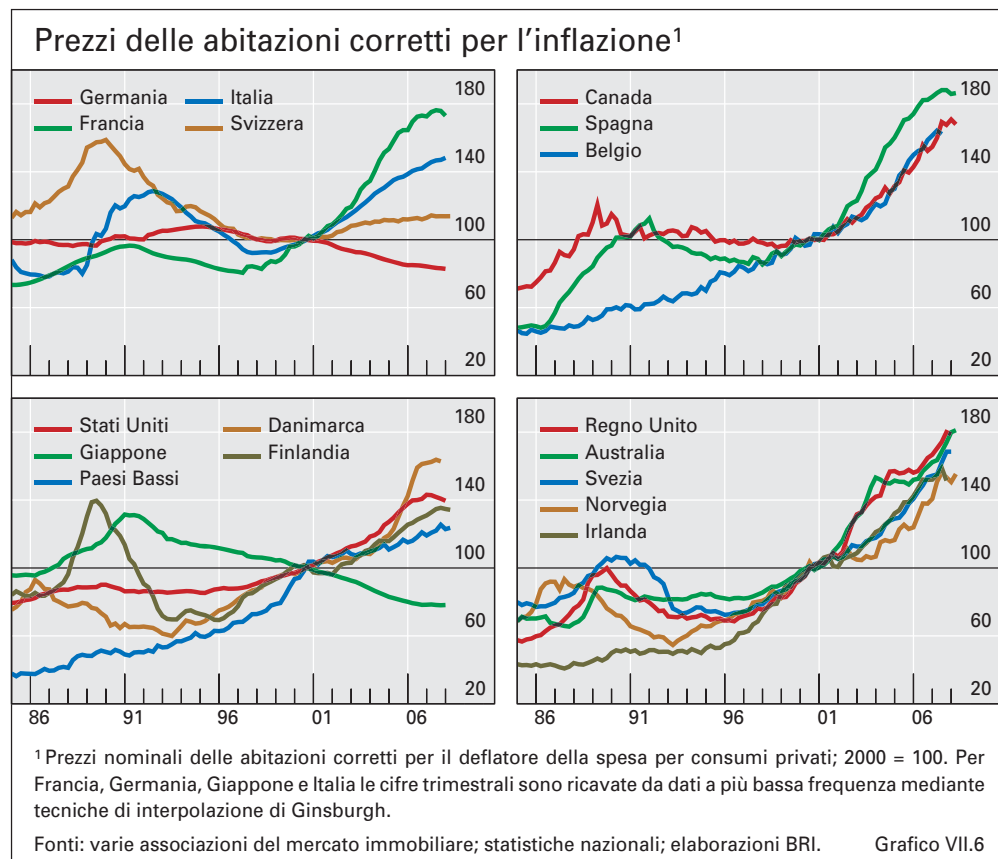


valutazioni dei prodotti strutturati emessi a fronte di ipoteche erano basate su ipotesi altrettanto ottimistiche circa la correlazione tra le insolvenze e i fattori di rischio "sistematico". L'emergere di un rischio più alto ha pertanto comportato declassamenti su ampia scala dei rating creditizi dei mutui cartolarizzati e una brusca caduta del valore di mercato dei connessi strumenti di finanza strutturata.

La complessità delle transazioni contribuisce alle svalutazioni

Due caratteristiche dei prodotti strutturati hanno amplificato il calo dei prezzi. La prima è la complessità della struttura su cui si fondava la distribuzione dei flussi di cassa ai diversi investitori. Per sua natura, la cartolarizzazione aveva redistribuito il rischio concentrandolo nelle tranche subordinate. Le basse aspettative di perdita delle tranche senior avevano però come contropartita una più elevata sensibilità alle ipotesi di valutazione sottostanti. In secondo luogo, poiché i mercati secondari di questi titoli erano piuttosto illiquidi, le valutazioni si basavano in misura crescente sul collocamento primario delle emissioni più recenti o su modelli di rischio, piuttosto che su informazioni aggiornate in merito alla performance del portafoglio di attività sottostanti. Allorché si è esaurita la domanda di nuovi titoli e si sono quindi dovute rivedere le ipotesi di prezzo iniziali, la natura non lineare delle strutture ha reso necessarie massicce rettifiche delle valutazioni iscritte in bilancio. Ciò spiega perché le svalutazioni comunicate dalle società finanziarie siano state nettamente superiori alle perdite effettivamente realizzate sui mutui in sofferenza.

L'andamento del mercato immobiliare è stato determinante per l'evoluzione del ciclo attuale. Nel periodo in esame la tendenza al rincaro degli immobili residenziali si è interrotta (grafico VII.6). Nella maggior parte dei



Prezzi degli immobili commerciali ¹							
	Variazione nominale ²			Livello ³	Per memoria: quota dei locali inoccupati ⁴		
	1998-2006	2006	2007	2007	2005	2006	2007
Stati Uniti	3,2	12,3	15,9	47,1	13,9	12,6	12,8
Giappone	-3,1	19,6	11,9	21,4	3,9	3,0	2,1
Germania	-2,1	-5,1	-1,3	34,9	11,6	9,9	9,8
Regno Unito	5,4	17,2	-4,8	64,7	7,3	5,7	4,2
Francia	6,0	15,0	11,8	78,0	6,5	5,1	5,2
Italia	10,2	1,3	3,9	86,0	6,1	6,1	5,8
Canada	3,3	12,9	11,6	64,7	12,1	10,5	7,2
Spagna	10,0	10,7	5,9	76,1	6,1	3,4	4,3
Paesi Bassi	2,4	4,3	4,6	83,1	13,6	11,7	10,6
Australia	2,7	10,8	14,9	50,6	9,0	8,1	4,7
Svizzera	1,3	-0,0	0,6	60,2	11,5	10,9	10,2
Svezia	3,0	9,8	9,4	51,4	16,8	15,4	11,7
Norvegia	2,8	10,7	12,4	69,7	9,0	8,2	4,5
Danimarca	8,4	9,6	5,6	100,0	7,9	5,0	4,3
Finlandia	0,5	1,8	3,3	56,9	9,0	8,1	7,0
Irlanda	10,5	21,7	6,1	100,0	15,2	12,0	11,3

¹ Per Australia, Italia e Spagna, immobili di prim'ordine nelle principali città; per il Giappone, prezzi dei terreni. ² Variazioni annue, in percentuale. ³ Periodo di massimo dei prezzi in termini reali degli immobili commerciali = 100. ⁴ Superfici a uso ufficio immediatamente disponibili (comprese le sublocazioni) nell'insieme dei fabbricati finiti di un dato mercato, in percentuale dello stock totale. Per Stati Uniti e Svizzera, a livello nazionale; per Australia, Francia, Germania, Italia, Paesi Bassi e Spagna, media delle principali città; per gli altri paesi, città maggiore.

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.4

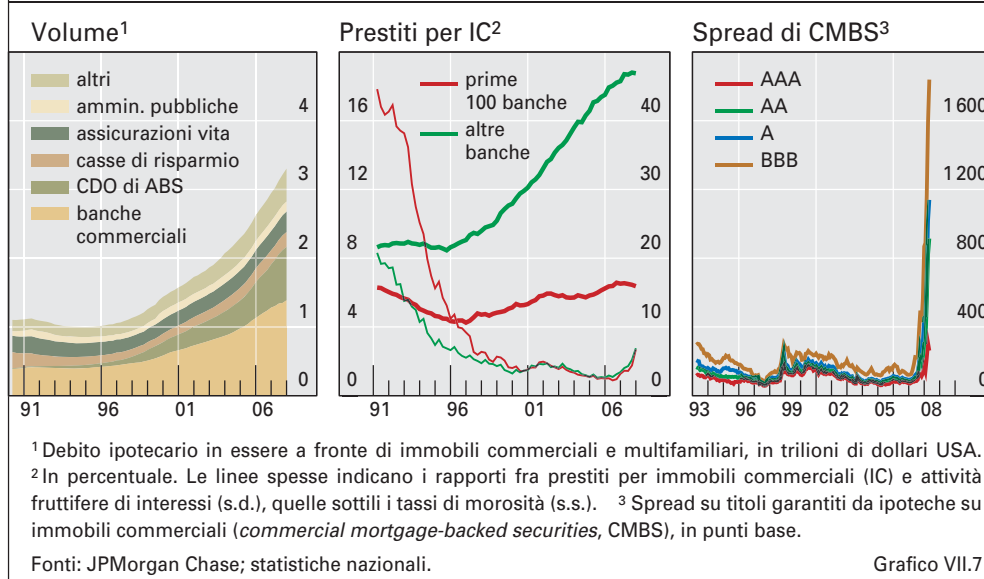
paesi i prezzi delle abitazioni si sono stabilizzati o la loro crescita è rallentata decisamente, mentre negli Stati Uniti hanno subito un calo. La flessione dell'indice nazionale dei prezzi medi non dà conto della notevole diversità nella dinamica dei mercati locali. Le aree in cui i prezzi erano aumentati più rapidamente negli ultimi anni sono state anche quelle in cui essi hanno segnato di recente la maggiore flessione. Inoltre, gli indici più sensibili ai prezzi degli immobili situati in grandi agglomerati urbani e di quelli finanziati con mutui di elevato ammontare o non pienamente documentati evidenziano cali su base annua nell'ordine del 12%. Più in generale, l'appiattimento a livello mondiale del tasso di crescita dei prezzi delle abitazioni è principalmente riconducibile a una flessione della domanda, che in certi paesi ha fatto seguito al recente boom delle costruzioni. Il rialzo dei tassi di interesse sulle ipoteche, l'incipiente rallentamento economico e gli elevati livelli di indebitamento delle famiglie hanno anch'essi contribuito in varia misura al calo della domanda di abitazioni in diversi paesi.

Il rallentamento dei prezzi immobiliari ha interessato anche i fabbricati commerciali. Negli anni recenti i prezzi di questi ultimi avevano subito un'accelerazione in alcuni paesi, seppure a partire da un livello più basso di quello degli immobili residenziali e con maggiori differenze tra i vari paesi (tabella VII.4). Inoltre, sono parimenti aumentate le esposizioni bancarie al

Il netto rallentamento dell'inflazione dei prezzi delle abitazioni ...

... si propaga al mercato degli immobili commerciali

Settore degli immobili commerciali USA



settore. Quelle in forma diretta rappresentano quasi il 14% delle attività detenute dalle banche statunitensi, una quota che nel caso delle banche di medie dimensioni è salita dal 19 al 33% negli ultimi sei anni (grafico VII.7).

Nel periodo in rassegna, tuttavia, vi sono state crescenti indicazioni di una maggiore sensibilità degli investitori al rischio connesso con la proprietà immobiliare non residenziale. La tendenza all'incremento dell'emissione di titoli garantiti da investimenti in questo mercato ha segnato un'inversione durante lo scorso anno. Nel contempo, gli spread su tali titoli si sono decisamente ampliati (grafico VII.7, diagramma di destra). Queste evidenze contrastano con le segnalazioni di un graduale allentamento dei criteri di affidamento negli ultimi anni, analogo a quello osservato nei mercati delle ipoteche residenziali.

La turbolenza in prospettiva

L'episodio di forte tensione che ha caratterizzato il panorama finanziario a partire dalla metà del 2007 è verosimilmente tra i più gravi registrati in epoca recente. Esso ha colpito numerose istituzioni finanziarie e si è dimostrato più persistente di molti altri casi di instabilità generalizzata del sistema finanziario. Dal punto di vista delle autorità, alcune delle questioni più importanti sollevate dalle turbolenze riguardano le possibili interazioni tra i settori finanziario e reale dell'economia. Una questione fondamentale è se il ciclo creditizio non stia precorrendo il ciclo produttivo, nella misura in cui le istituzioni finanziarie reagiscono all'indebolimento dei bilanci inasprendo l'offerta di credito. Inoltre, la trasmissione delle tensioni attraverso il mercato bancario internazionale indica che le ripercussioni economiche potrebbero essere di portata più ampia di quanto facessero ritenere i focolai di crisi originari. Un'ultima serie di quesiti riguarda il rischio sistemico e il ruolo del modello di intermediazione finanziaria *originate-to-distribute* nel determinare la natura di tale rischio.

Il ciclo del credito

Le forti turbative durante il periodo in esame hanno costretto le imprese finanziarie a rivedere i propri piani operativi. In molti casi, a fronte di un restringimento della base patrimoniale, le società hanno dovuto ricorrere a ricapitalizzazioni di emergenza per preservare il loro *franchise value* nelle rispettive aree di attività. Una questione essenziale in prospettiva riguarda tuttavia la misura in cui le ricadute delle turbolenze incideranno sull'offerta di credito al settore non finanziario.

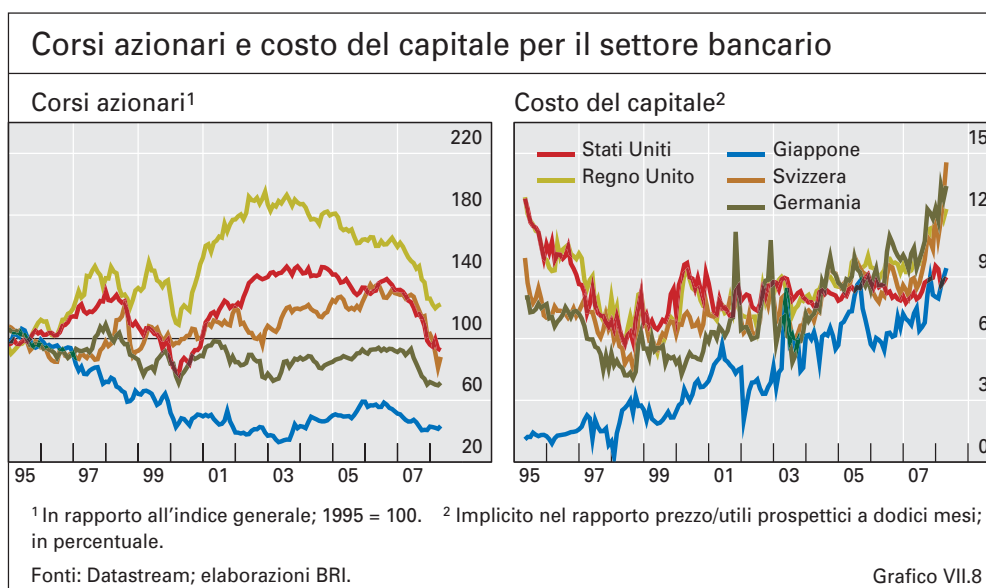
Le svalutazioni di attivi connessi a mutui ipotecari e la possibilità di un ulteriore deterioramento della qualità degli impieghi hanno spinto numerose banche a cercare di risanare i propri bilanci. Molte grandi istituzioni lo hanno fatto nella forma più esplicita della raccolta di nuovo capitale azionario tramite collocamenti pubblici o privati per un ammontare dell'ordine di \$200 miliardi (tabella VII.3). Queste operazioni sono state particolarmente onerose nelle condizioni di mercato avverse in cui i timori degli investitori per la fragilità delle imprese finanziarie hanno pesato sui corsi delle loro azioni (grafico VII.8). Tuttavia, per alcuni istituti i costi finanziari e di reputazione di un'azione immediata sono stati più che compensati dai vantaggi derivanti dall'aver evitato un'ulteriore riduzione nella disponibilità di capitale e preservato risorse patrimoniali sufficienti a sostenere il valore della propria posizione di mercato. Queste misure hanno altresì ricevuto l'approvazione delle autorità di vigilanza, che hanno incoraggiato le banche a considerare i propri livelli di capitalizzazione con occhio critico e a rimediare tempestivamente alle debolezze.

Un altro e più diffuso tipo di reazione delle imprese finanziarie è consistito in una strategia più difensiva in termini di crescita del bilancio. Il deterioramento delle attività ha spinto i prestatori a ridurre la propria esposizione ai segmenti del mercato maggiormente colpiti, come quelli dei mutui ipotecari e del credito al consumo. Le indagini di mercato concordano nell'evidenziare un inasprimento delle condizioni creditizie in queste aree. Ciò vale non solo per gli Stati Uniti, dove la qualità di tali crediti è chiaramente peggiorata, ma anche in Europa, dove i problemi di questo tipo appaiono molto meno

Le pesanti perdite costringono le banche ...

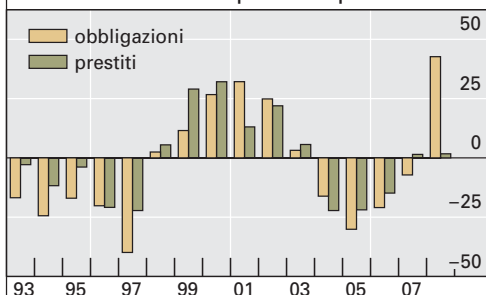
... a raccogliere nuovo capitale ...

... e a inasprire l'offerta di credito

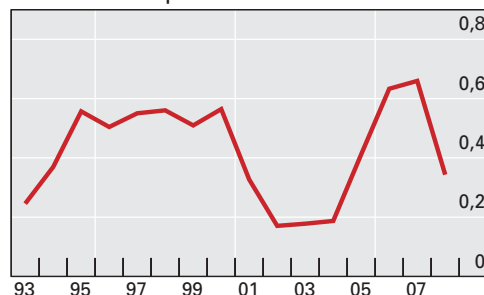


Prezzo del rischio sui mercati obbligazionario e dei prestiti sindacati

Media delle discrepanze di prezzo¹



Sensibilità di prezzo relativa²



¹ Discrepanze medie (in punti base), ponderate per l'importo dell'operazione, fra gli spread effettivi (su obbligazioni o prestiti) e quelli desunti da un modello che incorpora tassi di interesse a breve, rating, vita residua, garanzie personali e reali, rischio valutario e importo dell'operazione. Un valore negativo indica che gli spread di mercato sono inferiori a quelli desunti dal modello. ² Sensibilità relativa variabile nel tempo dei prezzi di prestiti e obbligazioni rispetto al rischio di credito, stimata come coefficiente di regressione dei tassi di interesse dei prestiti sull'indice di rendimento delle obbligazioni societarie di pari rating. Le altre variabili comprendono l'importo e la scadenza dell'operazione. Un valore di 0,5 indica che la differenza di spread fra due operazioni, una con un rating più basso dell'altra, è inferiore del 50% per i prestiti rispetto alle obbligazioni.

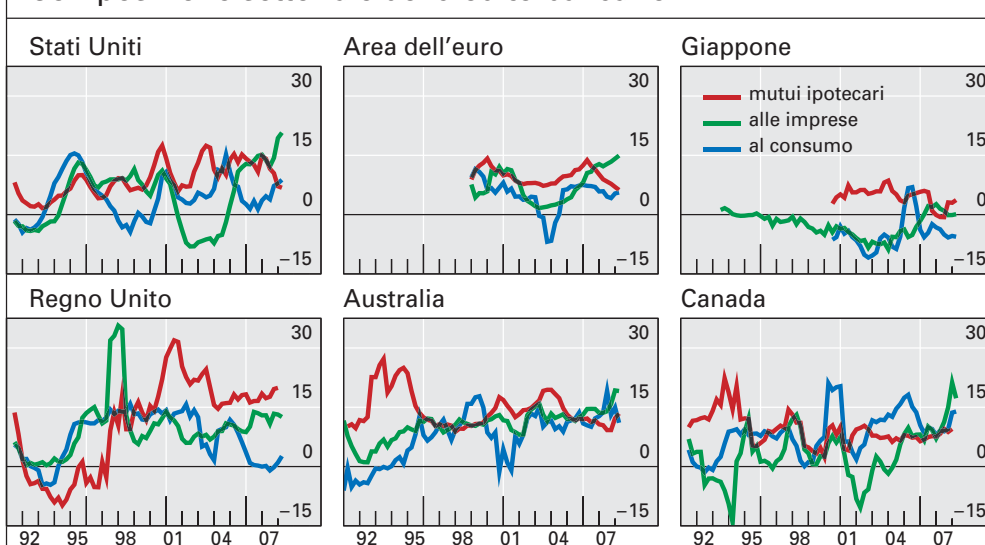
Fonti: Dealogic; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

Grafico VII.9

pronunciati (si vedano in proposito il Capitolo II e il grafico II.12, diagramma di destra). Vi sono indicazioni che la disponibilità di credito per il settore delle imprese sia parimenti sotto pressione, a causa degli standard creditizi più stringenti applicati dalle banche. Degna di nota è in particolare la scomparsa dei contratti di prestito con clausole meno restrittive, che erano divenuti sempre più diffusi durante il recente boom dei finanziamenti ad alto grado di leva. Si è osservato anche un ampliamento generale degli spread creditizi, sebbene meno pronunciato che nel mercato obbligazionario (grafico VII.9).

In numerosi paesi l'espansione del credito totale è diminuita leggermente rispetto ai massimi raggiunti di recente (grafico VII.10). Per vari motivi,

Composizione settoriale del credito bancario¹



¹ Crescita percentuale annua.

Fonti: Datastream; statistiche nazionali.

Grafico VII.10

tuttavia, queste statistiche possono talvolta sottostimare la contrazione nell'offerta di credito. Una delle ragioni è che, in seguito alla perdita di valore degli strumenti cartolarizzati, le banche sponsor hanno nuovamente iscritto in bilancio i portafogli che erano stati collocati presso entità giuridiche separate nel quadro della cartolarizzazione. Tali decisioni sono state dettate in parte dagli impegni di finanziamento esistenti nei confronti di queste entità e in parte dalla volontà di ridurre al minimo i costi di reputazione per la società derivanti da un loro eventuale fallimento. In secondo luogo, molte grandi banche che avevano utilizzato prestiti per finanziare LBO nelle ultime fasi del boom dei finanziamenti ad alto grado di leva si sono ritrovate con ingenti esposizioni di questo tipo quando la liquidità del mercato secondario di tali crediti si è esaurita nell'estate del 2007. L'accumulo di queste esposizioni, stimato dagli analisti in quasi \$250 miliardi al suo livello massimo, ha gravato sui bilanci delle banche. La graduale riapertura del mercato verso la fine del periodo in esame è stata in parte favorita dall'interesse mostrato dai fondi di *private equity*. Infine, l'ultima ragione per cui i dati complessivi sovrastimano forse l'offerta di nuovo credito è che, una volta iniziata la stretta creditizia, i mutuatari fanno ricorso in genere alle linee creditizie precedentemente costituite presso le proprie banche.

La disponibilità di credito a breve e a medio termine dipenderà da vari fattori. Due questioni fondamentali, strettamente interconnesse, sono la misura in cui le banche riusciranno a ricostituire le proprie riserve patrimoniali e il modo in cui evolverà la qualità dei loro attivi. Quest'ultimo elemento è a sua volta intimamente legato agli sviluppi del contesto macroeconomico.

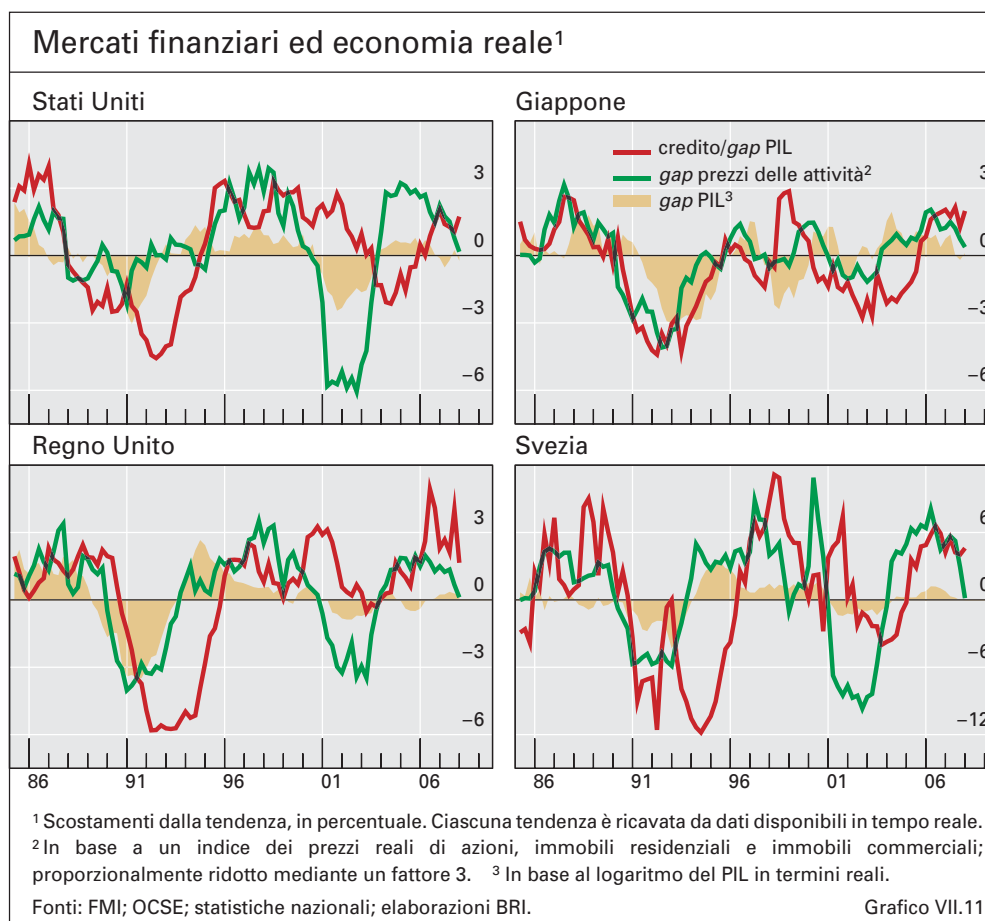
I precedenti episodi di turbolenza nel settore finanziario possono offrire qualche indicazione sui probabili sviluppi futuri, ma di certo non una previsione esatta. Le analogie tra l'attuale svolta nel ciclo creditizio e quelle che hanno avuto luogo negli ultimi venti anni risultano evidenti osservando il profilo dell'espansione creditizia, i prezzi degli strumenti finanziari e l'attività economica (grafico VII.11). Indipendentemente dalle loro caratteristiche specifiche, i passati episodi di turbolenza sono stati preceduti in genere da periodi di espansione del credito superiore alla media e da boom dei prezzi delle attività, molto spesso sospinti dai valori immobiliari. Tali periodi si sono accompagnati a un allentamento degli standard creditizi e a una diminuzione del prezzo del rischio (grafico VII.9, diagramma di sinistra), che hanno in genere rispecchiato una forte espansione dell'attività economica.

L'inversione di tendenza nella fase discendente del ciclo è stata spesso assai brusca. Gli indicatori del settore finanziario hanno generalmente anticipato l'attività reale, in quanto l'indebolimento dell'espansione del credito e la flessione dei prezzi degli strumenti hanno preceduto il rallentamento del PIL e della spesa. La solidità delle istituzioni finanziarie si è deteriorata nelle fasi contrattive, come indicato dalla flessione degli indicatori di performance. Pur essendo difficile inferire nessi causali di ordine generale da questi riscontri, le dinamiche concernenti il settore finanziario, l'espansione del credito, i prezzi degli attivi, nonché l'economia reale evidenziano senz'altro una stretta interdipendenza.

Guardando oltre il breve termine, i principali rischi sembrano risiedere nella reazione della domanda aggregata alla più debole posizione delle

L'andamento del ciclo del credito è interconnesso ...

... con quello dell'economia reale



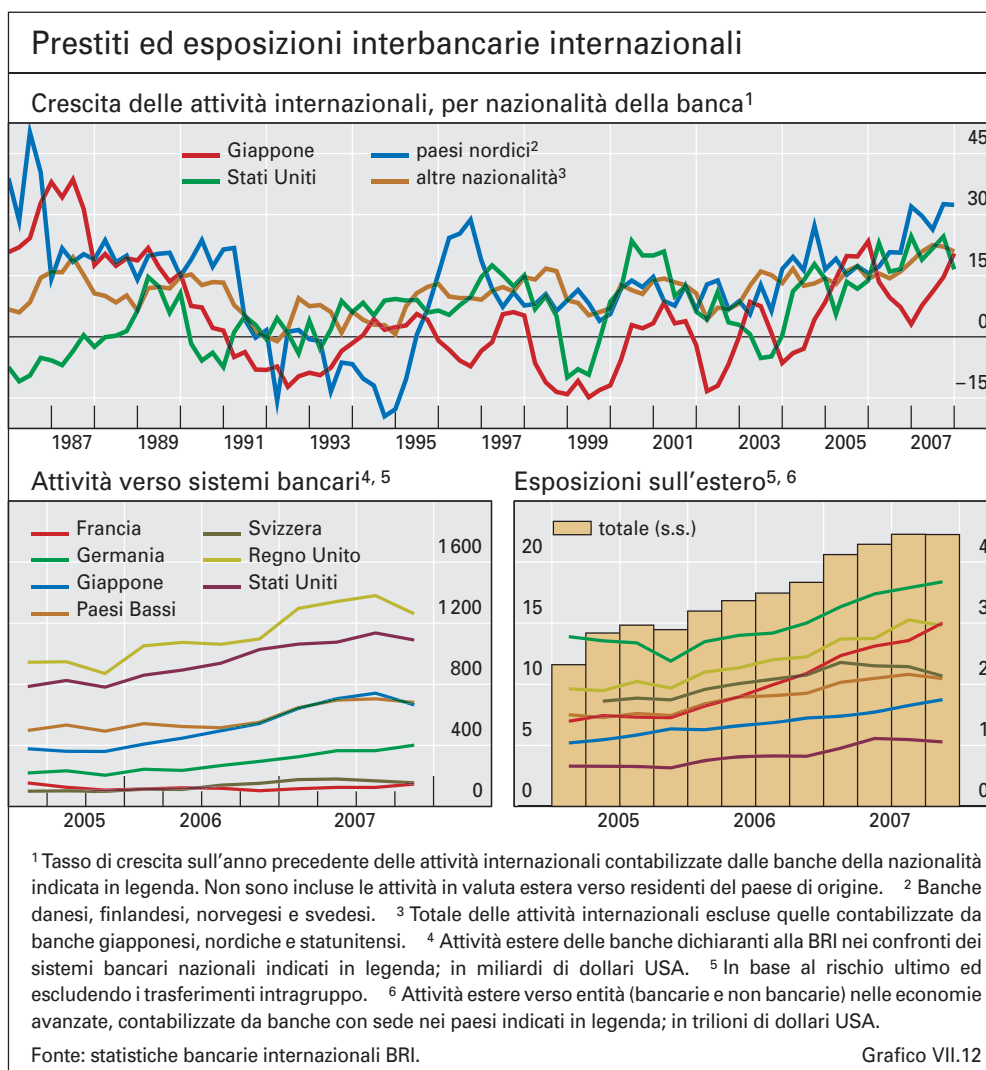
banche e all'inasprimento degli standard creditizi. Poiché in numerosi paesi il debito delle famiglie rimane elevato, una restrizione dell'offerta di credito è destinata a incidere sul profilo della spesa (Capitolo II). Il livello su cui finiranno per assestarsi i prezzi delle abitazioni e la durata del processo di stabilizzazione potrebbero costituire un fattore molto importante nelle economie che hanno registrato i boom immobiliari più pronunciati.

Il mercato bancario internazionale e la trasmissione delle tensioni

La crescente internazionalizzazione della finanza fa sì che lo stato di salute del sistema bancario di un paese possa essere rilevante anche al di fuori dell'economia interna. Alcune grandi istituzioni costituiscono il fulcro del mercato bancario internazionale. Persistenti difficoltà presso di esse possono avere un impatto sulle condizioni finanziarie che travalica i confini nazionali.

Gli anni novanta offrono esempi di crisi bancarie nei paesi industriali avanzati con conseguenze internazionali dirette. Le banche giapponesi hanno ridotto la loro operatività all'estero in risposta alle perdite su crediti causate dallo scoppio della bolla dei prezzi delle attività (grafico VII.12, diagramma superiore). In conseguenza di un protratto periodo di crescita generalmente negativa, la quota delle banche nipponiche sul totale delle attività internazionali è scesa dal 38% nel 1990 a meno dell'8% nel 2007. La crisi bancaria dei paesi nordici ha avuto un effetto analogo nel ridurre le attività internazionali delle banche locali, sebbene da un livello molto inferiore. Anche i casi in cui si è

Le tensioni potrebbero avere conseguenze internazionali attraverso ...



contratta l'operatività internazionale delle banche statunitensi hanno coinciso con fasi di turbolenza finanziaria interna, in particolare alla fine degli anni ottanta, agli inizi degli anni novanta e nell'autunno 1998.

In ognuno di questi casi le banche coinvolte hanno ridotto il credito erogato tramite i loro sportelli internazionali situati in varie parti del mondo. Questi tagli hanno rappresentato pertanto per l'offerta di credito nel paese ospitante uno shock negativo, indotto dalla situazione delle banche nel paese di origine. Per contro, durante la maggior parte degli anni novanta i prestiti transfrontalieri concessi dalle banche internazionali hanno seguito un ciclo più moderato, registrando una crescita negativa solo per breve tempo nel 1992.

Il mercato bancario internazionale si è notevolmente sviluppato da allora, e parallelamente è aumentato l'impatto internazionale che potrebbe avere un'analoga contrazione oggi. Le attività internazionali delle banche dichiaranti alla BRI sono aumentate da \$6 trilioni nel 1990 a \$37 trilioni nel 2007 (pari al 70% del PIL mondiale) e i crediti totali verso i mercati emergenti, inclusi i prestiti transfrontalieri e quelli erogati localmente dalle banche estere, hanno superato i \$4 trilioni. Il disimpegno delle istituzioni di un importante sistema bancario nazionale dall'attività creditizia internazionale potrebbe incidere

... una contrazione dei prestiti transfrontalieri ...

negativamente sulle economie industriali avanzate e ostacolare al tempo stesso il finanziamento dei mercati emergenti (Capitolo III). Diverse economie emergenti in Europa e nell'America latina sono divenute più dipendenti dal credito bancario estero, sia attraverso operazioni transfrontaliere sia per il tramite di filiali locali. Ciò detto, i dati disponibili sino alla fine del 2007 mostrano che il credito bancario ai mercati emergenti ha continuato ad accelerare, contrariamente a quanto accaduto per l'attività bancaria tra le economie industriali avanzate.

... e i legami
interbancari

Anche se le condizioni delle banche attive sul piano internazionale possono essere considerate oggi meno problematiche che agli inizi degli anni novanta, le esposizioni comuni di queste istituzioni (comprese quelle verso gli strumenti ipotecari USA) sono aumentate, così come le interconnessioni tramite i canali interbancari, gli impegni di credito e le garanzie. Di fatto, hanno cominciato a emergere i primi segnali di una contrazione dell'attività creditizia. Le banche attive internazionalmente hanno iniziato a ridimensionare la propria esposizione diretta verso vari sistemi bancari nazionali. Sono soprattutto calati i crediti interbancari nei confronti delle istituzioni britanniche, francesi e statunitensi, seguiti da quelli verso le banche tedesche e svizzere (grafico VII.12, diagramma in basso a sinistra). A loro volta, diversi importanti sistemi bancari, tra cui quelli di Regno Unito, Stati Uniti e Svizzera, mostrano una certa tendenza a ridurre la loro esposizione internazionale complessiva (diagramma in basso a destra). La presenza di stretti legami bancari transfrontalieri avvalorava l'opinione secondo cui il protrarsi di tensioni a livello di banche con operatività internazionale rischia di produrre un disimpegno dall'attività creditizia internazionale con potenziali ricadute ben al di là dei principali centri finanziari.

Il modello operativo originate-to-distribute

Il nuovo modello
operativo *originate-
to-distribute* ...

Molti elementi della recente turbolenza nei mercati del credito trovano riscontro in precedenti cicli finanziari e, in quanto tali, fanno parte dei meccanismi che determinano l'alternanza fra periodi di boom finanziario e fasi di forte contrazione. Un elemento relativamente nuovo, peculiare dell'ultimo episodio di tensione, è il ruolo centrale del cosiddetto modello operativo *originate-to-distribute* (OTD) nell'intermediazione finanziaria. Tale modello si basa sulla dispersione delle esposizioni creditizie originarie attraverso i mercati per il trasferimento dei rischi e utilizza una struttura stratificata di operatori nei diversi stadi del processo, dalla creazione alla ricomposizione e allocazione finale del rischio. Sebbene la cartolarizzazione non sia un'innovazione recente, negli ultimi anni la sua espansione si era notevolmente accelerata, grazie in particolare all'introduzione di strutture più complesse.

... facilita il
trasferimento del
rischio ...

La crescita dei mercati della cartolarizzazione è stata parte integrante della fase espansiva dell'attuale ciclo del credito. L'innovazione finanziaria, sotto forma di nuove strutture che gestiscono la distribuzione agli investitori finali dei flussi di cassa generati dalle attività cartolarizzate, ha costituito un importante fattore alla base dell'abbondante offerta di credito alle famiglie e alle imprese. La trasformazione di ipoteche in titoli costituiti da tranche con profili di rischio differenti ha dato impulso al finanziamento da parte di varie

tipologie di investitori con diversi gradi di tolleranza al rischio. Inoltre, la più ampia distribuzione del rischio sull'insieme del sistema finanziario ha verosimilmente contribuito alla riduzione dei premi, poiché gli investitori si sono sentiti maggiormente in grado di far corrispondere la propensione al rischio alla composizione dei portafogli.

Per contro, le perturbazioni che avevano innescato la fase contrattiva del ciclo hanno messo in luce talune carenze di questo modello di intermediazione finanziaria, in particolare per quanto riguarda alcune prassi introdotte più di recente. Tali carenze concernono principalmente l'interazione tra gli incentivi dei singoli operatori nella catena della cartolarizzazione e la qualità del flusso di informazioni. Il buon esito del processo di cartolarizzazione si fonda sulla complementarità delle funzioni dei diversi attori, affinché le decisioni prese in ciascuna fase siano basate su informazioni adeguate e conducano a una migliore allocazione del rischio e delle risorse economiche.

I prestatori originari svolgono un ruolo chiave nel successo di una struttura di cartolarizzazione. Le informazioni generate da altri partecipanti negli stadi successivi sono nel migliore dei casi un sostituto imperfetto del giudizio di qualità formulato dall'istituzione che ha originato il credito. Le lacune informative derivanti dall'inosservanza della dovuta diligenza o da criteri di affidamento poco rigorosi in questa fase iniziale sono molto difficili da colmare. Carenze simili sono evidenti nel mercato della cartolarizzazione dei mutui *subprime*. La concorrenza tra i prestatori originari, che non intendevano in nessun caso accollarsi il rischio ed erano motivati solo dai proventi legati al volume dell'operazione, ha contribuito all'allentamento degli standard di accertamento e di documentazione dei prestiti ipotecari. Nei casi più estremi i mutui sono stati concessi a prenditori che chiaramente non sarebbero stati in grado di rimborsarli, se non nell'ipotesi molto ottimistica di un futuro apprezzamento delle abitazioni.

Gli intermediari finanziari specializzati nella creazione e nella gestione di veicoli di cartolarizzazione sono soggetti a incentivi analoghi. Il loro guadagno è prevalentemente legato al volume delle operazioni piuttosto che al profilo di rischio/rendimento sottostante delle attività cartolarizzate. Essi sopportano in genere solo una quota modesta del rischio, e nella situazione di euforia che ha caratterizzato il boom del mercato sono riusciti a ridurre significativamente tale esposizione. Inoltre, la creazione di strutture complesse che inseriscono diversi strati di cartolarizzazione tra la base originaria di attività e i flussi di cassa corrisposti agli investitori finali ha spesso occultato il rischio sostenuto dai gestori delle strutture.

Uno dei ruoli essenziali dell'investitore finale che sopporta il rischio ultimo consiste nell'introdurre disciplina nel processo di cartolarizzazione richiedendo e ottenendo informazioni pertinenti sui rischi sottostanti prima di assumere posizioni. L'incentivo in tal senso è stato tuttavia attenuato dal fatto che una quota molto ampia dei prodotti creati tramite le nuove e complesse operazioni di cartolarizzazione si configurava come attività senior e aveva ricevuto la notazione più alta dalle agenzie di rating. Il compenso ricevuto da investitori in questa classe di strumenti, seppure generoso rispetto ad altri strumenti con analogo merito di credito, non è sufficiente a giustificare gli sforzi richiesti da

... ma presenta carenze strutturali ...

... nel processo di accensione dei prestiti ...

... di cartolarizzazione ...

uno scrutinio approfondito dei rischi sottostanti nelle transazioni altamente strutturate. Le decisioni di tali investitori sono quindi basate su valutazioni esterne del rischio e sull'esercizio della debita diligenza da parte dei cosiddetti investitori *mezzanine*, che detengono tranche di rating inferiore e a più alto rendimento. Tuttavia, la capacità di questi ultimi di vagliare la qualità e imporre disciplina finanziaria è stata indebolita dall'ingente volume di emissioni cartolarizzate immesse sul mercato negli ultimi anni, che superava le loro risorse. Inoltre, la prassi della cartolarizzazione stratificata, che ha creato nuove strutture e attività senior addizionali mediante la ricomposizione di tranche *mezzanine* di attivi cartolarizzati, ha ulteriormente ridotto la capacità di questa classe di investitori di valutare e monitorare correttamente i rischi.

... e di attribuzione
dei rating

Il diffondersi delle forme più complesse di cartolarizzazione può aver attenuato gli incentivi dei prestatori originari e dei gestori a osservare i requisiti di dovuta diligenza, accrescendo l'importanza dei rating creditizi per il funzionamento del mercato. Gli investitori nelle tranche a più alto merito di credito hanno fatto maggiore affidamento sulle valutazioni delle agenzie di rating, spesso senza considerare che tali giudizi riguardano principalmente le perdite su crediti medie (o attese) e non danno pienamente conto dello spettro potenziale di tali perdite. In effetti, la complessità delle strutture di cartolarizzazione stratificata ha fatto sì che questo spettro fosse molto più ampio rispetto alle obbligazioni e ai prestiti con merito di credito analogo. I rating prescindono inoltre dalle possibili perdite derivanti dall'interazione tra i fattori di rischio di credito e di mercato, che sono parimenti più pronunciate in alcune di queste strutture. A seguito degli insegnamenti tratti dalla turbolenza, gli investitori sembrano ora rifuggire dalla complessità, mentre le agenzie di rating hanno cominciato ad adoperarsi per comunicare meglio le importanti sfumature nei loro giudizi.

Iniziative per porre
rimedio alle
carenze

Nonostante le evidenti imperfezioni ampiamente messe in luce dalla fase di tensioni, il modello OTD continua a presentare potenziali vantaggi per le singole istituzioni e per l'efficienza del sistema finanziario nel suo insieme. La principale sfida che si pone agli operatori e alle autorità consiste nell'affrontare queste carenze e valorizzare al tempo stesso gli aspetti positivi del modello. Diverse iniziative sono in corso. A livello di settore privato si possono citare le iniziative tese a migliorare la documentazione originaria e la diffusione delle informazioni lungo tutta la catena della cartolarizzazione, a riconoscere più esplicitamente che la disciplina è maggiore se a ogni stadio del processo gli operatori mantengono un'esposizione adeguata al rischio complessivo, nonché gli sforzi delle agenzie di rating per affinare le proprie valutazioni. Le autorità stanno parimenti cercando di integrare gli insegnamenti appresi sui rischi insiti in strutture di cartolarizzazione più complesse nella concezione e attuazione di standard prudenziali e di ovviare alle debolezze evidenziate dai legami tra liquidità di mercato e di rifinanziamento e il rischio complessivo degli istituti finanziari.

Un insegnamento generale tratto dalla turbolenza finanziaria è la stretta interdipendenza dei mercati e delle istituzioni nel funzionamento e nella resilienza del sistema finanziario. Il modello di intermediazione finanziaria OTD si fonda sul presupposto che il rischio sia trasferito in definitiva agli investitori

tramite operazioni di mercato. Nondimeno, come hanno dimostrato gli eventi nel periodo in rassegna, è il capitale delle istituzioni finanziarie che in ultima analisi sorregge la stabilità di tutte queste transazioni. Come rilevato in precedenza, i prestatori originari e i gestori di attività cartolarizzate sono stati soggetti a pressioni per fornire supporto alle strutture di cartolarizzazione e ai veicoli di investimento cui esse erano associate. Le incertezze circa la capacità degli istituti di sostenere le perdite relative alle esposizioni hanno provocato un clima di sfiducia generale nei confronti degli strumenti cartolarizzati e il blocco dell'attività non soltanto sul mercato dei titoli precedentemente emessi ma anche su quello primario. Alla fine, con l'esaurirsi della liquidità nei mercati monetari, il finanziamento dei veicoli fuori bilancio è dipeso esclusivamente dalla capacità delle istituzioni sponsor di onorare i propri impegni a fornire linee creditizie di appoggio.

Dal punto di vista dell'azione di vigilanza, questa interdipendenza tra imprese finanziarie e mercati depone a favore di un rafforzamento degli aspetti macroprudenziali nella definizione del quadro operativo e nel dosaggio dei relativi strumenti. Le carenze del modello *originate-to-distribute* sono principalmente imputabili al fatto che i singoli attori non hanno saputo sviluppare una visione olistica dei rischi poiché si sono concentrati su una ristretta prospettiva individuale, perdendo di vista i fattori di rischio e le interconnessioni di natura sistemica. Le politiche che adottano una prospettiva altrettanto limitata possono parimenti non essere in grado di attuare *ex ante* misure preventive allorché si accumulano i rischi di interazioni dirimenti. Al tempo stesso, la gestione della fase di stress ha già evidenziato come, per essere efficace, la risposta delle autorità possa comportare interventi volti ad attenuare le tensioni sui mercati e ad aiutare al tempo stesso le istituzioni a fronteggiare le difficoltà.

VIII. Conclusioni: il difficile compito di contenere i danni

L'attuale turbolenza di mercato nei principali centri finanziari mondiali non ha precedenti nel dopoguerra. Di fronte al rischio significativo di una recessione negli Stati Uniti, cui si aggiunge il brusco aumento dell'inflazione in numerosi paesi, si sta facendo strada il timore che l'economia internazionale possa trovarsi a un qualche punto di svolta. Questo timore non è infondato. La difficile situazione odierna è il frutto di molti anni di possente interazione fra innovazione nei mercati finanziari, lassismo nella *governance* interna ed esterna e condizioni monetarie accomodanti. Più che all'attribuzione di responsabilità, la priorità assoluta va data alla ricerca di risposte ponderate.

Guardando al futuro, è fondamentale porre l'enfasi su tutti questi elementi, nonché sulla loro interazione, e non soltanto sulle recenti innovazioni nei mercati finanziari, che tanta attenzione hanno ricevuto sinora. Un'ottica troppo ristretta comporta due pericoli. In primo luogo, essa ispira azioni correttive di portata limitata che potrebbero rivelarsi inadeguate a gestire una crisi con radici profonde tanto nell'economia reale quanto nel settore finanziario. In particolare, occorre affrontare direttamente il problema dei crediti in sofferenza e dell'elevato onere per il servizio del debito accumulato durante svariati anni in alcune importanti economie. La tentazione, viceversa, di ricorrere a un'espansione ancor maggiore del credito e a una più alta inflazione per mascherare questi problemi va fermamente combattuta. In secondo luogo, focalizzarsi sulle carenze delle recenti innovazioni finanziarie induce le autorità ad affrontare i sintomi, anziché le cause di fondo, all'atto di prendere misure per evitare problemi analoghi in futuro. Nell'analizzare i problemi attuali, è indiscutibilmente importante individuare gli aspetti inediti, ma non vanno trascurate le analogie con il passato.

Non si può negare che i nuovi sviluppi nei mercati finanziari, segnatamente le carenze nell'attuazione del modello *originate-to-distribute*, abbiano avuto conseguenze nefaste. Prestiti di qualità sempre più scadente sono stati allestiti e poi venduti agli ingenui e agli avidi, e questi ultimi hanno spesso fatto ricorso alla leva finanziaria e a crediti a breve termine per accrescere ulteriormente i profitti. Ciò costituisce di per sé una grave fonte di vulnerabilità. Ma, quel che è peggio, l'opacità di tale processo fa sì che la collocazione finale delle esposizioni non sia sempre palese. Come fare per raccogliere i cocci quando non è nemmeno chiaro dove si trovino?

Le innovazioni finanziarie hanno esasperato quella che sembra essere una tendenza intrinseca alla "prociclicità" dei sistemi finanziari liberalizzati. Man mano che l'espansione creditizia alimenta la crescita economica ciclica, i prezzi delle attività e il sentimento di ottimismo aumentano, mentre diminuisce la percezione del rischio. Ciò incoraggia ulteriormente l'espansione creditizia, non da ultimo attraverso la disponibilità di garanzie supplementari utilizzabili

per ottenere nuovi finanziamenti, determinando profili di spesa che potrebbero infine rivelarsi insostenibili. L'esuberanza, inizialmente razionale, può in tal modo divenire irrazionale e porre così le premesse per un potenziale collasso successivo.

Non si può neppure negare – anche in questo caso come si è visto più volte in passato – che vi siano state lacune tanto nella *governance* interna quanto nella supervisione esterna delle istituzioni finanziarie. Alcune società hanno subito enormi perdite e la loro ricapitalizzazione forzata diluirà i rendimenti futuri degli attuali azionisti. Non sorprende dunque che questi ultimi siano indignati per la condotta sia degli organi dirigenti sia dei consigli di sorveglianza. Inoltre, date le crescenti indicazioni che il sistema finanziario nel suo complesso non sta più funzionando in maniera efficace, occorre che anche i responsabili della vigilanza prudenziale si chiedano cosa sia andato per il verso sbagliato. Com'è possibile, ad esempio, che si sia venuto a creare un enorme sistema bancario ombra senza che ciò abbia dato adito a una chiara manifestazione di preoccupazione di parte ufficiale? Forse, come nel caso dei processi di *governance* interna, nessuno ha semplicemente avvertito l'esigenza di porre domande scomode sulle fonti di profitto dal momento che le cose andavano così bene. È di conforto che quegli elementi del Basilea 1 che hanno contribuito agli eccessi, in particolare l'assenza di fatto di requisiti patrimoniali per le entità fuori bilancio collegate alle banche, non potranno più agire in tal senso nel quadro del Basilea 2. Per questo motivo, quanto prima si darà attuazione al nuovo schema, tanto meglio sarà.

Infine, non si può negare l'influsso esercitato da un fattore ancor più tradizionale. I tassi di interesse reali – a livello mondiale, e non solo in alcune economie industriali avanzate – si sono collocati su valori insolitamente bassi per gran parte di questo decennio. In un iniziale contesto di inflazione moderata e stabile, i tassi ufficiali, quelli di interesse a lungo termine e gli spread di rischio non sono aumentati in misura proporzionale a una crescita mondiale che ha raggiunto ritmi senza precedenti. L'espansione degli aggregati monetari e creditizi si è fortemente accelerata e le riserve valutarie hanno segnato una crescita record a seguito dell'intervento massiccio delle economie emergenti per contrastare l'apprezzamento dei rispettivi tassi di cambio. Per giunta, così come il basso livello dei saggi di interesse, anche la tendenza a una crescita più rapida della moneta e del credito ha interessato quasi tutte le principali regioni del mondo.

Una spiegazione plausibile di questo prolungato periodo di condiscendenza monetaria e creditizia è che le banche centrali non hanno ancora pienamente adeguato le rispettive politiche interne per tener conto della crescente importanza degli influssi di natura globale. Per molti anni l'inflazione mondiale è stata mantenuta su livelli bassi grazie all'effetto benefico di numerosi shock positivi e concomitanti dal lato dell'offerta originati dalla deregolamentazione e dal progresso tecnologico, ma forse ancor più dall'ingresso di importanti economie emergenti nel sistema commerciale mondiale. Tuttavia, anziché consentire che l'inflazione slittasse temporaneamente verso il basso, come si era fatto in passato in occasione di shock negativi dal lato dell'offerta, le autorità hanno dato un'interpretazione diversa

alla quiescenza della dinamica dei prezzi. Esse hanno ritenuto che non vi fosse alcun valido motivo per innalzare i tassi di interesse allorché la crescita accelerava, né alcun impedimento ad abbassarli quando essa rallentava. Non è certo azzardato ipotizzare che il basso livello dei tassi di interesse possa aver involontariamente incoraggiato un imprudente ricorso al credito, e infine la reviviscenza dell'inflazione. Analogamente, può essere pericoloso affermare che i movimenti dei prezzi degli alimentari e dell'energia possono essere ignorati nella formulazione della politica monetaria interna, per il solo fatto che hanno natura esogena. Per il mondo nel suo insieme, non si tratta di shock esterni dal lato dell'offerta, ma piuttosto di movimenti indotti principalmente da fattori di domanda. Questi esempi illustrano la necessità di meglio adeguare alle realtà della globalizzazione i quadri di riferimento per la conduzione delle politiche a livello nazionale.

Considerata la varietà degli influssi alla base delle odierne difficoltà economiche e finanziarie, le loro interazioni e il loro carattere duraturo, non ci si dovrebbe aspettare né un ritorno rapido e spontaneo alla normalità, né soluzioni rapide e facili sul piano delle politiche economiche. La probabilità che il compito di riportare ordine dopo gli eccessi del passato si riveli arduo ha un'importante implicazione: essa rafforza la tesi secondo cui occorre utilizzare gli strumenti di politica economica per contrastare fin dall'inizio gli eccessi alimentati dal credito. Se è vero che l'introduzione di un nuovo quadro di riferimento per la formulazione delle politiche presenta chiare difficoltà, è altrettanto vero che gli ingenti costi economici sostenuti in occasione di precedenti crisi di questo tipo giustificano una seria valutazione delle possibilità di cambiamento.

Quanto sono gravi i rischi per le prospettive economiche?

Nelle attuali circostanze, sebbene la maggior parte dei commentatori si attenda un rallentamento della crescita economica mondiale, vi è un grado eccezionalmente elevato di incertezza riguardo a quella che sarà la sua gravità. Basti considerare la crescente dispersione delle opinioni all'interno delle previsioni prevalenti, nonché il divario insolitamente marcato fra le previsioni di alcune autorità nazionali e quelle dell'FMI. Le divergenze nell'orientamento della politica monetaria fra le principali regioni, benché motivate da molteplici fattori, si spiegano altresì con un diverso giudizio sulla potenziale gravità degli effetti dell'attuale turbolenza sulle economie nazionali. Non molto maggiore è il grado di certezza in merito alle prospettive dell'inflazione, considerato che gli ultimi dati indicano come sempre più probabile un suo ulteriore incremento piuttosto che un improvviso calo. Di conseguenza, taluni vedono analogie con i primi anni settanta, allorché le pressioni inflazionistiche crebbero fortemente, altri invece con i primi anni novanta, quando i sistemi bancari e l'economia si ritrovarono indeboliti dall'accumulo di debito del settore privato. In definitiva, potrebbero senz'altro aver ragione entrambi.

Guardando indietro nel tempo, è possibile farsi un'idea del perché oggi prevalga un tale grado di incertezza. Il percorso che ha condotto alla situazione presente è di per sé assai inusuale. Sul piano dell'economia

reale, si è già detto dell'impatto prodotto negli anni recenti dalla globalizzazione, ma va anche considerato il ruolo senza precedenti svolto in molti paesi dalla spesa delle famiglie e dall'accumulo del debito durante l'ultima fase ascendente. Sul piano finanziario, si è assistito a una crescita senza precedenti in termini di volumi in numerosi mercati e alla comparsa di tutta una serie di nuovi strumenti e nuovi operatori. Sul piano delle politiche economiche, infine, l'entità del prolungato stimolo fiscale e monetario necessario ad assicurare la ripresa dopo la contrazione del 2001 è stata anch'essa senza precedenti. Alla luce di queste circostanze e delle perduranti turbolenze nei mercati finanziari, è semplicemente impensabile che i tradizionali modelli previsionali continuino a funzionare bene, ammesso che lo abbiano mai fatto.

Guardando avanti nel tempo, vi è considerevole incertezza circa la portata degli effetti pregiudizievoli sulla crescita causati da vari processi interattivi. Vi sono interazioni all'interno del settore finanziario, all'interno dell'economia reale, e fra i settori reale e finanziario, nonché potenziali effetti di contagio fra le aree geografiche. A queste vulnerabilità vanno aggiunti gli effetti inibitori prodotti sull'economia reale dalla crescente inflazione e le potenziali turbative originate dagli squilibri commerciali internazionali. Dietro molti di questi processi si profilano lo spettro di una riduzione della leva finanziaria, dopo svariati anni di accumulazione del debito, e il problema della cosiddetta "fallacia della composizione". In altri termini, le azioni ragionevolmente intraprese dai singoli soggetti economici nell'intento di risolvere i propri problemi potrebbero non fare altro che aggravare i problemi altrui. Tali processi possono essere altamente non lineari e rischiano perciò di condurre a una crescita mondiale molto più lenta di quanto generalmente previsto e, almeno per un certo periodo, a una maggiore inflazione.

All'interno del settore finanziario l'interazione più importante è quella fra le istituzioni e i mercati. Le banche nei principali centri finanziari, incontrando serie difficoltà nello stimare il loro fabbisogno futuro di capitale e di liquidità di fronte alle crescenti perdite e alla dilatazione involontaria dei bilanci, hanno già ridotto il credito ai mutuatari del settore finanziario e inasprito i requisiti di garanzia. Tale tendenza potrebbe senz'altro intensificarsi. A loro volta, i mutuatari non in grado di soddisfare queste condizioni più onerose potrebbero essere costretti a vendere attività in mercati che rimangono illiquidi nonostante gli interventi straordinari posti in essere dalle banche centrali. L'impatto delle vendite di emergenza sui prezzi e sul patrimonio delle istituzioni finanziarie potrebbe essere considerevole. Vi è inoltre il pericolo che siffatti sviluppi pregiudichino ulteriormente la liquidità di mercato nel caso in cui i precedenti *market-maker*, a corto di liquidità propria, siano costretti a ridurre ancora la loro operatività.

All'interno del settore reale la principale preoccupazione è che le famiglie, gravate dal pesante onere debitorio e in certi casi alle prese con il calo dei prezzi delle abitazioni, cerchino di accrescere i tassi di risparmio, da tempo su livelli bassi, riducendo bruscamente i consumi. Tale comportamento potrebbe essere incoraggiato dal fatto che negli Stati Uniti e in alcuni altri paesi industriali avanzati lo stock di abitazioni, automobili e altri beni durevoli appare già alquanto elevato. Purtroppo, non è possibile che tutti accrescano il

risparmio simultaneamente, poiché la spesa degli uni rappresenta il reddito degli altri. Se ciò accadesse, il risultato finale sarebbe una diminuzione dell'attività economica e dell'occupazione, non solo nei paesi direttamente interessati, ma anche in quelli che esportano verso di essi. D'altra parte, è improbabile che tale lacuna sia colmata da un aumento degli investimenti negli Stati Uniti. In siffatte circostanze, le imprese potrebbero senz'altro ritenere che la domanda di loro prodotti non sia destinata a riprendersi per qualche tempo e limitarsi frattanto a contenere la spesa e a ridurre i costi. Ovviamente, un connesso calo del valore effettivo del dollaro porterebbe alla creazione di posti di lavoro e alla riduzione del disavanzo commerciale negli Stati Uniti, ma ciò non farebbe che accrescere il disagio degli esportatori di altri paesi.

Anche tra l'economia reale e il settore finanziario potrebbero sussistere interazioni preoccupanti. Al momento, ciò che si teme maggiormente è che ai mutuatari non finanziari vengano imposte condizioni creditizie ancor più stringenti. Sebbene il settore delle imprese a livello mondiale non manchi di liquidità, lo stesso non può dirsi di molte grandi società che di recente sono state oggetto di *leveraged buyout*. Inoltre, in molti paesi le famiglie non godono di una buona posizione finanziaria. Il solo fatto di non essere più in grado di estrarre ricchezza dalle proprietà immobiliari ha già prodotto, quantomeno negli Stati Uniti, effetti significativi sulla spesa. Condizioni creditizie ancor più stringenti potrebbero accentuare tali tendenze, portando alla perdita di ulteriori posti di lavoro e a un aumento dei fallimenti, con nuovi effetti di retroazione sul sistema finanziario.

Considerata la possibilità di un tale deterioramento del contesto economico e finanziario, non sarebbe sorprendente se anche il valore delle attività andasse soggetto a nuove pressioni, specie nel caso degli immobili residenziali, i cui prezzi continuano a destare forte preoccupazione in molti paesi. Negli Stati Uniti lo stock di unità abitative invendute resta particolarmente elevato e potrebbe senz'altro crescere ancora se i proprietari fossero tentati di rinunciare all'abitazione nel momento in cui il suo valore scendesse al di sotto di quello delle rispettive passività ipotecarie. Ciò rappresenterebbe un altro aggravio diretto sul capitale dei prestatori e intensificherebbe ulteriormente le spinte al ribasso sui prezzi degli immobili residenziali USA, nonché sul valore di tutti gli strumenti finanziari garantiti da quelle ipoteche. In vari paesi anche i prezzi degli immobili commerciali hanno cominciato a indebolirsi, un andamento che tradizionalmente è di cattivo auspicio per i creditori. È chiaro che queste interazioni fra i settori reale e finanziario sono potenzialmente tanto complesse quanto pericolose.

La globalizzazione accresce le possibilità di contagio fra aree geografiche. Ormai non possono più esservi molti dubbi sul fatto che l'economia statunitense si trovi di fronte a gravi difficoltà e sia quella che rischia maggiormente di essere danneggiata dal tipo di interazioni appena descritte. Vi è inoltre motivo di temere che vari altri paesi con un basso saggio di risparmio delle famiglie siano esposti a rischi analoghi, benché forse meno significativi. Ciò nonostante, esiste ancora la speranza che il rallentamento si propaghi ad altri paesi soltanto in forma molto attenuata. In Europa il centro appare

fondamentalmente solido, ma nella periferia le cose stanno diversamente. In Spagna e Irlanda sono già emersi con chiarezza problemi nel settore dell'edilizia, mentre alcuni paesi dell'Europa orientale accusano da qualche tempo ampi disavanzi di parte corrente. La loro dipendenza dalle banche dell'Europa occidentale, inoltre, costituisce un altro elemento significativo di vulnerabilità, qualora le circostanze costringessero tali banche a ridurre la propria attività. Quanto al Giappone, esso è esposto nella misura in cui intrattiene ancora forti legami commerciali con gli Stati Uniti, ma sembra aver evitato negli ultimi anni l'accumulo di debito del settore privato che oggi minaccia molti altri paesi.

Non è chiaro se e in che misura le economie emergenti possano isolarsi dagli sviluppi avversi "sganciandosi" dai paesi industriali avanzati. Da un lato, la loro domanda interna sembra effettivamente seguire una tendenza ascendente e le loro esportazioni sono dirette in misura crescente ad altre economie emergenti. Dall'altro, è degno di nota che gran parte degli investimenti interni e delle esportazioni di beni per l'assemblaggio finale in altri paesi emergenti continui a dipendere in ultima istanza dalla spesa nei paesi industriali avanzati. Per giunta, è probabile che in un contesto sempre più "globalizzato" si avvertano gli influssi dei mercati finanziari e gli effetti del clima generale di fiducia. Tali considerazioni implicano che le interconnessioni e le vulnerabilità osservate in occasione di rallentamenti ciclici precedenti non sono affatto scomparse.

L'aumento dell'inflazione a livello mondiale desta anch'esso gravi e contrastanti inquietudini. Fino a dove potrà arrivare? E quanto durerà? I prezzi delle materie prime sono stati un fattore fondamentale della recente accelerazione mondiale dell'inflazione, anche perché né la domanda né l'offerta di questi beni reagiscono rapidamente alle variazioni di prezzo; tuttavia, le pressioni di fondo esercitate dalla forte domanda mondiale sulla capacità di offerta a breve termine si stanno manifestando per una gamma assai più ampia di beni. Inoltre, mentre per alcuni la moderazione finora mostrata dai salari e dalle aspettative di inflazione è motivo di conforto, altri vi scorgono il potenziale di un forte incremento di entrambi. L'aumento dei prezzi ha già ridotto quasi ovunque i salari reali dei consumatori, addirittura al punto di provocare in varie economie emergenti disordini politici e sociali. A sua volta, ciò ha indotto numerosi governi a ricorrere a provvedimenti amministrativi per contenere i prezzi e limitare le esportazioni, provvedimenti da cui si deduce che le spinte inflazionistiche sottostanti sono di fatto più forti di quanto non appaiano. Evidentemente, un rallentamento economico mondiale contribuirebbe a ridurre le pressioni inflazionistiche complessive. Tuttavia, data l'inerzia delle dinamiche inflattive, è comunque possibile che si prospetti un prolungato periodo di elevata inflazione accompagnata da una più lenta crescita. Quest'ultima, inoltre, creerebbe un contesto propizio al diffondersi di pericolose spinte protezionistiche.

Oltre che da questi rischi globali per l'inflazione, le prospettive delle singole regioni in termini sia di crescita sia di inflazione saranno influenzate dalle oscillazioni dei tassi di cambio. Una fonte di preoccupazione riguarda ciò che potrebbe succedere nei mercati valutari stessi. Considerato il disavanzo

ancora elevato della bilancia corrente e i crescenti livelli del debito estero negli Stati Uniti, il valore effettivo del dollaro è calato finora in maniera notevolmente ordinata. Tuttavia, ciò non garantisce che continuerà a farlo in futuro. I detentori esteri di attività in dollari USA hanno subito forti perdite misurate in dollari, e perdite ancor maggiori se misurate nelle rispettive monete. Per quanto improbabile, e anzi assai inverosimile nel caso degli investitori del settore pubblico, non si può completamente escludere che all'improvviso essi decidano di battere in ritirata.

Infine, quali che siano le variazioni dei tassi di cambio, esse potrebbero comportare benefici ma anche costi significativi. Nei paesi con monete in deprezzamento, come gli Stati Uniti, la crescita dovrebbe essere favorita dagli effetti di sostituzione nell'interscambio. Gli Stati Uniti beneficerebbero inoltre di effetti di valutazione, poiché il loro debito è in gran parte denominato in dollari, mentre le loro attività sono misurate in valute estere in via di apprezzamento. Per contro, nei paesi con monete in apprezzamento è probabile che entrambi questi effetti influiscano negativamente sulla crescita.

Per quanto riguarda l'impatto dei tassi di cambio sull'inflazione, il calcolo dei costi e dei benefici diviene non solo più complesso ma anche, nel caso di alcuni paesi, più preoccupante. Ad esempio, qualora il dollaro e la sterlina continuassero a deprezzarsi su base effettiva, le pressioni inflazionistiche negli Stati Uniti e nel Regno Unito dovrebbero aumentare. In questi paesi la "trasmissione" dei movimenti di cambio è stata relativamente debole negli ultimi anni, ma ciò si è accompagnato a un restringimento dei margini dei paesi esportatori e ha incentivato le imprese a preservare i margini mediante un incremento della produttività superiore a quello dei salari. Tuttavia, con il tempo entrambi questi processi diventano sempre più gravosi e aumenta di riflesso la probabilità di un esito inflazionistico. Al contrario, in gran parte dei paesi le cui monete potrebbero apprezzarsi, segnatamente in Asia e nell'Europa occidentale, l'inflazione è superiore a quanto desiderabile e le implicazioni disinflazionistiche di un apprezzamento nei confronti del dollaro sarebbero ovviamente le benvenute.

Sotto questo aspetto il Giappone continua a rappresentare un'eccezione significativa e preoccupante. Con un cambio effettivo prossimo al minimo trentennale, un ampio avanzo di conto corrente e massicce riserve valutarie, lo yen potrebbe apprezzarsi ancora. Se così fosse, in un contesto di debolezza dell'interscambio e perdurante fiacchezza della crescita, un ritorno della deflazione non sarebbe affatto da escludere. Benché oggi l'economia giapponese appaia meno esposta di molti altri paesi alle dannose interazioni sopra descritte, il margine di manovra delle politiche si è praticamente esaurito. Il paese ha un enorme debito pubblico e i tassi ufficiali sono vicini allo zero. Di fatto, questo è il persistente retaggio di un lungo periodo in cui il Giappone si è avvalso quasi esclusivamente di strumenti macroeconomici per fronteggiare le conseguenze della bolla scoppiata nei primi anni novanta.

La perdurante esposizione del Giappone a rischi al ribasso, unitamente a un decennio e più di crescita inferiore alla media, suggerisce due conclusioni di politica economica che nella situazione attuale potrebbero essere pertinenti anche per altri paesi. In primo luogo, se le autorità giapponesi avessero

contrastato il formarsi della bolla più precocemente e con maggior vigore, si sarebbero potuti evitare gli eccessi peggiori del boom. In secondo luogo, il fatto che esse non siano riuscite a ristrutturare il debito delle imprese e del settore finanziario in maniera tempestiva e ordinata ha accresciuto notevolmente i costi finali del successivo crollo.

Come affrontare rischi antitetici?

La causa fondamentale dei problemi che stanno emergendo oggi va ricercata in una prolungata crescita eccessiva e imprudente del credito. Questa ha sempre comportato il rischio di due esiti infausti, sebbene non sia mai stato chiaro quale dei due si sarebbe concretizzato prima. Uno era l'aumento dell'inflazione, man mano che l'economia mondiale si approssimava al suo potenziale produttivo a breve termine; l'altro era l'accumulo di squilibri connessi al debito nei settori finanziario e reale, che a un certo punto si sarebbero dimostrati insostenibili, causando un notevole rallentamento economico. In definitiva, l'economia mondiale sembra oggi interessata da entrambi questi fenomeni negativi simultaneamente, anche se il grado di esposizione a tali minacce comuni varia notevolmente da un paese all'altro.

Ciò costituisce una considerevole complicazione per le autorità. La scelta di non contrastare vigorosamente le pressioni inflazionistiche, oggi in rialzo pressoché ovunque, rischia di provocare un aumento delle aspettative di inflazione il cui contenimento potrebbe rivelarsi assai costoso. Ma la scelta di non contrastare vigorosamente i processi di interazione sopra descritti rischia di provocare una dinamica cumulativa discendente nell'economia, che potrebbe facilmente sfuggire al controllo. Tuttavia, questi rischi differiscono anche nella loro immediatezza, in quanto l'accelerazione dell'inflazione è già una realtà, mentre un sensibile indebolimento della crescita resta soltanto un'eventualità in molte parti del mondo. In generale, ciò dovrebbe far propendere le politiche a livello mondiale per un grado molto minore di condiscendenza.

Premessa questa "propensione" globale, l'esigenza di soppesare rischi antitetici comporta che le raccomandazioni per le politiche monetarie e di bilancio nei singoli paesi non possano essere formulate in modo indifferenziato. Ciascuna banca centrale deve valutare attentamente vari aspetti che hanno un peso relativo diverso a seconda dei paesi. Il primo in ordine di importanza è il vigore delle spinte inflazionistiche in atto, con il rischio che le aspettative di inflazione si attestino su livelli più alti. Il secondo è la probabilità che si verifichino in futuro altri shock per l'inflazione. Al riguardo, assumono particolare rilevanza le considerazioni concernenti i prezzi delle materie prime, i tassi di cambio e le ragioni di scambio. Il terzo aspetto che occorre valutare è la misura in cui variazioni potenzialmente ingenti dei prezzi delle attività e della ricchezza percepita possono incidere sulle prospettive economiche, specie in presenza di elevati livelli di indebitamento. Infine, le autorità devono formulare un giudizio sullo stato di salute del sistema finanziario e sulla probabilità che si verifichi una stretta creditizia.

Stante la necessità di operare una difficile valutazione riguardo a tutti questi aspetti, la dinamica dei tassi di interesse sembra destinata a differire da

un paese all'altro. L'aumento dell'inflazione rappresenta un'evidente minaccia ovunque, ma in gran parte dei mercati emergenti è già una realtà. Rispetto ad alcune importanti economie industriali avanzate, in questi mercati i generi alimentari hanno un'incidenza maggiore nel paniere dei consumi, la stabilità dei prezzi in alcune regioni non è altrettanto ben consolidata e i pericoli per la crescita derivanti da passati eccessi di bilancio e da un inasprimento degli standard creditizi sembrano generalmente meno evidenti. Naturalmente, se la politica monetaria dovesse essere inasprita in misura relativamente maggiore nelle economie emergenti, ne dovrebbe conseguire anche una maggiore disponibilità da parte di queste ultime a lasciare che i rispettivi tassi di cambio aumentino di conseguenza. Ciò è comunque auspicabile sia come mezzo di lotta all'inflazione sia al fine di ridurre gli squilibri commerciali internazionali. Poiché nell'ambito delle economie industriali avanzate considerazioni analoghe sembrano giustificare politiche più restrittive nell'Europa continentale (rispetto agli Stati Uniti, dove la minaccia di una recessione appare maggiore), l'aumento dei tassi di cambio nei mercati emergenti contribuirebbe inoltre ad alleviare le pressioni al rialzo sull'euro.

Ovviamente, la conduzione delle politiche dovrebbe essere orientata in linea di principio non soltanto alla risoluzione dei problemi correnti, ma altresì al più lungo periodo. Anche in questo caso, sono presenti rischi antitetici che potrebbero motivare approcci diversi. Da un lato, non è impossibile che la correzione della bolla creditizia, dopo un periodo transitorio di più alta inflazione, sfoci in una deflazione che potrebbe risultare assai difficile da gestire soprattutto alla luce degli alti livelli iniziali di indebitamento nominale. Considerazioni di questo tipo hanno indotto taluni, non da ultimo negli Stati Uniti, a perorare un allentamento monetario particolarmente vigoroso quale "assicurazione" contro tale esito a bassa probabilità e alto costo.

Tuttavia, altri osservatori, in particolare nell'Europa continentale, hanno espresso preoccupazioni diverse riguardo al futuro. Oltre a un rialzo dell'inflazione nel breve periodo, molti temono che una politica monetaria sensibilmente più accomodante non faccia che alimentare una nuova, insostenibile bolla del credito e dei prezzi delle attività – una parziale spiegazione forse degli attuali sviluppi sui mercati delle materie prime – e che gli squilibri della spesa e dell'interscambio tendano solo ad accentuarsi. I sostenitori di questa linea farebbero rilevare l'esperienza storica di ripetuti episodi di bolla, specie negli Stati Uniti, e come ogni volta sia stata apparentemente necessaria una risposta monetaria più vigorosa alle successive fasi di contrazione. Un altro timore strettamente collegato è che l'allentamento monetario possa infine cessare del tutto di stimolare la crescita reale e generare soltanto aumenti dei prezzi. In effetti, molti teorici dell'anteguerra mettevano in guardia proprio da una siffatta eventualità. Il grave pericolo che deriverebbe dal non riconoscere questo potenziale limite dell'allentamento monetario è che le autorità indugino troppo prima di ricorrere ad altre misure, le quali potrebbero rivelarsi più efficaci nell'attenuare un rallentamento economico cumulativo.

L'alternativa forse più ovvia sarebbe una politica di bilancio espansiva. Nei paesi industriali più avanzati le fasi recessive attivano un certo grado di stabilizzazione automatica, che peraltro è meno comune nelle economie

emergenti. Sembra inoltre un dato acquisito in politica che, di fronte alla prospettiva di una seria contrazione economica, si ricorra più attivamente a misure discrezionali di politica fiscale. In effetti, qualcosa di simile è già avvenuto negli Stati Uniti, dove i timori di una grave recessione agli inizi del 2008 sono serviti a giustificare un pacchetto di stimolo fiscale definito "tempestivo, mirato e temporaneo".

Non vanno tuttavia dimenticati taluni inconvenienti. Uno di questi è che uno stimolo fiscale preventivo, al pari dell'allentamento monetario, potrebbe favorire la revisione al rialzo delle aspettative inflazionistiche, data l'iniziale assenza di capacità eccedente. Un altro è che in molti paesi le passività esplicite e implicite del governo sono già talmente alte da far dubitare che siano pienamente onorati tutti gli impegni non contrattuali assunti. Un ulteriore stimolo fiscale potrebbe quindi portare a un aumento dei premi al rischio e a un conseguente possibile rialzo dei tassi di interesse. Inoltre, nei paesi che presentano livelli elevati di disavanzo o di debito potrebbero esservi gravi ripercussioni anche sul tasso di cambio. E, naturalmente, il margine di manovra fiscale risulterebbe ulteriormente ridotto, dato il timore che il denaro dei contribuenti finisca per essere utilizzato nella risoluzione dei problemi di sovraindebitamento del settore finanziario e delle famiglie.

Oggi soprattutto negli Stati Uniti, ma in avvenire anche in vari altri paesi, i debiti accumulati sono tali per cui il loro servizio non potrà essere assicurato alle condizioni originariamente pattuite. I mutui *subprime* USA sono un buon esempio al riguardo. In siffatte circostanze, i creditori e i debitori dovrebbero in linea di principio ristrutturare il debito in maniera ordinata così da preservare un certo valore residuo con vantaggio reciproco e limitare al tempo stesso il rischio di *moral hazard* per il futuro. È tuttavia possibile che i governi debbano intervenire in questo processo, anche perché le procedure esistenti di risoluzione e liquidazione e le connesse infrastrutture di supporto potrebbero dimostrarsi incapaci di garantire risoluzioni rapide ed efficaci della portata richiesta. Inoltre, i nuovi strumenti e operatori nei principali mercati finanziari mondiali rappresentano un ulteriore rilevante ostacolo alle soluzioni del settore privato. Non è infatti chiaro dove risiedano le perdite, né come debbano essere correntemente valutate, né quanto possano crescere considerato il perdurante calo dei prezzi delle attività sottostanti. E spesso non è neppure chiaro chi detenga la potestà giuridica per avviare i procedimenti di recupero del valore residuo presunto.

Un'ennesima complicazione è che, in netto contrasto con le ricorrenti crisi debitorie di Stati sovrani, vi sono oggi milioni di mutuatari in difficoltà, fra cui in particolare le famiglie statunitensi, oltre che una miriade di prestatori. Altrettanto inquietante è che, dato il diffuso impiego di strumenti per il trasferimento del rischio di credito, gli investitori non siano più accomunati dall'interesse di minimizzare le perdite evitando i fallimenti. In sintesi, una risoluzione ordinata a opera del settore privato non risulterà tanto facile. Forse, il ruolo più utile che i governi potrebbero svolgere al riguardo è quello di considerare come questo stato di cose possa essere migliorato rapidamente.

Laddove i governi avvertano la necessità di intervenire direttamente per alleviare gli oneri debitori, è essenziale che abbiano ben chiaro quanto segue:

se i prezzi delle attività sono irrealisticamente elevati, essi devono prima o poi calare; se i tassi di risparmio sono irrealisticamente bassi, devono salire; e se non è possibile onorarne il servizio, i debiti devono essere riconosciuti. Cercare di negare queste evidenze con l'impiego di espedienti e palliativi non farà che peggiorare le cose. Alla luce di tutto ciò, può essere opportuno enunciare alcuni principi basati sulla gestione di precedenti crisi in Giappone, Svezia e in altri paesi, pur nella consapevolezza che tradurre i principi in pratica pone di per sé una serie di difficili problemi.

Primo, in linea di principio l'intervento dei governi dovrebbe essere rapido e deciso, con il chiaro obiettivo di dissipare ogni incertezza circa le perdite future del settore privato; così avvenne in occasione della crisi bancaria svedese dei primi anni novanta, mentre in Giappone il governo attese troppo a lungo prima di agire in maniera decisiva. In pratica, tuttavia, occorrerà sempre tempo per determinare la gravità del problema da affrontare e decidere il da farsi. Secondo, in linea di principio le perdite dovrebbero ricadere in massima parte su coloro che le hanno originate: per primi i mutuatari e quindi chi ha fatto loro imprudentemente credito. In pratica, tuttavia, dovrebbero altresì essere prese seriamente in considerazione le possibili implicazioni dei diffusi fallimenti di famiglie (incluse le risultanti controversie legali). Terzo, qualora il settore pubblico decidesse di socializzare le perdite, dovrebbe farlo in modo esplicito e trasparente, senza accollare perdite potenziali ai bilanci delle banche centrali. In pratica, tuttavia, come mostra l'esperienza del Giappone nei primi anni novanta, un'inadeguata normativa in materia di assicurazione dei depositi potrebbe lasciare alla banca centrale ben poche alternative all'offerta di assistenza di emergenza alle istituzioni insolventi. Quarto, il *moral hazard* associato all'utilizzo di denaro pubblico andrebbe controbilanciato con l'introduzione di misure lungimiranti volte a prevenire l'insorgenza di problemi analoghi in futuro. Le connesse difficoltà di ordine pratico sono trattate nella sezione successiva.

Gran parte dei suggerimenti più specifici riguardo al coinvolgimento del settore pubblico mira ad attenuare la probabilità di una vera e propria stretta creditizia nei mercati finanziari internazionali. L'intento è quello di mitigare l'interazione potenzialmente forte fra l'incertezza sulla solvibilità dei mutuatari, principalmente famiglie, e quella sulla solvibilità dei prestatori. Di fatto, negli Stati Uniti sono già state prese iniziative per impiegare le agenzie governative e quasi governative a sostegno dei mercati ipotecari, e quindi indirettamente anche dei prezzi delle abitazioni, dei proprietari immobiliari e dei creditori. In vari paesi sono stati sollecitati acquisti diretti da parte del governo al fine di porre un limite inferiore al prezzo di vari strumenti finanziari. Naturalmente, ciò è in netto contrasto con l'esigenza che il mercato trovi il proprio livello di equilibrio per poter ricominciare a funzionare normalmente ed espone l'operatore pubblico a perdite future qualora i prezzi dovessero comunque continuare a diminuire. Un approccio alternativo al problema è incentrato non tanto sulle attività delle famiglie, quanto piuttosto sulle loro passività, e propone che queste siano oggetto di una qualche forma di riduzione forfetaria basata su principi stabiliti dai governi. Gli aspetti negativi sono ovviamente evidenti: l'eventuale onere diretto per il governo, il rischio di *moral hazard*

e il forte malcontento politico che deriverebbe dall'obbligare i mutuatari "prudenti" e i contribuenti a sovvenzionare gli "imprudenti".

In che modo i governi potrebbero contribuire ad attenuare le incertezze sulla solvibilità delle banche e, quindi, la minaccia di una stretta creditizia? Il primo passo sarebbe evidentemente quello di incoraggiare l'"autoaiuto". Tanto i dividendi quanto i bonus andrebbero decurtati al fine di accrescere il volano di capitale. Ci si dovrebbe altresì rivolgere al settore privato per ottenere ulteriori iniezioni di capitale mediante l'emissione di diritti di opzione o l'appello a investitori esterni. Questo processo sarebbe senz'altro facilitato da una maggiore chiarezza sul fabbisogno di capitale proprio alla luce delle perdite prospettiche, nonché dell'eventuale dilatazione involontaria dei bilanci. Il problema, tuttavia, è che risulta difficile attribuire un prezzo a molti prodotti strutturati, poiché di fatto per essi non esiste più un mercato e la valutazione mediante modelli comporta numerosi svantaggi. La proposta che le banche concordino un "paradigma" comune di valutazione, prendendo atto di tali carenze, ha nondimeno notevoli meriti.

Naturalmente, una simile valutazione potrebbe anche portare alla scomoda constatazione che le perdite sono assai ingenti, un'eventualità alla quale le autorità dovrebbero prepararsi in anticipo. Nel caso in cui le autorità di regolamentazione fossero in grado di stabilire che le perdite stimate al "fair value" sono ben maggiori di quelle che verranno probabilmente realizzate in futuro, la loro risposta potrebbe essere quella di acconsentire temporaneamente a un certo grado di tolleranza prudenziale. Laddove invece, cosa forse più probabile, le autorità non si sentano in grado di pronunciarsi in tal senso, il governo non dovrebbe esitare a intervenire in modo diretto secondo i principi sopra enunciati. Fusioni, acquisizioni, la creazione di banche "spazzatura" (*bad bank*) per dare collocazione agli impieghi di qualità peggiore, ricapitalizzazioni con fondi pubblici e persino la nazionalizzazione degli istituti in difficoltà sono tutte opzioni che andrebbero contemplate a seconda delle circostanze.

Nei casi in cui l'intervento diretto del settore pubblico appaia necessario, le opzioni percorribili dipenderanno nei fatti da due importanti elementi: il quadro giuridico nazionale e l'eventuale esigenza di coinvolgere autorità estere. In tali circostanze è probabile che ben presto ci si renda conto di non aver fatto abbastanza per prepararsi a una possibile crisi finanziaria di qualche tipo. Qualora le autorità debbano comunque mettere mano alla situazione, l'esperienza acquisita servirà almeno a fornire indicazioni su cosa si sarebbe potuto fare meglio in fase di preparazione.

Come migliorare la prevenzione e la gestione delle crisi

Da tempo immemorabile si verificano crisi finanziarie con costi economici significativi e non è realisticamente pensabile che possano essere eliminate del tutto. Ciò nonostante, è possibile prendere misure preventive sia per mitigare gli eccessi nella fase ascendente del ciclo del credito, sia per ridurre ulteriormente i costi nella fase discendente mediante una migliore gestione delle crisi. Ora che si stanno facendo sempre più palesi i costi dell'attuale svolta nel ciclo creditizio, dovrebbe esservi una corrispondente volontà

politica di procedere in questa direzione. Inoltre, un impegno in tal senso contribuirebbe ad attenuare il rischio di *moral hazard* che potrebbe derivare da un coinvolgimento diretto, sia effettivo sia potenziale, dello Stato in risposta alle presenti difficoltà.

Come rilevato nell'Introduzione, le origini delle attuali turbolenze sono diverse e al tempo stesso analoghe a quelle di crisi precedenti. Vari gruppi di studio hanno già individuato gli elementi di diversità oggi presenti nei mercati finanziari, formulando numerose proposte sensate di cambiamento per ridurre i rischi che tali elementi chiaramente comportano. In modo altrettanto sensato, le proposte cercano nel contempo di preservare ove possibile i vantaggi che questi nuovi sviluppi presentano. Non da ultimo, occorre trovare soluzioni affinché i benefici teorici offerti dal modello *originate-to-distribute* si traducano in realtà.

Minore attenzione è stata invece prestata ai potenziali rimedi per quegli aspetti delle turbolenze attuali che presentano analogie con situazioni precedenti: l'intrinseca prociclicità del sistema finanziario e l'eccessiva espansione del credito. Questa mancanza di attenzione desta sorpresa per due motivi. In primo luogo, se si riconosce che il problema di fondo è la crescita eccessiva del credito si possono spiegare meglio – e con rimarchevole parsimonia – non soltanto le odierne turbolenze finanziarie, ma anche gli squilibri nell'economia reale e l'aumento dell'inflazione. In secondo luogo, è senz'altro possibile che la rapida espansione creditizia tenda sempre più a produrre pericolosi effetti collaterali. La tendenza alla globalizzazione e al consolidamento, così come la cartolarizzazione, accrescono non soltanto la probabilità di eccessi nelle fasi ascendenti, ma verosimilmente anche i costi nelle fasi discendenti del ciclo.

Alla luce di tutto ciò, quel che appare necessario è un nuovo assetto di stabilità macrofinanziaria per contrastare attivamente l'intrinseca prociclicità del sistema finanziario. Ricorrendo a strumenti regolamentari macroprudenziali oltre che all'inasprimento monetario per moderare la fase espansiva sarebbe possibile evitarne gli eccessi peggiori. In effetti, la prospettiva stessa di una resistenza da parte del settore ufficiale potrebbe temperare il comportamento del settore privato. Si pensi, ad esempio, a come la nuova enfasi posta dalle banche centrali sull'inflazione sembri aver influito sul processo di formazione delle aspettative inflazionistiche. Meno eccessi nella fase espansiva potrebbero significare meno danni cui dover rimediare in seguito, nonché maggiori margini per allentare le politiche, le quali sarebbero state inasprite in modo più sistematico in precedenza.

La prima caratteristica saliente di un tale assetto sarebbe la priorità attribuita alle questioni di ordine sistemico. L'attenzione si concentrerebbe sui pericoli derivanti dall'analogia esposizione di molte istituzioni a shock comuni, come ad esempio una svolta nel ciclo dei prezzi degli immobili. A ciò si aggiungerebbe il riconoscimento che le interazioni endogene fra istituzioni, fra mercati, nonché fra istituzioni e mercati, potrebbero condurre a esiti altamente non lineari. Senza per questo trascurare lo stato di salute delle singole istituzioni, un tale approccio permetterebbe certamente di rafforzare la sorveglianza sulle società di maggiori dimensioni o che intrattengono relazioni complesse con altre parti del sistema.

La seconda caratteristica sarebbe un impiego molto più “simmetrico” o anticiclico degli strumenti di politica economica. Questi sarebbero utilizzati in senso restrittivo nella fase ascendente del ciclo del credito e in senso espansivo in quella discendente. Al riguardo, il nuovo assetto non farebbe che rispecchiare quello che è ormai un principio consolidato della politica di bilancio, ossia che bisognerebbe approfittare della buona congiuntura per prepararsi a tempi meno propizi. Attualmente, durante le fasi ascendenti né gli strumenti monetari né quelli regolamentari rispondono in genere sistematicamente all’emergere di squilibri analoghi a quelli sopra descritti. Gli strumenti regolamentari, inoltre, vengono comunemente utilizzati in senso restrittivo solo quando la situazione volge al peggio, con il rischio di aggravare la fase discendente.

Volendo essere più specifici, la politica monetaria potrebbe essere inasprita anche con un’inflazione prevista sotto controllo qualora si venisse a creare una combinazione sufficientemente pericolosa fra una rapida espansione del credito, crescenti prezzi delle attività e profili distorti di spesa o produzione. Ponendo l’accento su un insieme di indicatori sistemici, questa proposta si differenzia alquanto dalla semplice gestione dei prezzi delle attività. Gli strumenti macroprudenziali verrebbero manovrati in direzione analoga, sia su base discrezionale sia secondo criteri improntati a determinate regole, al fine di assicurare che gli spread di rischio, gli accantonamenti per perdite su crediti e i requisiti patrimoniali contribuiscano tutti a ridurre l’ampiezza del ciclo del credito. Sul piano tecnico si presenterebbe la difficoltà di assicurare che i requisiti regolamentari riflettano l’operatività delle singole istituzioni e rispondano al tempo stesso agli andamenti a livello di sistema. Fortunatamente, la flessibilità accordata dai vari pilastri del Basilea 2 facilita la ricerca di una soluzione.

La terza caratteristica del nuovo assetto sarebbe una cooperazione ancora più intensa fra le comunità di banche centrali e di autorità di regolamentazione per individuare l’accumularsi di rischi sistemici e decidere cosa fare per attenuarli. Quel che occorre è un modo per integrare meglio le conoscenze specifiche di ciascuna comunità e i rispettivi punti di forza analitici. A livello pratico, sarebbero inoltre di grande utilità una definizione più chiara delle singole responsabilità dei vari organismi e accordi formali che consentano di prendere tempestivamente le decisioni necessarie per promuovere all’occorrenza la stabilità sistemica.

Vi sono molti impedimenti pratici che ostacolano la realizzazione di un assetto macrofinanziario. Il primo è che non tutti condividono l’ipotesi secondo cui la radice del problema risiede nell’eccessiva espansione del credito, né credono che potrebbe rivelarsi difficile rimettere ordine dopo siffatti periodi di eccessi. Pur sperando che non si giunga a tanto, se i costi delle attuali turbolenze dovessero aumentare ancora e le misure di politica economica rivelarsi sostanzialmente inefficaci, sarà più probabile che queste convinzioni vengano riconsiderate. Un secondo problema di ordine pratico consiste nel riconoscere quando esattamente diventi necessario porre un freno alla fase espansiva. Infine, vi è la difficoltà di trovare la determinazione ad agire nel momento giusto, interrompendo la corsa sul più bello. Questi problemi

esistono, ma non dovrebbero essere insormontabili, e sono nulla al confronto delle difficoltà che si presenterebbero qualora a un boom incontrastato seguisse una fase di drastica contrazione.

Un assetto concepito per ridurre l'ampiezza dei cicli alimentati dal credito non riuscirà a eliminarli del tutto. Vi saranno sempre periodi di turbolenza e di vera e propria crisi da affrontare e gestire, eventi ai quali occorrerebbe prepararsi anticipatamente introducendo un insieme coerente di misure che formino una "rete di sicurezza". L'adeguatezza dei sistemi di assicurazione dei depositi andrebbe esaminata, affrontando eventuali carenze. Dovrebbero essere create banche "pronte per l'uso" che continuino a svolgere le funzioni essenziali degli istituti falliti. Andrebbero introdotte norme che conferiscano alle autorità i poteri di cui necessitano per far fronte alle difficoltà che man mano si presentano. Occorrerebbe inoltre concordare protocolli d'intesa a livello sia nazionale sia internazionale. Infine, gli esercizi di simulazione andrebbero condotti da coloro che si troveranno effettivamente nella situazione di dover gestire le crisi in tempo reale. Non si può negare che in tutte le iniziative di questo tipo sia insito un elemento di *moral hazard*. Ma se la storia è di qualche insegnamento, la mancata realizzazione di tali iniziative renderebbe necessario il ricorso a misure ancor più costose e pericolose durante le crisi stesse. Alle imprese e alle banche viene richiesto di predisporre piani di continuità operativa per prepararsi in vista di eventuali difficoltà. Altrettanto dovremmo certamente attenderci dai responsabili delle politiche.

Indice

Organizzazione, <i>governance</i> e attività della Banca	169
Organizzazione e <i>governance</i> della Banca	169
<i>La BRI, la sua amministrazione e gli azionisti</i>	169
<i>Organigramma della BRI al 31 marzo 2008</i>	171
<i>Modifiche al sistema di governance della Banca</i>	171
Promozione della cooperazione finanziaria e monetaria internazionale: contributi diretti della BRI	172
<i>Consultazioni periodiche su questioni monetarie e finanziarie</i>	172
<i>Uffici di rappresentanza</i>	173
<i>Istituto per la stabilità finanziaria</i>	176
Promozione della stabilità finanziaria per il tramite dei comitati permanenti ospitati dalla BRI	177
<i>Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria</i>	177
<i>Comitato sul sistema finanziario globale</i>	180
<i>Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento</i>	181
<i>Comitato sui mercati</i>	181
<i>Central Bank Counterfeit Deterrence Group</i>	182
Contributi della BRI alla cooperazione finanziaria internazionale allargata	183
<i>Gruppo dei Dieci</i>	183
<i>Forum per la stabilità finanziaria</i>	183
<i>Associazione internazionale delle autorità di vigilanza assicurativa</i>	185
<i>Associazione internazionale dei fondi di tutela dei depositi</i>	186
Altre aree di cooperazione tra banche centrali sotto l'egida della BRI	188
<i>Attività di ricerca</i>	188
<i>Governance interna delle banche centrali</i>	189
<i>Cooperazione in ambito statistico</i>	189
<i>Gruppo di esperti di informatica delle banche centrali del G10</i>	191
<i>Cooperazione con i gruppi regionali di banche centrali</i>	192
<i>Audit interno</i>	192
Servizi finanziari della Banca	193
<i>Gamma di servizi offerti</i>	193
<i>Operazioni finanziarie nel 2007/08</i>	194
<i>Grafico: Totale di bilancio e investimenti della clientela, per strumento</i>	195
<i>Funzioni di agente e fiduciario</i>	195
Aspetti istituzionali e amministrativi	196
<i>Amministrazione della Banca</i>	196
Risultati finanziari e ripartizione dell'utile	199
<i>Risultati finanziari</i>	199
<i>Proposta di dividendo</i>	202
<i>Proposta di ripartizione dell'utile netto per l'esercizio finanziario</i>	203
<i>Allocazione della riduzione delle riserve statutarie della Banca al 31 marzo 2007</i>	203
<i>Relazione della Società di revisione</i>	203
Consiglio di amministrazione	204
Dirigenti della Banca	205
Cambiamenti nel Consiglio di amministrazione e nella Direzione	205
Banche centrali membri della BRI	207

Situazioni dei conti	209
Situazione patrimoniale	210
Conto economico	211
Rendiconto finanziario	212
Evoluzione del capitale della Banca	214
Ripartizione dell'utile	216
Evoluzione delle riserve statutarie della Banca	216
Criteri contabili	217
Note integrative	223
1. <i>Introduzione</i>	223
2. <i>Utilizzo delle stime</i>	223
3. <i>Impatto della modifica dei criteri contabili</i>	224
4. <i>Cassa e conti a vista presso banche</i>	226
5. <i>Oro e depositi in oro</i>	226
6. <i>Attività in valuta</i>	226
7. <i>Depositi vincolati e anticipazioni a banche</i>	228
8. <i>Strumenti finanziari derivati</i>	229
9. <i>Partite in corso di ricezione</i>	230
10. <i>Terreni, immobili, arredi e attrezzature</i>	230
11. <i>Depositi in valuta</i>	231
12. <i>Depositi passivi in oro</i>	232
13. <i>Titoli ceduti pronti contro termine</i>	232
14. <i>Partite in corso di pagamento</i>	232
15. <i>Altre passività</i>	232
16. <i>Azioni</i>	232
17. <i>Riserve statutarie</i>	233
18. <i>Azioni proprie</i>	233
19. <i>Altri conti di capitale</i>	233
20. <i>Obbligazioni per prestazioni successive al rapporto di lavoro</i>	235
21. <i>Reddito da interessi</i>	239
22. <i>Oneri da interessi</i>	239
23. <i>Variazioni nette di valutazione</i>	240
24. <i>Reddito netto da commissioni e provvigioni</i>	240
25. <i>Plus/(minus)valenze valutarie nette</i>	240
26. <i>Costi operativi</i>	241
27. <i>Minusvalenze nette su cessioni di titoli disponibili per la vendita</i>	241
28. <i>Plusvalenze nette su cessioni di disponibilità in oro dei portafogli di investimento</i>	241
29. <i>Utile unitario</i>	241
30. <i>Cassa ed equivalenti di cassa</i>	242
31. <i>Imposte e tasse</i>	242
32. <i>Tassi di cambio</i>	242
33. <i>Partite fuori bilancio</i>	242
34. <i>Impegni</i>	242
35. <i>Tassi di interesse effettivi</i>	243
36. <i>Analisi geografica</i>	244
37. <i>Soggetti collegati</i>	244
38. <i>Passività eventuali</i>	246
Adeguatezza patrimoniale	247
Gestione dei rischi	250
1. <i>Rischi incorsi dalla Banca</i>	250
2. <i>Approccio e organizzazione della gestione dei rischi</i>	250
3. <i>Rischio di credito</i>	251
4. <i>Rischio di mercato</i>	258
5. <i>Rischio di liquidità</i>	263
6. <i>Rischio operativo</i>	267
Relazione della Società di revisione	268
Rappresentazione grafica delle dinamiche degli ultimi cinque anni	269

Organizzazione, *governance* e attività della Banca

Questa sezione traccia un quadro generale dell'organizzazione e della *governance* interne della Banca dei Regolamenti Internazionali (BRI) e passa in rassegna le attività che la BRI e i gruppi internazionali da essa ospitati hanno svolto durante lo scorso esercizio finanziario. Tali attività attengono alla promozione della cooperazione tra banche centrali e altre autorità finanziarie e all'offerta di servizi finanziari alle banche centrali clienti.

Organizzazione e *governance* della Banca

La BRI, la sua amministrazione e gli azionisti

La BRI promuove la cooperazione monetaria e finanziaria a livello mondiale e funge da banca delle banche centrali. Ha sede in Basilea (Svizzera) e dispone di due Uffici di rappresentanza, a Hong Kong (Regione amministrativa a statuto speciale della Repubblica popolare cinese) e a Città del Messico. Il personale della Banca consta attualmente di 578 unità provenienti da 48 paesi.

La BRI adempie al proprio mandato configurandosi come:

- consesso volto a promuovere il dibattito e a facilitare i processi decisionali tra banche centrali, nonché a incentivare il dialogo con altre autorità cui compete la salvaguardia della stabilità finanziaria;
- centro di ricerca su problematiche rilevanti per le banche centrali e le autorità di vigilanza del sistema finanziario;
- controparte di prim'ordine per le banche centrali nelle loro transazioni finanziarie;
- agente o fiduciario in connessione con operazioni finanziarie internazionali.

La BRI ospita inoltre i segretariati di vari organismi e comitati che operano per la promozione della stabilità finanziaria:

- il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, il Comitato sul sistema finanziario globale, il Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento e il Comitato sui mercati; istituiti nel corso degli ultimi quarant'anni dai Governatori delle banche centrali del G10, godono di notevole autonomia nel fissare l'ordine dei lavori e nell'organizzare le loro attività;
- il Forum per la stabilità finanziaria, l'Associazione internazionale delle autorità di vigilanza assicurativa e l'Associazione internazionale dei fondi di tutela dei depositi; si tratta di organizzazioni indipendenti, i cui segretariati sono anch'essi ospitati dalla Banca, ma che non riferiscono direttamente alla BRI o alle banche centrali suoi membri;
- l'Irving Fisher Committee on Central Bank Statistics; gestito dalla comunità internazionale delle banche centrali, opera sotto gli auspici della BRI.

Maggiori dettagli sul ruolo e sulle attività recenti di questi comitati e organismi sono forniti di seguito.

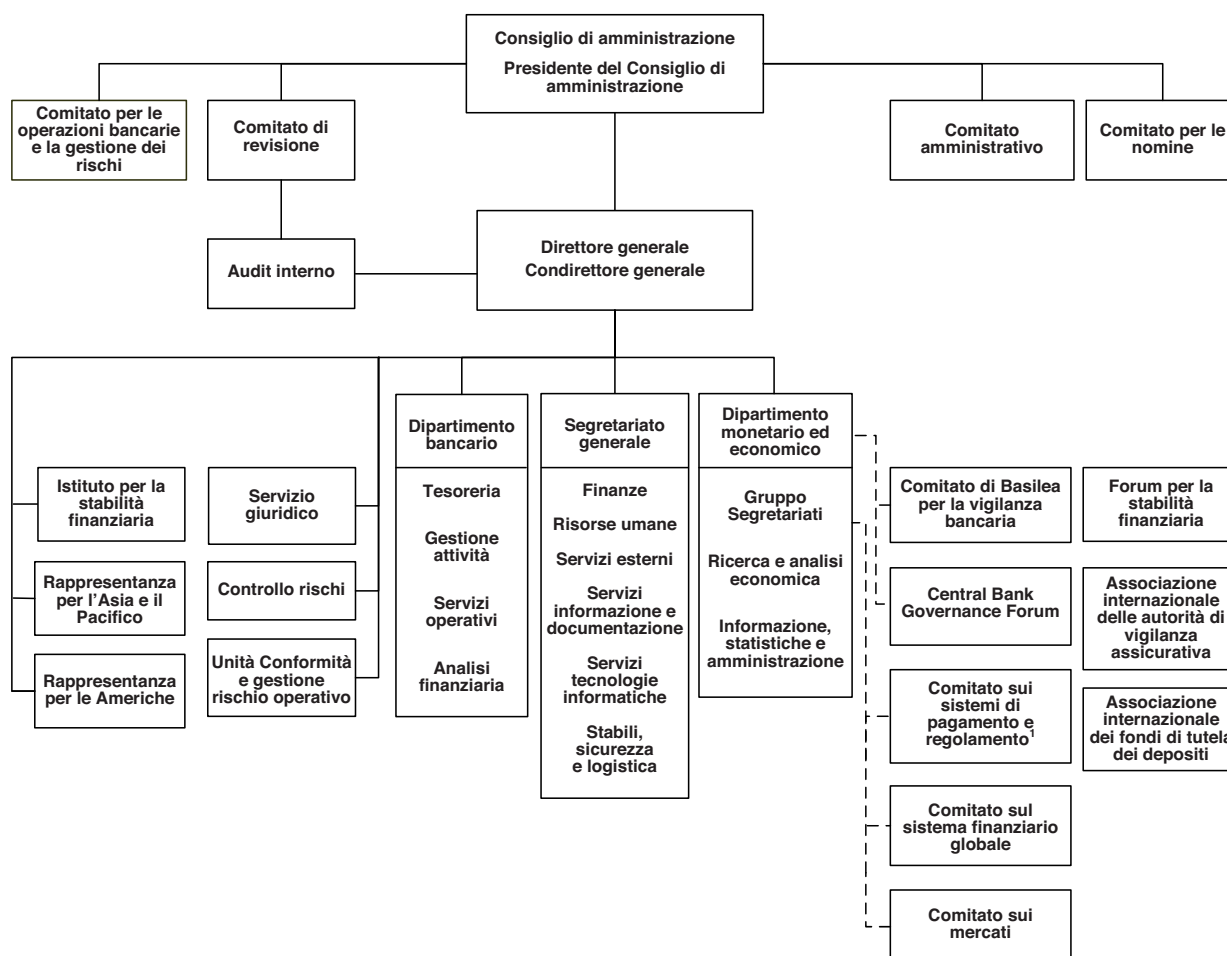
La Banca si compone di tre dipartimenti principali: il Dipartimento monetario ed economico, il Dipartimento bancario e il Segretariato generale. A questi si aggiungono il Servizio giuridico, l'Unità Conformità e gestione rischio operativo, l'Audit interno e il Controllo rischi, nonché l'Istituto per la stabilità finanziaria, che contribuisce alla diffusione di norme e prassi ottimali destinate alle autorità di vigilanza del settore finanziario in tutto il mondo.

Il processo decisionale all'interno del sistema di *governance* e di gestione della Banca si esplica a tre livelli principali:

- l'Assemblea generale delle banche centrali membri. Cinquantacinque banche centrali o autorità monetarie sono al momento titolari dei diritti di voto e di rappresentanza alle assemblee generali. L'Assemblea generale ordinaria si tiene nei quattro mesi successivi alla chiusura dell'esercizio finanziario della Banca, fissata al 31 marzo. Nel 2007 vi hanno partecipato i rappresentanti di 110 banche centrali, di cui 78 a livello di Governatore, nonché i delegati di 17 istituzioni internazionali;
- il Consiglio di amministrazione, composto attualmente da 20 membri. Le sue principali competenze includono la determinazione degli indirizzi strategici e delle politiche della Banca e la sorveglianza sulla Direzione. Il Consiglio di amministrazione è coadiuvato dal Comitato amministrativo, dal Comitato di revisione, dal Comitato per le operazioni bancarie e la gestione dei rischi e dal Comitato per le nomine, ciascuno composto da vari Consiglieri;
- il Direttore generale, che risponde al Consiglio di amministrazione per la gestione di tutti gli affari importanti relativi alla BRI nel suo insieme. Nelle decisioni in merito, il Direttore generale si avvale della consulenza del Comitato esecutivo della Banca. Quest'ultimo è presieduto dal Direttore generale e comprende inoltre il Condirettore generale, i Capi di Dipartimento e altri dirigenti di grado analogo nominati dal Consiglio di amministrazione.

In chiusura di questa sezione figurano gli elenchi delle banche centrali membri, dei Consiglieri e dei dirigenti, nonché un resoconto dei recenti avvicendamenti intervenuti in seno al Consiglio di amministrazione e alla Direzione.

Organigramma della BRI al 31 marzo 2008



¹ Il Segretariato del CSPR svolge anche le funzioni di Segretariato del Central Bank Counterfeit Deterrence Group.

Modifiche al sistema di governance della Banca

Comitati consultivi del Consiglio di amministrazione

Al fine di migliorare ulteriormente le prassi di *governance*, nel 2007 il Consiglio di amministrazione della BRI ha condotto un riesame della struttura, del mandato e della composizione dei propri comitati, decidendo di aumentarne il numero allo scopo di garantire un più ampio coinvolgimento dei Consiglieri nella fase preparatoria delle decisioni del Consiglio stesso.

L'attuale struttura dei comitati del Consiglio, in vigore dal luglio 2007, comprende, oltre al Comitato amministrativo (già Comitato consultivo) e al Comitato di revisione, due nuovi comitati:

- il Comitato per le operazioni bancarie e la gestione dei rischi, quale organo per l'elaborazione delle questioni che saranno oggetto di dibattito o di decisione in questi ambiti da parte del Consiglio;

- il Comitato per le nomine, che assiste il Consiglio nell'assolvimento delle sue funzioni di autorità competente per le designazioni relative alle posizioni del Comitato esecutivo della BRI.

Nel novembre 2007 il Consiglio di amministrazione ha inoltre deciso di istituire un Consiglio consultivo per le Americhe (CCAm), composto dai Governatori delle banche centrali membri della BRI in tale regione, con il compito di assistere il Consiglio. Sulla falsariga del Consiglio consultivo asiatico della BRI, che sta svolgendo un importante ruolo di indirizzo per le attività della Banca nella regione Asia-Pacifico, il CCAm si propone di offrire un canale di comunicazione diretta fra le banche centrali membri della BRI nelle Americhe e il Consiglio di amministrazione e la Direzione della BRI sulle questioni di interesse per la comunità regionale di banche centrali.

Promozione della cooperazione finanziaria e monetaria internazionale: contributi diretti della BRI

Consultazioni periodiche su questioni monetarie e finanziarie

Ogni due mesi i Governatori e gli alti funzionari delle banche centrali membri della BRI si riuniscono in una serie di incontri per discutere gli andamenti e le prospettive mondiali in campo economico e finanziario, nonché per scambiare pareri ed esperienze su tematiche di particolare interesse o rilevanza per le banche centrali. Queste riunioni bimestrali, che si svolgono generalmente a Basilea, rappresentano uno dei principali strumenti attraverso i quali la BRI promuove la cooperazione all'interno della comunità di banche centrali. Le riunioni del novembre 2007 hanno avuto luogo a Città del Capo e sono state ospitate dalla South African Reserve Bank. In quell'occasione si è tenuta una speciale tavola rotonda dei Governatori africani per discutere dell'andamento macroeconomico dei paesi del continente e delle sfide cui questi sono confrontati nello sviluppo dei rispettivi mercati finanziari.

Le riunioni bimestrali comprendono, in particolare, il Global Economy Meeting e l'All Governors' Meeting. Il Global Economy Meeting, ai cui dibattiti partecipano oltre 30 Governatori delle principali economie industriali ed emergenti, è dedicato al monitoraggio degli andamenti economici e finanziari, nonché alla valutazione dei rischi e delle opportunità per l'economia e i mercati finanziari mondiali.

L'All Governors' Meeting, al quale intervengono tutti i Governatori delle banche centrali azioniste della BRI, tratta temi di interesse generale per l'intero gruppo di banche centrali membri. Nel 2007/08 gli argomenti discussi sono stati:

- le ragioni di fondo e le potenziali conseguenze economiche dell'attuale fase di turbolenza finanziaria;
- il ruolo degli aggregati monetari e creditizi nella politica monetaria;
- le finalità e l'assetto dei fondi sovrani di ricchezza e il ruolo delle banche centrali al riguardo;
- il ruolo delle banche centrali nello sviluppo del sistema finanziario. Il Professor Amartya Sen, vincitore del premio Nobel per l'economia nel

1998, è stato invitato alla BRI per partecipare al dibattito su quest'ultimo tema e presentare il suo punto di vista sul ruolo delle banche centrali nelle società democratiche.

Poiché non tutte le banche centrali azioniste della BRI sono direttamente coinvolte nei lavori dei comitati con sede a Basilea e degli altri organismi ospitati dalla Banca, l'All Governors' Meeting fornisce l'occasione di passare in rassegna anche le attività di questi gruppi specializzati. Nel 2007/08, per esempio, i Governatori hanno considerato il lavoro del Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria alla luce dei recenti sviluppi nei mercati finanziari.

Altri incontri regolari che si svolgono nel corso delle consultazioni bimestrali sono le riunioni dei Governatori dei paesi del G10 e quelle dei Governatori delle principali economie emergenti, nelle quali vengono affrontate tematiche di particolare rilevanza per i rispettivi gruppi di economie. Anche i Governatori membri del Central Bank Governance Group si riuniscono periodicamente.

Nell'analizzare gli aspetti connessi con la stabilità finanziaria, i Governatori reputano importante confrontarsi con i responsabili degli organi di vigilanza, con altre autorità finanziarie e con esponenti di alto livello del settore finanziario privato. La Banca organizza regolarmente dibattiti informali fra i rappresentanti dei settori pubblico e privato, incentrati sui comuni interessi nella promozione e nel mantenimento di un sistema finanziario internazionale solido e ben funzionante. La Banca organizza inoltre, periodicamente o *ad hoc*, vari altri incontri destinati agli alti funzionari delle banche centrali, ai quali sono talvolta invitati a contribuire i rappresentanti di altre autorità finanziarie, del settore finanziario privato e del mondo accademico.

Fra gli incontri destinati agli alti funzionari delle banche centrali che hanno luogo con minore frequenza si segnalano:

- le riunioni dei gruppi di lavoro sulla politica monetaria, tenute a Basilea, ma anche a livello regionale presso varie banche centrali in Asia, Europa centrale e orientale e America latina;
- la riunione dei Sostituti dei Governatori delle economie emergenti, che quest'anno ha preso in esame i flussi di capitali e le attività finanziarie nei mercati emergenti, con particolare riferimento alle determinanti, le conseguenze e le sfide per le banche centrali.

Uffici di rappresentanza

L'Ufficio di rappresentanza per l'Asia e il Pacifico (Ufficio asiatico) e quello per le Americhe (Ufficio per le Americhe) perseguono l'obiettivo di intensificare i contatti della BRI con le banche centrali e le autorità di vigilanza finanziaria regionali e di promuovere la cooperazione all'interno delle rispettive aree geografiche. Gli Uffici organizzano incontri, incentivano lo scambio di dati e informazioni e contribuiscono alla ricerca finanziaria ed economica della Banca. Essi coadiuvano inoltre la BRI nella fornitura di servizi bancari organizzando visite periodiche ai gestori delle riserve delle banche centrali e incontri a livello sia tecnico sia manageriale.

Asia-Pacifico

Nel corso dell'anno in rassegna la Banca ha intensificato i rapporti con gli azionisti della BRI nella regione asiatica attraverso l'organizzazione di riunioni ad alto livello con quattro banche centrali membri e la collaborazione nell'ambito della ricerca, avvalendosi delle risorse del programma di ricerca per l'Asia.

Le riunioni si sono tenute con:

- la Bank Negara Malaysia, sulle implicazioni dell'andamento dei mercati finanziari per la politica monetaria;
- la Reserve Bank of India, sull'evoluzione dei mercati monetari;
- il Bangko Sentral ng Pilipinas, sulla trasparenza e la comunicazione nella politica monetaria;
- la Bank of Korea, sulle problematiche di politica economica derivanti dagli sviluppi relativi al debito delle famiglie.

L'Ufficio asiatico ha inoltre promosso incontri destinati ai gestori delle riserve, agli specialisti degli aspetti operativi di politica monetaria, ai revisori e ai consulenti giuridici delle banche centrali provenienti sia dalla regione sia da altre aree geografiche. Gli economisti dell'Ufficio asiatico hanno fornito i servizi di segretariato alle riunioni del Forum on Foreign Exchange Markets dell'Executives' Meeting of East Asia-Pacific Central Banks (EMEAP), che si tengono due volte l'anno.

Nel contempo, il rappresentante dell'Istituto per la stabilità finanziaria presso l'Ufficio asiatico ha fornito gli stessi servizi alla riunione del Working Group on Banking Supervision dell'EMEAP, dedicata ai temi della stabilità finanziaria e del patrimonio di vigilanza. Gli economisti dell'Ufficio asiatico hanno inoltre redatto la nota informativa di preparazione per il primo incontro del Monetary and Financial Stability Committee dell'EMEAP a livello di Sostituti dei Governatori.

Attività bancaria e fondi obbligazionari asiatici

La sala contrattazioni dell'Ufficio asiatico ha ulteriormente ampliato l'offerta di servizi bancari destinati alla clientela della regione. Un numero crescente di banche centrali asiatiche negozia attualmente con la Tesoreria regionale della BRI una gamma diversificata di prodotti. La sala contrattazioni asiatica ha inoltre intensificato gli investimenti nella regione attraverso un incremento delle operazioni con le controparti esistenti e alcuni nuovi collocamenti, sempre mantenendo un profilo di rischio prudente.

In qualità di amministratore, la Banca ha continuato a sostenere le offerte al pubblico dei fondi obbligazionari rientranti nell'ambito del secondo Asian Bond Fund (ABF2) dell'EMEAP. Undici banche centrali hanno destinato parte delle loro riserve internazionali a fondi che investono in titoli emessi da mutuatari sovrani e quasi sovrani di otto economie dell'EMEAP. L'ammontare complessivo dei fondi in cui investe l'ABF2 ha raggiunto a fine marzo 2008 \$3,3 miliardi, di cui \$765 milioni provenienti da investimenti privati che sono andati ad aggiungersi alle quote detenute dalle banche centrali, cresciute da \$2 a 2,5 miliardi. A seguito del suo lancio pubblico in Indonesia nel marzo 2007, in dicembre il fondo aperto ABF Indonesia Bond Index Fund è stato ammesso a quotazione, divenendo il primo *exchange traded fund* (ETF) della

borsa di Giacarta. Nei suoi primi 33 mesi di operatività, sino a fine marzo 2008, il Pan Asia Bond Index Fund ha fruttato un rendimento di quasi il 29%, nettamente superiore a quello dei titoli del Tesoro o delle agenzie federali statunitensi con *duration* analoga.

Consiglio consultivo asiatico e riunione speciale dei Governatori in Asia

Il Consiglio consultivo asiatico (CCA), attualmente presieduto da Y. V. Reddy, Governatore della Reserve Bank of India, offre ai Governatori delle banche centrali azioniste della BRI nella regione Asia-Pacífico un canale di comunicazione con il Consiglio di amministrazione e la Direzione della BRI. In occasione delle due riunioni di quest'anno, i Governatori hanno esaminato, in particolare, gli incontri e i lavori di ricerca da organizzare nell'ambito del programma triennale di ricerca per l'Asia (si veda oltre). Fornendo al Consiglio e alla Direzione della BRI l'opportunità di conoscere le loro opinioni al riguardo, i Governatori hanno contribuito a definire, ove necessario, le aree prioritarie e a evitare duplicazioni dei compiti.

In febbraio la BRI ha nuovamente organizzato una speciale riunione dei Governatori, ospitata questa volta dalla Reserve Bank of India a Mumbai. In questa occasione, i Governatori dell'Asia-Pacífico e di altre regioni hanno discusso gli insegnamenti delle recenti turbolenze finanziarie sul piano della vigilanza, le prospettive economiche e lo sviluppo di mercati monetari solidi.

Programma di ricerca per l'Asia

Agli inizi del 2008 il programma triennale di ricerca per l'Asia è giunto a oltre la metà del suo percorso. Nel suo ambito si stanno portando avanti vari progetti di ricerca che dovrebbero assistere le autorità regionali nella formulazione della politica monetaria (compresi i suoi aspetti operativi), nello sviluppo dei mercati finanziari, nella salvaguardia della stabilità finanziaria e nel rafforzamento delle politiche prudenziali. I ricercatori di cinque banche centrali azioniste sono stati ospitati presso l'Ufficio asiatico per prendere parte a progetti di ricerca congiunti. Si prevede che entro la fine del programma simili iniziative di ricerca su temi di interesse per le banche centrali e le autorità di vigilanza della regione saranno organizzate con pressoché tutte le banche centrali azioniste dell'Asia-Pacífico, nonché con varie università e istituti di ricerca della regione. I risultati di queste ricerche, oltre a servire da base di riferimento per le numerose riunioni organizzate con le banche centrali regionali, hanno trovato diffusione in varie pubblicazioni su riviste specializzate e nella *Rassegna trimestrale BRI*. Su richiesta dei Governatori del CCA, gli economisti del programma di ricerca per l'Asia hanno inoltre redatto alcune note su argomenti specifici, fra cui la risposta delle politiche economiche ai flussi di capitali nella regione e la diffusione di nuovi strumenti e veicoli strutturati nei mercati creditizi regionali. Due network di ricerca allestiti nell'ambito del programma hanno tenuto i loro primi seminari annuali in gennaio.

Americhe

Le iniziative della BRI nelle Americhe si sono concentrate non soltanto sulle banche centrali azioniste, ma anche sulla promozione di ulteriori contatti ed

eventi con le banche centrali non azioniste, le autorità di regolamentazione e la comunità accademica. Queste collaborazioni sono sfociate in numerosi articoli pubblicati su varie riviste, sulla *Rassegna trimestrale BRI* e sulla collana *BIS Papers*.

Tra le attività degne di nota dell'Ufficio per le Americhe si segnalano:

- la prima conferenza sulle nuove tendenze in materia di finanziamento in America latina, organizzata a Città del Messico insieme alla Federal Reserve Bank di Atlanta;
- un incontro fra banche centrali della regione, tenutosi in Uruguay, sul tema dei flussi di capitale.

Oltre a ciò, l'Ufficio ha ospitato il primo convegno del Central Bank Governance Network nelle Americhe e una riunione del Comitato di gestione del Central Bank Counterfeit Deterrence Group, ha organizzato incontri destinati ai gestori delle riserve della regione e di altri paesi e agli esperti di gestione dei rischi delle banche centrali, e ha partecipato alle iniziative regionali dell'Istituto per la stabilità finanziaria.

L'Ufficio per le Americhe ha inoltre fornito il suo sostegno e contribuito a vari incontri ospitati dalle banche centrali della regione, tra cui la riunione del Working Party on Markets in America latina, in collaborazione con il Comitato sui mercati, tenutasi in Brasile, il convegno sul finanziamento ipotecario organizzato insieme al Comitato sul sistema finanziario globale in Cile e la riunione del gruppo di lavoro della BRI sulla politica monetaria in America latina che ha avuto luogo in Messico.

Come già accennato, il Consiglio di amministrazione ha deciso nel novembre 2007 di creare un Consiglio consultivo per le Americhe (CCAm), che sarà formalmente costituito nel corso del 2008. L'Ufficio per le Americhe fornirà i servizi di segretariato per gli incontri del CCAm, che si terranno con frequenza almeno annuale.

Istituto per la stabilità finanziaria

L'Istituto per la stabilità finanziaria (ISF) ha il mandato di assistere le autorità di vigilanza del settore finanziario in tutto il mondo nel rafforzare la sorveglianza sui rispettivi sistemi finanziari, promuovendo così la stabilità finanziaria globale. L'ISF adotta un programma duplice volto a diffondere standard e prassi corrette soprattutto a beneficio dei settori di vigilanza bancaria e assicurativa.

Incontri, seminari e conferenze

Il primo elemento del programma è rappresentato dalla serie di incontri ad alto livello, seminari e conferenze che l'ISF da tempo organizza a Basilea e in varie altre località di tutto il mondo. Nel 2007 hanno avuto luogo complessivamente 55 eventi su una vasta gamma di tematiche riguardanti il settore finanziario, cui hanno partecipato oltre 1900 esponenti di banche centrali e autorità di vigilanza bancaria e assicurativa. È proseguita la serie di incontri ad alto livello dell'ISF destinati ai Sostituti dei Governatori e ai responsabili degli organi di vigilanza. Tali incontri si sono svolti in Africa, Asia, Europa e Medio

Oriente e hanno trattato dell'attuazione del Basilea 2 e di altre importanti questioni di vigilanza.

FSI Connect

Il secondo elemento del programma consiste nell'FSI Connect, uno strumento di informazione e istruzione in rete concepito per gli addetti alla vigilanza finanziaria. FSI Connect si compone attualmente di oltre 140 moduli che coprono un'ampia gamma di argomenti destinati agli addetti di tutti i livelli di esperienza e competenza tecnica. Durante l'anno trascorso sono stati elaborati moduli aggiuntivi attinenti a due nuove aree tematiche: la contabilità e i sistemi di pagamento e regolamento. Più di 150 banche centrali e autorità di vigilanza sono iscritte all'FSI Connect, per un totale di circa 8 000 utenti.

Altre iniziative di rilievo

Nel 2007 l'ISF ha pubblicato in un *Occasional Paper* i risultati di un'indagine sui sistemi istituzionali per la supervisione del settore finanziario. Il documento mette in luce le tendenze recenti al riguardo e individua i principali soggetti coinvolti nella vigilanza sul settore finanziario e nel monitoraggio della stabilità finanziaria globale. Esso affronta inoltre alcune questioni inerenti la cooperazione intersettoriale e internazionale in materia di vigilanza.

Promozione della stabilità finanziaria per il tramite dei comitati permanenti ospitati dalla BRI

Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria

Il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (CBVB), presieduto da Nout Wellink, Presidente della Nederlandsche Bank, si propone di ampliare le conoscenze in ambito prudenziale e di accrescere la qualità della vigilanza bancaria a livello mondiale. Esso fornisce una sede di dialogo fra le autorità di vigilanza, favorendo la condivisione di informazioni sugli assetti prudenziali nazionali, migliorando l'efficacia delle tecniche di vigilanza sull'attività bancaria internazionale e formulando, ove opportuno, requisiti prudenziali minimi.

Risposte alla fase di turbolenza nei mercati

Prima della fase di turbolenza nei mercati finanziari iniziata a metà del 2007 il Comitato di Basilea aveva già avviato lavori di ricerca su vari temi relativi alla gestione dei rischi e alla vigilanza, tra cui il rischio di liquidità e le prassi di valutazione adottate dalle banche. Alla luce delle debolezze emerse durante le turbolenze, il Comitato ha accelerato e in parte modificato i propri piani di lavoro. Gli insegnamenti tratti dalla fase di turbolenza sono serviti anche da guida al CBVB nelle iniziative volte a rafforzare ulteriormente lo schema Basilea 2. Tali iniziative costituiscono un elemento fondamentale dell'azione portata avanti a livello internazionale per accrescere la capacità di tenuta del sistema bancario.

Sorveglianza e gestione del rischio di liquidità

I lavori del Comitato di Basilea sul rischio di liquidità avviati verso la fine del 2006 erano inizialmente incentrati sulle prassi di vigilanza vigenti nei paesi membri. In risposta agli sviluppi di mercato il mandato originario è stato esteso all'analisi dei punti di forza e di debolezza della gestione del rischio di liquidità in periodi di difficoltà, portando alla pubblicazione, nel febbraio 2008, del documento del CBVB *Liquidity risk: management and supervisory challenges*. Il documento rileva gli andamenti del mercato finanziario che possono incidere sulla gestione del rischio di liquidità, esamina i sistemi di vigilanza nazionali e presenta alcune osservazioni in merito all'attuale periodo di tensione e alla direzione che potrebbero prendere i futuri lavori sulla gestione e la sorveglianza del rischio di liquidità. Il Comitato sta finalizzando l'opera di fondamentale revisione del suo documento del 2000 *Sound practices for managing liquidity in banking organisations*, che contiene i principi internazionali per la sorveglianza e la gestione del rischio di liquidità presso gli istituti bancari. I principi aggiornati dovrebbero essere ultimati a metà del 2008.

Prassi di valutazione delle banche

Agli inizi del 2007 il Comitato di Basilea ha avviato una rassegna dei criteri di valutazione adottati dalle banche, con l'obiettivo di comprendere meglio i metodi impiegati per determinare, tramite l'uso di modelli, il valore degli strumenti finanziari utilizzato ai fini della gestione del rischio e nella reportistica finanziaria. Nel quadro di questa iniziativa sono state anche analizzate le connesse prassi di controllo, revisione e governo societario. In seguito alle turbolenze di mercato, l'ambito dei lavori è stato ampliato ai provvedimenti adottati dalle banche in risposta alle tensioni di mercato e agli insegnamenti preliminari che se ne possono trarre. Il Comitato è giunto alla conclusione che, sebbene la causa di fondo delle turbolenze non vada ricercata nei criteri e nelle prassi valutative vigenti, i problemi in questo ambito hanno contribuito ad amplificarne gli effetti. Il CBVB elaborerà linee guida a uso delle autorità di vigilanza per verificare il rigore delle procedure di valutazione delle banche, promuovendo in tal modo il rafforzamento della gestione dei rischi.

Lo schema Basilea 2

La fase di turbolenze dei mercati finanziari ha riaffermato l'importanza di un'attuazione tempestiva del Basilea 2 quale mezzo per migliorare la gestione dei rischi e la vigilanza bancaria. Alla luce degli sviluppi del mercato, il Comitato di Basilea ha intrapreso un riesame del Basilea 2 per individuare gli ambiti potenzialmente perfezionabili all'interno di ciascuno dei tre pilastri dello schema: requisiti patrimoniali minimi (primo pilastro), processo di controllo prudenziale (secondo pilastro) e disciplina di mercato (terzo pilastro). Uno di questi ambiti è rappresentato, ad esempio, dai requisiti patrimoniali previsti per il portafoglio di negoziazione (*trading book*). Al riguardo, nell'ottobre 2007 il Comitato ha diffuso a fini di consultazione il documento *Guidelines for computing capital for incremental default risk in the trading book*. Il CBVB intende ora allargare il campo di applicazione delle direttive proposte ad altri

rischi di evento nel portafoglio di negoziazione. La bozza relativa a tale tipologia di rischi dovrebbe essere pubblicata a fini di consultazione nel corso del 2008.

Le turbolenze di mercato hanno messo in evidenza anche l'importanza di un'attuazione coerente ed efficace del Basilea 2 a livello internazionale. In questo contesto, nel novembre 2007 il CBVB ha pubblicato il documento *Principles for home-host supervisory cooperation and allocation mechanisms in the context of advanced measurement approaches (AMA)*, con riferimento al rischio operativo. Oltre a ciò, l'Accord Implementation Group del Comitato continua a occuparsi dei problemi di attuazione pratica che si pongono alle autorità di vigilanza di tutto il mondo e a promuovere l'attuazione uniforme del Basilea 2.

Altre iniziative concernenti la gestione dei rischi e la vigilanza

Il Comitato di Basilea ha continuato a prendere attivamente parte ai lavori per l'elaborazione di principi internazionali di contabilità e audit. In quest'area, esso collabora strettamente con l'International Accounting Standards Board (IASB) e l'International Auditing and Assurance Standards Board (IAASB). Dal momento che nei rendiconti finanziari si è diffuso l'impiego di stime del valore equo (*fair value*), il Comitato si è attivato per garantire che tali stime siano affidabili, pertinenti e revisionabili. Parallelamente al lavoro condotto sui principi contabili per gli strumenti finanziari, il Comitato si sta occupando degli aspetti relativi all'elaborazione di un quadro concettuale unitario e dell'analisi delle principali problematiche di audit nell'ottica della vigilanza bancaria.

Nel 2007 il Comitato ha costituito un gruppo di lavoro incaricato di studiare le questioni attinenti alla liquidazione di banche di grandi dimensioni con operatività internazionale. Questa iniziativa nasce dalla rilevanza crescente assunta negli ultimi anni dalle operazioni bancarie transfrontaliere. Il gruppo prenderà in esame le politiche di liquidazione vigenti, la ripartizione delle responsabilità e gli assetti normativi in materia, al fine di porre le basi per una migliore comprensione dei potenziali ostacoli e dei miglioramenti che possono essere apportati alla cooperazione istituzionale nella liquidazione di tali istituti.

Oltre a ciò, il Comitato di Basilea continua a svolgere un importante ruolo nelle iniziative di lotta al riciclaggio di denaro sporco e al finanziamento di attività terroristiche. Nel bollettino dell'ottobre 2007, il Comitato invitava gli operatori dei settori privato e pubblico ad accrescere la trasparenza dei pagamenti internazionali allo scopo di agevolare le azioni anticrimine in tutto il mondo. Il CBVB seguita ad analizzare le questioni prudenziali relative ai cosiddetti "cover payment", al fine di raggiungere un consenso sui principi informativi delle politiche prudenziali e sulle priorità da adottare nell'attuazione delle norme per la trasparenza dei pagamenti internazionali.

Ampliamento del raggio di azione

Il Comitato di Basilea si adopera per estendere il proprio raggio di azione al fine di coinvolgere le autorità di vigilanza delle giurisdizioni non membri e di intensificare il dialogo con gli organi di vigilanza di tutto il mondo. In aggiunta ai 13 paesi rappresentati in seno al CBVB, oltre 20 paesi partecipano

direttamente ai lavori dei vari sottogruppi. Ciò permette di accrescere lo scambio di informazioni fra un grande numero di paesi, fornendo inoltre al Comitato un mezzo efficace per ottenere il contributo di regioni quali l'Asia e l'America latina, nonché per diffondere informazioni presso i membri dei gruppi regionali di autorità di vigilanza bancaria. L'International Liaison Group (ILG) del Comitato costituisce un veicolo addizionale attraverso il quale i paesi non membri possono contribuire alle nuove iniziative del CBVB e avanzare proposte. Il Comitato continuerà a esplorare ulteriori modi per ampliare il dialogo con i paesi non membri per il tramite dell'ILG, degli incontri con gruppi regionali di autorità di vigilanza e della biennale conferenza internazionale delle autorità di vigilanza, nonché attraverso altri meccanismi.

Comitato sul sistema finanziario globale

Il Comitato sul sistema finanziario globale (CSFG), presieduto da Donald L. Kohn, Vice Presidente del Board of Governors del Federal Reserve System, ha il compito di monitorare gli sviluppi nei mercati finanziari e di analizzarne le implicazioni per la stabilità finanziaria. Oltre alle banche centrali del G10 e alla Banque centrale du Luxembourg suoi membri, alle riunioni del Comitato sono invitati regolarmente anche i rappresentanti delle banche centrali e delle autorità monetarie di Australia, Brasile, Cina, Corea, Hong Kong SAR, India, Messico, Singapore e Spagna.

Durante lo scorso anno, nel programma di lavoro del Comitato hanno progressivamente trovato sempre più spazio le questioni collegate alle turbolenze del mercato finanziario. Nell'ambito della sua regolare attività di monitoraggio del sistema finanziario globale, il CSFG ha discusso i seguenti temi:

- le cause del diffuso deterioramento della qualità creditizia dei prodotti di finanza strutturata e gli effetti di contagio ad altri segmenti del sistema finanziario;
- l'impatto delle recenti turbolenze sui bilanci delle banche, l'esposizione di queste ultime alle tensioni nei mercati del credito, ad esempio tramite il rischio di "stoccaggio" o sottoscrizione (*warehouse risk*), e le posizioni fuori bilancio collegate a veicoli quali gli *structured investment vehicle* e i *conduit*;
- la capacità delle banche di raccogliere fondi a breve e capitale in un contesto di persistenti disfunzioni nei mercati monetari e finanziari;
- le conseguenze del rapido deterioramento nei mercati del credito e il potenziale impatto della stretta creditizia sull'economia in generale.

Il Comitato ha inoltre istituito gruppi di studio per esaminare alcuni aspetti specifici delle recenti turbolenze. Uno di essi è stato incaricato di analizzare l'uso fatto dagli investitori delle informazioni sui rating dei prodotti di finanza strutturata, un tema discusso anche in occasione di un seminario con le agenzie di rating e gli investitori organizzato dal CSFG a Londra. Un altro gruppo ha il compito di esaminare, in collaborazione con il Comitato sui mercati, l'efficacia della reazione delle banche centrali alle tensioni nei mercati monetari. Alla luce delle recenti turbolenze anche il gruppo di lavoro del CSFG

su *private equity* e *leveraged finance*, creato prima del loro scoppio, ha concentrato maggiormente la propria attenzione sulle potenziali implicazioni per la stabilità finanziaria derivanti dalla rapida crescita dei mercati di finanziamento ad alto grado di leva.

Nel contesto delle attività finalizzate a migliorare la comprensione degli sviluppi strutturali nei mercati finanziari internazionali, il Comitato ha istituito un gruppo di lavoro per esaminare le implicazioni finanziarie derivanti dall'aumento significativo dei flussi di capitali verso le economie emergenti negli anni recenti.

Infine, il Comitato ha organizzato vari incontri speciali, fra cui una serie di riunioni regionali sul credito ipotecario che ha fatto seguito alla pubblicazione nel 2006 del rapporto del gruppo di lavoro del CSFG sul credito immobiliare nel sistema finanziario globale, nonché una tavola rotonda sullo sviluppo dei mercati obbligazionari in valuta locale in Africa.

Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento

Il Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento (CSPR), presieduto da Timothy F. Geithner, Presidente e *chief executive officer* della Federal Reserve Bank di New York, contribuisce al rafforzamento dell'infrastruttura dei mercati finanziari attraverso la promozione di sistemi di pagamento e regolamento sicuri ed efficienti.

Nel luglio 2007 il Comitato ha diffuso a fini di consultazione il rapporto *Progress in reducing foreign exchange settlement risk*, basato su una importante indagine condotta presso banche e altre istituzioni finanziarie in merito alle tecniche utilizzate per la gestione dei rischi collegati al regolamento delle operazioni in cambi. Il rapporto rileva che, sebbene siano stati compiuti notevoli progressi, fra i quali il più evidente è l'istituzione e lo sviluppo di CLS Bank, una quota rilevante di transazioni continua a essere regolata secondo modalità che generano rischi potenzialmente significativi per il sistema finanziario. Di conseguenza, si raccomandano alle singole istituzioni, ai gruppi di settore e alle banche centrali azioni specifiche per ridurre e mantenere sotto controllo le esposizioni residue di grandi dimensioni e lunga durata. A complemento del rapporto, il CSPR considererà, insieme al Comitato di Basilea, i possibili modi per assicurare che le banche adottino procedure adeguate di gestione delle esposizioni al rischio di regolamento delle operazioni in cambi.

Il Comitato si è impegnato per rafforzare ulteriormente la cooperazione tra le banche centrali, comprese quelle dei mercati emergenti. Esso ha inoltre fornito assistenza e supporto tecnico a incontri di lavoro e seminari su questioni concernenti i sistemi di pagamento, organizzati dalla BRI di concerto con gruppi regionali di banche centrali.

Comitato sui mercati

Il Comitato sui mercati, presieduto da Hiroshi Nakaso, Direttore generale del Dipartimento Mercati finanziari della Bank of Japan, fornisce alle banche centrali una sede per la discussione di temi specifici relativi alle operazioni di

mercato. Esso raggruppa i responsabili delle operazioni di mercato presso le banche centrali del G10. Alle discussioni prendono periodicamente parte anche i rappresentanti delle banche centrali e autorità monetarie di Australia, Brasile, Cina, Corea, Hong Kong SAR, India, Messico, Singapore e Spagna.

Nel corso delle riunioni bimestrali del Comitato, e ogniqualvolta lo ritengono opportuno, le banche centrali membri (o un loro sottoinsieme) passano in rassegna gli andamenti recenti dei mercati finanziari e le loro implicazioni di breve periodo per il funzionamento di tali mercati e per le operazioni delle stesse banche centrali.

Fra i temi trattati nel corso delle riunioni programmate di quest'anno figurano:

- l'impatto sui mercati delle decisioni di politica monetaria e le potenziali sfide in termini di comunicazione;
- i fattori all'origine delle tensioni nei mercati, quelli monetari in particolare, nonché la natura e gli effetti degli interventi messi in atto dalle banche centrali per fronteggiare tali tensioni;
- le conseguenze sui tassi di cambio prodotte da modifiche improvvise delle strategie di *carry trade*;
- il profilo evolutivo a breve termine dei flussi di capitali internazionali.

Il Comitato ha inoltre tenuto incontri specifici, talora con la partecipazione del settore privato, per affrontare argomenti di natura più strutturale, quali la comprensione e il monitoraggio da parte delle banche centrali delle strategie degli hedge fund, i cambiamenti nei mercati delle materie prime e il ruolo crescente dei fondi sovrani nei mercati internazionali dei capitali. In collaborazione con l'Ufficio per le Americhe, il Comitato ha organizzato una riunione di lavoro sui mercati latinoamericani, ospitata dal Banco Central do Brasil.

Alla luce delle tensioni osservate nei mercati monetari, il Comitato ha sentito l'esigenza di tenere dibattiti più frequenti e dettagliati sugli andamenti del mercato e sugli aspetti tecnici delle operazioni di mercato delle banche centrali. Al fine di accrescere la trasparenza del mercato e la comprensione delle azioni delle banche centrali, il Comitato ha inoltre pubblicato per la prima volta un compendio di informazioni sui quadri concettuali e operativi di politica monetaria dei suoi membri. Infine, congiuntamente con il CSFG, il Comitato ha partecipato a un gruppo di studio costituito per valutare l'efficacia della reazione delle banche centrali alle tensioni nei mercati monetari.

Central Bank Counterfeit Deterrence Group

I Governatori delle banche centrali del G10 hanno affidato al Central Bank Counterfeit Deterrence Group (CBCDG) il compito di analizzare le minacce per la sicurezza della moneta cartacea e proporre contromisure applicative a uso degli istituti di emissione. Il CBCDG ha messo a punto un insieme di tecnologie anticounterfeiting che impediscono di riprodurre le immagini di una banconota mediante fotocopiatrici a colori e tecnologie digitali (quali PC, stampanti e scanner). La BRI fornisce il proprio sostegno all'attività del CBCDG ospitandone il segretariato e svolgendo le funzioni di agente in sede di accordi contrattuali.

Contributi della BRI alla cooperazione finanziaria internazionale allargata

Gruppo dei Dieci

La BRI ha continuato a contribuire ai lavori dei Ministri finanziari e dei Governatori delle banche centrali del G10 partecipando ai loro incontri in qualità di osservatore e fornendo servizi di segretariato. In occasione della loro riunione annuale, i Ministri e i Governatori del G10 hanno passato in rassegna i progressi compiuti nell'attuazione delle raccomandazioni contenute nel rapporto dell'FSF sulle istituzioni ad alto grado di leva (*Report on highly leveraged institutions*). Sono stati accolti con soddisfazione i progressi compiuti sia nella valutazione prudenziale congiunta delle prassi di gestione del rischio di controparte dei principali intermediari, sia nelle iniziative private prese nel Regno Unito e negli Stati Uniti per elaborare prassi ottimali a uso degli hedge fund destinate a rafforzare la disciplina di mercato. I Ministri e i Governatori del G10 hanno inoltre approvato l'ulteriore rinnovo quinquennale degli Accordi generali di prestito.

Forum per la stabilità finanziaria

Il Forum per la stabilità finanziaria (FSF) è stato istituito presso la BRI nel 1999 dai Ministri finanziari e dai Governatori delle banche centrali del G7 allo scopo di promuovere la stabilità finanziaria internazionale attraverso un migliore scambio di informazioni e un'accresciuta cooperazione nella vigilanza e sorveglianza del settore finanziario. Il suo mandato consiste nel valutare gli elementi di rischio e di vulnerabilità insiti nel sistema finanziario internazionale e nel favorire e coordinare gli interventi volti a fronteggiarli. L'FSF riunisce alti funzionari di ministeri finanziari, banche centrali e autorità di supervisione dei principali centri finanziari, nonché esponenti di istituzioni finanziarie internazionali (Banca mondiale, BRI, FMI e OCSE), organismi internazionali di vigilanza e regolamentazione (Associazione internazionale delle autorità di vigilanza assicurativa; Comitato di Basilea; International Accounting Standards Board, IASB; International Organization of Securities Commissions, IOSCO) e gruppi di esperti delle banche centrali (CSFG e CSPR). L'FSF è presieduto da Mario Draghi, Governatore della Banca d'Italia.

L'FSF si riunisce di norma due volte l'anno in sessione plenaria. I due incontri più recenti si sono tenuti a New York nel settembre 2007 e a Roma nel marzo 2008, e hanno trattato delle attuali problematiche e vulnerabilità nei mercati finanziari, delle misure che si stanno prendendo per affrontarle e delle opzioni di politica economica prospettabili per il futuro. Il Forum ospita altresì occasionalmente convegni regionali per promuovere un più ampio scambio di vedute sulle vulnerabilità finanziarie e sulle iniziative di *policy* in corso al riguardo.

Nel maggio 2007 l'FSF ha pubblicato un aggiornamento del suo rapporto sulle istituzioni ad alta leva finanziaria. Benché il settore degli hedge fund non sia stato la fonte primaria delle recenti turbolenze di mercato, la gravità dei

problemi manifestatisi ha messo in evidenza l'importanza di garantire una solida gestione del rischio di controparte presso le istituzioni regolamentate e di favorire lo scambio di informazioni rilevanti fra gli hedge fund e le loro controparti. La versione aggiornata del rapporto prende in considerazione varie questioni di rilievo in questi ambiti e contiene una serie di raccomandazioni al riguardo. L'FSF ha successivamente accolto con favore le iniziative del settore privato tese a migliorare le linee guida sulle prassi corrette sia per chi gestisce gli hedge fund sia per chi investe in tali fondi. In occasione del suo convegno di Roma l'FSF si è dichiarato favorevole alla diffusione di rapporti periodici sull'adozione degli standard da parte del settore degli hedge fund e sull'efficacia di tali standard nel centrare gli obiettivi di una maggiore trasparenza e di migliori prassi di gestione del rischio.

Nella riunione del settembre 2007 l'FSF ha vagliato lo stato di avanzamento del suo progetto sui centri finanziari offshore basandosi sul rapporto del gruppo di studio a questi dedicato. I centri offshore, ha riconosciuto il Forum, hanno compiuto progressi significativi, ma rimangono alcune fonti di preoccupazione. L'FSF ha ribadito il suo impegno a promuovere l'osservanza degli standard internazionali, anche nell'ottica di intensificare la cooperazione e lo scambio di informazioni.

Su richiesta dei Ministri finanziari e dei Governatori delle banche centrali del G7, l'FSF ha stilato un rapporto sulle principali cause di debolezza sottostanti la turbolenza del mercato scoppiata nell'estate 2007 e sugli interventi auspicabili per porvi rimedio. Il documento, intitolato *Rafforzare la solidità dei mercati e degli intermediari* e pubblicato nell'aprile 2008, è stato predisposto da un gruppo di lavoro formato da esponenti dei principali centri finanziari e istituzioni finanziarie internazionali e dai presidenti degli organismi internazionali di vigilanza e regolamentazione. Esso contiene una serie di raccomandazioni specifiche negli ambiti seguenti: vigilanza prudenziale sul patrimonio, sulla liquidità e sulla gestione del rischio; trasparenza, pubblicità delle informazioni e metodi di valutazione; funzione e utilizzo dei rating creditizi; risposta delle autorità in materia di rischi e meccanismi da esse adottati per far fronte a situazioni di tensione nel sistema finanziario. Tali raccomandazioni hanno natura concreta e operativa; l'FSF veglierà affinché vengano attuate tempestivamente.

L'FSF ha continuato a promuovere le iniziative tese a rafforzare i principi e le pratiche di contabilità e audit a livello internazionale. Il rapporto sottoposto al G7 raccomanda agli organismi di normazione contabile di migliorare gli standard di rendicontazione finanziaria per i veicoli fuori bilancio, le metodologie di valutazione e l'informativa sui rischi, mentre gli organismi di normazione in materia di audit e le competenti autorità di sorveglianza sono invitate a rafforzare le loro linee guida sulla revisione contabile delle valutazioni di prodotti finanziari complessi o illiquidi.

Nella riunione di Washington dell'aprile 2008 i Ministri e i Governatori del G7 hanno espresso la loro viva approvazione per il rapporto e individuato varie raccomandazioni da attuare in via prioritaria. Fra queste figurano iniziative in materia di standard contabili e informativi, il rafforzamento delle prassi di gestione del rischio e della situazione patrimoniale, la pubblicazione

di linee guida sulla gestione del rischio di liquidità e la revisione dei codici di condotta per le agenzie di valutazione del credito.

Sito web dell'FSF: www.fsforum.org.

Associazione internazionale delle autorità di vigilanza assicurativa

L'Associazione internazionale delle autorità di vigilanza assicurativa (International Association of Insurance Supervisors, IAIS), che la BRI ospita dal 1998, ha lo scopo di contribuire alla stabilità finanziaria globale migliorando la supervisione del settore assicurativo, elaborando criteri prudenziali e promuovendo la cooperazione internazionale basata sulla condivisione di informazioni e l'assistenza reciproca. In collaborazione con altri organismi internazionali di regolamentazione – come i suoi partner nel Joint Forum, il Comitato di Basilea e la IOSCO – l'Associazione ha altresì contribuito all'elaborazione di principi per la supervisione sui conglomerati finanziari. Nel corso degli anni la IAIS ha conosciuto una notevole espansione.

La IAIS partecipa attivamente all'FSF e ha contribuito alle attività del suo gruppo di lavoro sulla capacità di tenuta dei mercati e delle istituzioni (Working Group on Market and Institutional Resilience). Nell'anno trascorso la IAIS ha condotto tre indagini volte a valutare l'impatto che gli andamenti del mercato finanziario internazionale potrebbero produrre sul settore assicurativo. I risultati di queste inchieste aiuteranno a definire le attività e le priorità della IAIS e forniranno elementi conoscitivi utili al lavoro dell'FSF dal punto di vista della regolamentazione assicurativa.

Durante lo scorso anno la IAIS ha intrapreso importanti iniziative negli ambiti seguenti.

Contabilità

Nell'ottica della IAIS, è estremamente importante che le segnalazioni finanziarie siano di qualità elevata e forniscano una rappresentazione significativa ed economicamente accurata dello stato di salute finanziaria degli assicuratori. Essa segue pertanto con attenzione gli sviluppi internazionali in materia di rendicontazione finanziaria che maggiormente influenzeranno il modello contabile generale delle imprese assicurative sottoposte a regolamentazione. Nel 2007 l'Associazione ha contribuito in misura sostanziale ai lavori dell'IASB sui contratti di assicurazione e ad altri progetti di rilevanza per il settore assicurativo, come quelli sulla misurazione del *fair value*. La IAIS partecipa inoltre alle procedure di consultazione della Federazione internazionale degli esperti contabili (International Federation of Accountants) relativamente alle bozze di documenti sui principi internazionali di audit che hanno maggiore rilevanza per il settore assicurativo.

Adeguatezza patrimoniale e solvibilità

Nell'ottobre 2007 la IAIS ha adottato tre documenti di indirizzo, volti a favorire una maggiore comparabilità e convergenza nella valutazione internazionale della solvibilità degli assicuratori. Tali documenti concernono in particolare:

- criteri fondati su una serie di principi per l'elaborazione di uno schema di solvibilità con riferimento ai requisiti patrimoniali di vigilanza;
- istituzione e funzionamento di uno schema di gestione del rischio di impresa;
- utilizzo di modelli interni per la valutazione sia quantitativa sia qualitativa del rischio e per la gestione patrimoniale.

Sorveglianza sui gruppi societari

Prendendo atto della crescente internazionalizzazione del mercato delle assicurazioni e del fatto che l'attività assicurativa è intrapresa in gran parte da strutture di gruppo, la IAIS ha compiuto notevoli progressi nell'elaborazione di una serie di principi atti a favorire la razionalizzazione e l'efficienza della sorveglianza sui gruppi assicurativi. Questa iniziativa sarà integrata dalla pubblicazione di norme e linee guida supplementari.

Riassicurazioni

Nel novembre 2007 la IAIS ha diffuso la quarta edizione del *Global reinsurance market report*, basato sulle statistiche del mercato internazionale delle riassicurazioni segnalate dalle principali società riassicurative mondiali. Il rapporto rileva che nel 2006 la redditività del settore è stata significativamente maggiore che nel 2005, un anno caratterizzato da perdite record.

Condivisione delle informazioni

A seguito dell'adozione, nel febbraio 2007, di un memorandum d'intesa multilaterale che definisce una serie di principi e procedure per lo scambio di informazioni, pareri e valutazioni, la IAIS ha avviato i lavori di accettazione delle domande di adesione da parte delle giurisdizioni interessate.

Formazione

Ogni anno la IAIS, in collaborazione con l'ISF, le autorità nazionali di vigilanza assicurativa e altri organismi, organizza circa 15 seminari e workshop regionali destinati ad assistere le autorità di vigilanza assicurativa nell'attuazione dei principi e delle norme emanati dall'Associazione. Nel gennaio 2008 la IAIS ha inaugurato IAIS DISCOVER, una serie di moduli formativi online integrati da corsi ed eventi di formazione a distanza. Il lancio del progetto è avvenuto a Pechino; tre moduli pilota sono stati sperimentati in collaborazione con alcune autorità di vigilanza assicurativa asiatiche. L'Associazione svilupperà moduli addizionali sulla base del Core Curriculum for Insurance Supervisors elaborato in collaborazione con la Banca mondiale.

Sito web della IAIS: www.iaisweb.org.

Associazione internazionale dei fondi di tutela dei depositi

L'Associazione internazionale dei fondi di tutela dei depositi (International Association of Deposit Insurers, IADI), istituita presso la BRI nel 2002, contribuisce alla stabilità dei sistemi finanziari promuovendo la cooperazione internazionale e facilitando ampi contatti internazionali fra gli organismi

di tutela dei depositi e altre parti interessate. In particolare, la IADI si occupa di:

- migliorare la comprensione delle tematiche di comune interesse nell'ambito della tutela dei depositi;
- elaborare linee guida per accrescere l'efficacia dei sistemi di assicurazione dei depositi;
- favorire la condivisione di competenze attraverso programmi di formazione, sviluppo professionale e istruzione;
- fornire consulenza ai fini della creazione o del perfezionamento di sistemi efficaci di assicurazione dei depositi.

Attualmente partecipano alle attività della IADI 73 organizzazioni di tutto il mondo (di cui 51 membri a pieno titolo), comprese alcune banche centrali interessate a promuovere l'adozione o il funzionamento di efficaci sistemi di assicurazione dei depositi.

Uno dei principali obiettivi dell'Associazione è quello di accrescere l'efficacia dei sistemi di tutela dei depositi tramite la definizione di principi e prassi in materia. Nel marzo 2008 la IADI ha pubblicato 21 principi fondamentali (*Core Principles for effective deposit insurance systems*) destinati ai paesi che stanno valutando l'opportunità di adottare o riformare siffatti sistemi. I principi si basano sia sui documenti di ricerca e di indirizzo predisposti dall'Associazione sia sulle linee guida elaborate dai suoi membri fondatori e da organismi internazionali. Nel redigere i principi la IADI ha attinto diffusamente al patrimonio di esperienze dei propri membri. I principi fondamentali sono concepiti in modo da potersi adattare a una varietà di circostanze, assetti e strutture nazionali.

Nel suo sesto anno di attività la IADI ha continuato a fornire varie occasioni di discussione ai suoi membri e ad altri organismi partecipanti alla cosiddetta "rete di sicurezza". Tra gli eventi di maggior spicco si segnalano:

- la 6^a Conferenza annuale della IADI, intitolata "Deposit insurance and consumer protection" e dedicata alla presentazione delle principali caratteristiche dei meccanismi di tutela dei depositanti a livello mondiale; la conferenza si è svolta a Kuala Lumpur nell'ottobre 2007 con la partecipazione di 250 rappresentanti di fondi di tutela dei depositi e altre autorità provenienti da 52 paesi;
- il seminario IADI Executive Training Program, tenutosi a Washington nel luglio 2007, che ha presentato una casistica sulla creazione di sistemi di assicurazione dei depositi e sulla gestione delle richieste di risarcimento dei depositanti in caso di fallimento di un istituto bancario;
- il simposio sulle questioni di natura transfrontaliera, organizzato a Basilea nel maggio 2007;
- la conferenza interregionale sul ruolo dei sistemi di assicurazione dei depositi nel rafforzamento della stabilità finanziaria, svoltasi a Istanbul nel giugno 2007.

Fra le attività organizzate di recente a livello regionale figurano conferenze, seminari e incontri dei comitati tenutisi a Istanbul, Praga, Washington D.C., Kuala Lumpur, San Salvador, Basilea e Bali.

Il portale web interattivo della IADI facilita le operazioni di ricerca e fornisce ai membri dell'Associazione e ad altri utenti informazioni su argomenti e attività di rilevanza per l'assicurazione dei depositi.

Sito web della IADI: www.iadi.org.

Altre aree di cooperazione tra banche centrali sotto l'egida della BRI

Attività di ricerca

Oltre a fornire materiale di riferimento per gli incontri di alti esponenti delle banche centrali, nonché servizi di segretariato e di analisi a vari comitati, la BRI contribuisce alla cooperazione monetaria e finanziaria internazionale con i propri lavori di ricerca e di analisi su tematiche di rilevanza per le banche centrali e, in misura sempre maggiore, per le autorità di supervisione finanziaria. Gli studi trovano diffusione nelle pubblicazioni periodiche della Banca, quali la *Relazione annuale* e la *Rassegna trimestrale BRI*, nelle collane *BIS Papers* e *Working Papers* e sulla stampa specializzata e le riviste accademiche. Gran parte degli studi è disponibile sul sito web della BRI (www.bis.org).

In linea con la missione della Banca, l'attività di ricerca è orientata nel lungo periodo alle questioni di stabilità monetaria e finanziaria. Fra i temi che hanno ricevuto particolare attenzione durante lo scorso anno figurano:

- le turbolenze nel mercato finanziario, le loro cause e le implicazioni sul piano delle politiche;
- il comportamento del mercato interbancario;
- l'approccio macroprudenziale alla stabilità finanziaria e il coordinamento delle politiche monetarie e prudenziali;
- i cambiamenti nel sistema finanziario e nel meccanismo di trasmissione della politica monetaria;
- la trasparenza e la comunicazione della politica monetaria;
- l'utilizzo di modelli dinamici stocastici di equilibrio generale (DSGE) nel processo di formulazione delle politiche;
- la misurazione e il prezzo del rischio di credito;
- la struttura a termine dei tassi di interesse, con particolare riferimento ai premi a termine;
- le tendenze nell'attività bancaria internazionale;
- le prassi di gestione delle riserve valutarie.

Nel quadro delle sue attività di ricerca la BRI organizza conferenze e seminari cui partecipano di norma responsabili delle politiche economiche, affermati esponenti del mondo accademico e operatori economici. Nel giugno 2007 la 6ª Conferenza annuale della BRI si è occupata del nesso fra sistema finanziario e resilienza macroeconomica.

Nella seconda metà del 2007 la BRI ha inoltre organizzato due incontri per i ricercatori delle banche centrali al fine di approfondire il processo di formulazione della politica monetaria. Il primo incontro, tenuto in settembre con la partecipazione di rappresentanti del mondo accademico, ha esaminato l'utilità dei modelli DSGE quale strumento per la formulazione delle politiche. Il secondo incontro, in novembre, ha analizzato in maniera sistematica, in

parte sulla base di un'apposita indagine, il lavoro di preparazione degli input statistici e analitici per le decisioni di politica monetaria e la comunicazione degli output.

Governance interna delle banche centrali

La BRI promuove e coordina le azioni volte a migliorare la *governance* delle banche centrali in qualità di istituzioni pubbliche attraverso il Central Bank Governance Forum. Esso si compone del Central Bank Governance Group (formato dai Governatori di un insieme ampio e rappresentativo di banche centrali), del Central Bank Governance Network (cui partecipano ormai quasi 50 banche centrali e autorità monetarie) e del relativo segretariato.

Il Forum raccoglie, analizza e diffonde informazioni sui vari sistemi di funzionamento e *governance* delle banche centrali. La gamma di questioni specifiche affrontate è determinata in funzione dell'interesse delle banche centrali. Lo scorso anno è stata trattata un'ampia varietà di argomenti, come la comunicazione delle banche centrali, il funzionamento degli organi decisionali e di sorveglianza delle banche centrali, il contributo del personale alle decisioni di politica monetaria, l'organizzazione della funzione di prestatore di ultima istanza, i principi e le prassi di remunerazione presso le banche centrali. È stato inoltre distribuito alle autorità monetarie un rapporto esaustivo sull'organizzazione della gestione dei rischi nelle banche centrali. Attualmente sono in corso studi volti a individuare, sulla base delle informazioni raccolte negli anni, gli elementi chiave dell'organizzazione di una moderna banca centrale. È inoltre in fase di sviluppo un nuovo sistema informativo a uso delle banche centrali che offrirà un accesso notevolmente migliorato ai dati comparativi sulla *governance* e l'organizzazione di queste istituzioni.

Cooperazione in ambito statistico

La tempestiva disponibilità di statistiche economiche, monetarie e finanziarie affidabili e comparabili a livello internazionale è di importanza fondamentale per le autorità e gli operatori del mercato. La BRI segue attentamente e contribuisce in maniera attiva alle iniziative intraprese in ambito nazionale, regionale e internazionale per migliorare le statistiche, specie quelle riguardanti gli andamenti finanziari.

Irving Fisher Committee on Central Bank Statistics

A fine 2007 tutte le banche centrali azioniste della BRI erano divenute membri istituzionali dell'Irving Fisher Committee on Central Bank Statistics (IFC), che riunisce utenti e compilatori di statistiche sia interni sia esterni alle banche centrali per discutere questioni statistiche relative alla stabilità economica, monetaria e finanziaria. L'IFC è presieduto da Jan Smets, Direttore presso la Banque nationale de Belgique.

Nell'agosto 2007, in occasione della 56ª sessione dell'International Statistical Institute a Lisbona, l'IFC ha organizzato vari incontri su argomenti quali la rilevazione delle passività pensionistiche nei conti pubblici, gli

indicatori di stock e di flusso nei conti finanziari, le misure della produzione e dei prezzi dei servizi finanziari e le statistiche sugli investimenti di portafoglio. In collaborazione con le banche centrali dei paesi ospitanti e le rispettive organizzazioni regionali di banche centrali, l'IFC ha inoltre tenuto una serie di seminari in India, Argentina e Austria sull'impiego di indagini da parte delle banche centrali. Nel marzo 2008 l'IFC ha organizzato presso l'FMI un workshop sulla comparabilità internazionale delle statistiche riguardanti i mercati mobiliari ("Challenges to improve global comparison of securities statistics").

Gli atti delle riunioni sono pubblicati nell'*IFC Bulletin* e disponibili sul sito internet della BRI. L'IFC ha inoltre lanciato una collana di *working paper* contenenti le analisi di esperti provenienti dalle banche centrali membri istituzionali dell'IFC o da organismi esterni.

Statistiche finanziarie internazionali

Lo scorso anno 54 banche centrali hanno partecipato alla 7^a Indagine triennale delle banche centrali sui mercati dei cambi e dei derivati a cura della BRI, che rileva il volume giornaliero degli scambi ad aprile 2007 e gli ammontari in essere e i valori lordi di mercato a fine giugno. Grazie al miglioramento delle procedure di compilazione dei dati, i risultati definitivi dell'Indagine sono stati pubblicati in dicembre, con tre mesi di anticipo rispetto all'edizione del 2004.

I movimenti messi in luce dalle statistiche trimestrali della BRI sull'attività bancaria internazionale e sulle emissioni di titoli di debito, nonché da quelle semestrali sui derivati negoziati fuori borsa, sono stati particolarmente significativi nel recente periodo di turbolenza del mercato finanziario. Le statistiche sull'attività bancaria e sui mercati mobiliari prodotte dalla BRI sono un'importante fonte di dati anche per il Joint External Debt Hub (JEDH), presidio istituito in collaborazione con la Banca mondiale, l'FMI e l'OCSE. Dalla cooperazione fra la BRI e l'International Union of Credit and Investment Insurers (o Unione di Berna) sono nate, agli inizi del 2008, nuove serie statistiche sul credito al commercio destinate allo JEDH.

Nel gennaio 2008 la riunione biennale della BRI per gli esperti di statistiche finanziarie internazionali ha visto la partecipazione di 35 banche centrali. Il dibattito si è incentrato sugli aspetti metodologici e organizzativi dei vari esercizi di raccolta dati sponsorizzati dalla BRI. Lo scorso anno la Banca ha inoltre ricercato la cooperazione delle banche centrali dei paesi per i quali la BRI produce dati sulle emissioni interne di titoli di debito al fine di migliorare tali statistiche, in linea con quanto proposto nel rapporto del CSFG *Financial stability and local currency bond markets*.

BIS Data Bank

Quarantuno banche centrali azioniste partecipano alla BIS Data Bank, per il tramite della quale mettono regolarmente a disposizione dell'insieme delle istituzioni partecipanti i rispettivi dati nazionali. Lo scorso anno è stato significativamente migliorato l'accesso online alla banca dati, e i contenuti sono stati ampliati con l'introduzione di informazioni sui sistemi di pagamento (in particolare, quelle pubblicate dal CSPR), sui prezzi delle abitazioni e sulle operazioni giornaliere delle banche centrali nei mercati monetari.

Informatica statistica

La raccolta, compilazione, analisi e diffusione di dati statistici costituisce un'attività ad alta intensità di risorse, anche in termini di tecnologie informatiche. Nel quadro dell'aggiornamento pluriennale delle proprie applicazioni informatiche, la Banca ha messo in produzione una nuova applicazione per il trattamento delle statistiche bancarie internazionali BRI. Essa sta inoltre vagliando i criteri per aggiornare l'applicazione a supporto della BIS Data Bank e promuoverne l'integrazione con le varie banche dati interne e le applicazioni degli utenti finali. È anche in corso un progetto per incrementare la diffusione delle statistiche tramite il sito internet della BRI.

La BRI, in stretta collaborazione con le banche centrali, prende parte ai lavori volti a ottimizzare le soluzioni informatiche per lo scambio e il trattamento di dati e metadati statistici. In particolare, essa contribuisce attivamente all'iniziativa congiunta Statistical Data and Metadata Exchange (SDMX) insieme a Banca mondiale, BCE, Eurostat, FMI, Nazioni Unite e OCSE. Nel febbraio 2008 la Commissione statistica dell'ONU, cui partecipano le delegazioni di circa 130 paesi e 40 organizzazioni internazionali, ha eletto il formato SDMX come standard preferenziale per lo scambio e la condivisione di dati e metadati, incoraggiandone l'adozione da parte degli enti statistici nazionali e internazionali.

I prodotti SDMX, disponibili sul sito SDMX (www.sdmx.org), comprendono:

- standard tecnici, approvati dall'International Organization for Standardization;
- linee guida concernenti il contenuto informativo per lo scambio di dati e metadati;
- strumenti di attuazione messi a disposizione dagli organismi patrocinanti o da fornitori del settore privato.

Il sito contiene inoltre informazioni sugli sviluppi attinenti SDMX in un numero crescente di aree statistiche.

Gruppo di esperti di informatica delle banche centrali del G10

Il Gruppo di esperti di informatica (GEI) fornisce due volte l'anno a varie importanti banche centrali una sede per condividere le esperienze tecniche e organizzative in ambito informatico. In aggiunta, il Working Party on Security Issues (WPSI) del Gruppo si riunisce, anch'esso due volte l'anno, per la discussione delle questioni di sicurezza informatica.

Nel giugno 2007 il GEI ha tenuto il suo seminario triennale Central Bank Information Technology Exchange (CBITX), ospitato questa volta dalla Monetary Authority of Singapore. L'evento è stato preceduto da un workshop regionale svoltosi presso la BRI con i membri del GEI e i rappresentanti informatici di alcune banche centrali della regione. Le presentazioni e i dibattiti hanno favorito un aperto scambio di vedute su gestione delle conoscenze, *chargeback* per i servizi informatici, distribuzione delle applicazioni nelle organizzazioni di vaste dimensioni, gestione del rischio informatico, scelta di acquistare piuttosto che sviluppare le applicazioni e requisiti in termini di supporto per sistemi a elevata disponibilità.

Nella riunione di novembre i membri del GEI hanno approvato la costituzione di un gruppo di lavoro per migliorare la pianificazione dei contenuti e del formato degli incontri futuri. Verranno creati gruppi di interesse specifici per trattare temi di rilevanza nel lungo periodo da sviluppare in modo collaborativo e presentare in una serie di incontri. Nel marzo 2008, in considerazione delle crescenti interconnessioni fra sicurezza elettronica e sicurezza fisica, è stato organizzato un seminario congiunto del WPSI e dei responsabili della sicurezza delle banche centrali del G10, con la partecipazione degli esperti delle principali banche centrali esterne al G10. Fra gli argomenti oggetto di discussione si segnalano la gestione della continuità operativa, la gestione dei rischi e gli aspetti di organizzazione e strategia. Visto il buon esito del seminario, il WPSI e i gruppi di responsabili della sicurezza presso le banche centrali valuteranno la possibilità di proseguire tale cooperazione in futuro.

Cooperazione con i gruppi regionali di banche centrali

La BRI collabora con i gruppi regionali di banche centrali primariamente allo scopo di diffondere i suoi lavori di ricerca, analisi delle politiche e produzione statistica presso quelle banche centrali che di norma non prendono parte alle attività regolari della Banca. Lo scorso anno tale collaborazione si è concretizzata in:

- due seminari su analisi e informativa in materia di stabilità finanziaria, uno presso il Joint Vienna Institute destinato alle banche centrali dell'Europa centrale e orientale e della Comunità di Stati Indipendenti, l'altro ospitato a Riyadh dalla Saudi Arabian Monetary Agency per le banche centrali e le autorità monetarie del Consiglio di cooperazione del Golfo (CCG). La BRI ha inoltre dato il suo sostegno a un seminario sullo stesso argomento organizzato dal gruppo South East Asian Central Banks (SEACEN);
- un programma di lezioni nell'ambito del Master in Banking and Finance del Centre Africain d'Études Supérieures en Gestion (CESAG) a Dakar.

Nella primavera 2007 si è tenuta a Yerevan la riunione annuale del Gruppo dei coordinatori della cooperazione tecnica e della formazione, in occasione della quale circa 50 esponenti di 36 istituzioni sono stati invitati a discutere degli sviluppi recenti nella cooperazione tecnica fra le banche centrali e le istituzioni finanziarie internazionali partecipanti. Il Gruppo dei coordinatori ha inoltre sponsorizzato l'organizzazione di un incontro di formatori a livello mondiale, svoltosi nell'autunno 2007 presso la BRI con la partecipazione dei rappresentanti di 30 istituzioni nazionali e internazionali che offrono importanti programmi internazionali di formazione per le banche centrali. L'incontro è stato incentrato sulle attività di formazione, sugli aspetti organizzativi e operativi e sulle aree di cooperazione attuale e futura.

Audit interno

I revisori interni delle banche centrali del G10 si incontrano regolarmente per condividere le esperienze e le conoscenze professionali maturate nell'ambito dell'audit interno, nonché per esaminare nuove tematiche e nuove sfide. In

genere il dibattito si concentra su argomenti che riguardano gli standard internazionali di audit e la continua necessità di migliorare il controllo dei rischi cui sono confrontate le banche centrali. Due volte l'anno l'unità di Audit interno della BRI organizza e ospita le riunioni del Working Party on IT Audit Methodologies del G10.

Nel giugno 2007 la BRI ha preso parte alla 21ª Conferenza plenaria annuale dei capi degli ispettorati interni delle banche centrali del G10, ospitata dalla Federal Reserve Bank di New York. Tra i temi trattati figurano: segnalazioni al consiglio di amministrazione in materia di controlli interni, problematiche culturali e ruolo della revisione interna, gestione della continuità operativa, indicatori chiave di performance e modellizzazione del rischio.

L'Audit interno della BRI ha istituito reti per lo scambio di informazioni con i capi degli ispettorati interni delle banche centrali e autorità monetarie dell'Asia-Pacifico e dell'America latina e Caraibi. Nell'ottobre 2007 l'Audit interno e l'Ufficio asiatico hanno organizzato a Hong Kong SAR il quinto incontro BRI dei capi degli ispettorati interni delle banche centrali della regione.

Servizi finanziari della Banca

Gamma di servizi offerti

La BRI offre una vasta gamma di servizi finanziari concepiti specificamente per assistere le banche centrali e altre autorità monetarie ufficiali nella gestione delle riserve valutarie. Dei servizi finanziari BRI usufruiscono circa 130 istituzioni di questo tipo, nonché varie organizzazioni internazionali.

Sicurezza e liquidità sono le caratteristiche principali di questi servizi di intermediazione creditizia, che si avvalgono di un rigoroso sistema interno di gestione dei rischi. Conformemente alle migliori prassi vigenti, un'unità indipendente di controllo dei rischi – che riferisce direttamente al Condirettore generale e, in ultima istanza, al Direttore generale – effettua il monitoraggio dei rischi di credito, di liquidità e di mercato cui è esposta la Banca. Analogamente, un'unità preposta alla conformità e al rischio operativo si occupa di vigilare su quest'ultima tipologia di rischio.

Per soddisfare le esigenze molteplici e in costante evoluzione delle banche centrali, la BRI propone un ampio ventaglio di possibilità di investimento in termini di denominazioni valutarie, liquidità e scadenze. Oltre ai tradizionali strumenti del mercato monetario, quali i depositi a vista, con termine di preavviso e a scadenza fissa, essa offre due prodotti che possono essere negoziati (acquistati e rivenduti) direttamente con la Banca, ovvero il Fixed-Rate Investment at the BIS (FIXBIS), disponibile con scadenze da una settimana a un anno, e il BIS Medium-Term Instrument (MTI), con scadenze da uno fino a 10 anni. Dell'offerta di base fanno parte anche una serie di strutture MTI con facoltà di rimborso anticipato e altri strumenti con opzionalità incorporata.

La Banca effettua operazioni in cambi e in oro per conto della clientela. Occasionalmente accorda alle banche centrali crediti a breve termine, di norma assistiti da garanzia reale. La BRI svolge inoltre le funzioni di fiduciario e depositario di garanzie (si veda oltre).

La BRI offre servizi di gestione dei portafogli di titoli pubblici o attività di prim'ordine, sulla base di un mandato specifico concordato con la banca centrale cliente oppure attraverso un fondo aperto, il BIS Investment Pool (BISIP), che permette ai clienti di investire in un portafoglio comune di attività. I due fondi obbligazionari asiatici ABF1 e ABF2 sono amministrati dalla BRI nel quadro del BISIP, il primo direttamente dalla Banca, il secondo da un gruppo di gestori esterni.

I servizi finanziari della BRI sono erogati attraverso due sale di contrattazione collegate, una presso la sede di Basilea e l'altra presso l'Ufficio asiatico a Hong Kong SAR.

Operazioni finanziarie nel 2007/08

La fase di turbolenza finanziaria iniziata durante l'estate 2007 ha determinato un aumento dei depositi affluiti alla Banca in un momento in cui le condizioni fortemente tese del mercato rendevano difficile un loro collocamento redditizio nei mercati finanziari privati a un livello di rischio accettabile. Di conseguenza, per far fronte a tale situazione la BRI ha preso una serie di misure concernenti la gestione dell'attività bancaria e dei rischi.

I provvedimenti miravano in parte a rallentare gli afflussi di depositi rendendone leggermente meno attraente per la clientela il rendimento. A seguito di queste e altre iniziative, la crescita della base di depositi in valuta della Banca è scesa nel 2007/08 a DSP 14,3 miliardi, da una media annua di DSP 35,6 miliardi nei due esercizi precedenti. La quota di riserve valutarie ufficiali complessive detenute presso la BRI è calata lievemente al 5,8%, dal 6,2% di un anno prima.

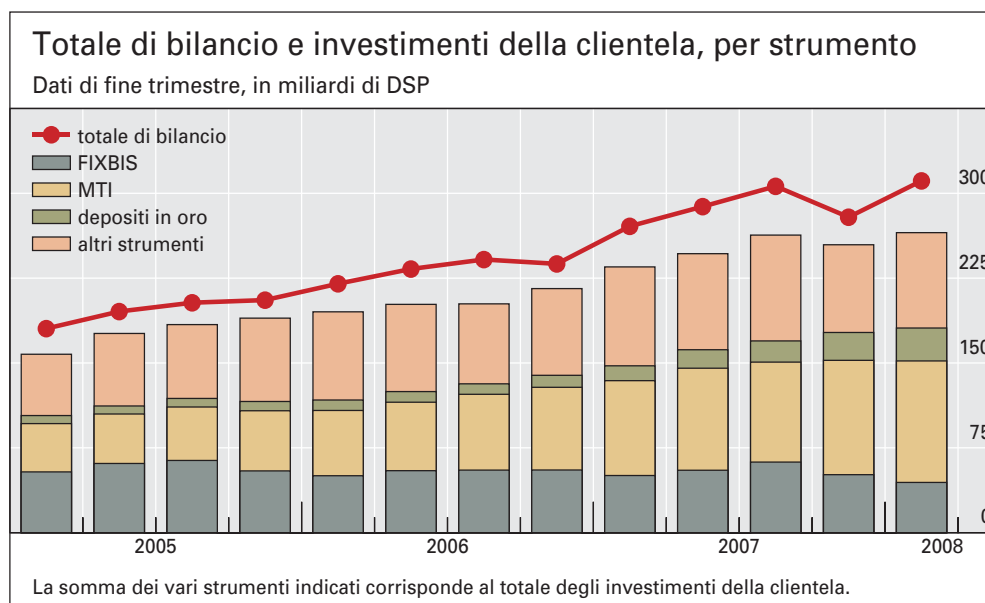
L'espansione del totale di bilancio è diminuita a DSP 40,2 miliardi, da 50,8 miliardi nel 2006/07. Di conseguenza, al 31 marzo 2008 il totale di bilancio ammontava a DSP 311,1 miliardi.

Passivo

Le dimensioni del bilancio della Banca riflettono principalmente i collocamenti della clientela, che rappresentano la parte preponderante delle passività totali (si veda il grafico). Al 31 marzo 2008 tali collocamenti (al netto delle operazioni pronti contro termine) ammontavano a DSP 265,2 miliardi, contro i DSP 234,9 miliardi di un anno prima.

Circa l'89% degli impieghi della clientela è denominato in valute, la parte restante in oro. Rispetto allo scorso esercizio i depositi in valuta sono saliti da DSP 221,8 a 236,1 miliardi, pari a quasi il 5,8% del totale delle riserve valutarie mondiali, che nello stesso periodo sono passate da DSP 3,6 trilioni a quasi DSP 4,1 trilioni. La quota di fondi denominati in dollari statunitensi è stata del 66%, contro il 20% dei collocamenti in euro. I depositi in oro ammontavano a DSP 29,1 miliardi a fine marzo 2008, con un aumento di DSP 16,0 miliardi rispetto all'anno precedente.

L'espansione degli impieghi valutarie della clientela ha tratto origine soprattutto da aumenti del 64 e 28%, rispettivamente, dei depositi a vista e con termine di preavviso e degli investimenti in MTI. Essa è stata



più che compensata da un calo del 33% degli afflussi di depositi a scadenza fissa.

La scomposizione geografica dei collocamenti effettuati presso la BRI presenta un profilo relativamente stabile, con una quota prevalente di investitori africani ed europei.

Attivo

Le attività detenute dalla BRI consistono per la maggior parte di investimenti presso banche commerciali con elevata qualità creditizia e affermata reputazione internazionale, nonché di titoli di Stato e di enti equiparati, compresi quelli acquistati pronti contro termine (PcT). Al 31 marzo 2008 la Banca deteneva inoltre 125 tonnellate di oro fino, dopo averne cedute 25 nel corso dell'esercizio. L'esposizione al rischio di credito è gestita in maniera molto prudente: alla stessa data, la quasi totalità degli attivi presentava un rating pari o superiore ad A- (nota 3F della sezione "Gestione dei rischi" all'interno dei Conti).

Le attività sotto forma di depositi in valute e titoli, comprese le operazioni PcT, ammontavano a complessivi DSP 266,6 miliardi, in crescita rispetto ai DSP 247,9 miliardi al termine dell'esercizio precedente. I fondi addizionali sono stati investiti prevalentemente in titoli pubblici acquistati nell'ambito di operazioni PcT, in buoni del Tesoro, titoli di Stato e altri titoli. Sono invece diminuiti i depositi vincolati e le anticipazioni a banche.

La Banca impiega vari strumenti derivati al fine di gestire le proprie attività e passività in maniera efficiente (nota 8 relativa ai Conti).

Funzioni di agente e fiduciario

Fiduciario per i prestiti governativi internazionali

Nell'esercizio in rassegna la Banca ha continuato a svolgere le funzioni di fiduciario (*trustee*) per le obbligazioni di consolidamento 1990-2010 dei Prestiti

Dawes e Young (per maggiori dettagli, si veda la *63ª Relazione annuale* del giugno 1993). La Deutsche Bundesbank, in qualità di agente di pagamento, ha notificato alla Banca che nel 2007 l'Ufficio federale tedesco per i servizi centrali e le questioni patrimoniali pendenti (Bundesamt für zentrale Dienste und offene Vermögensfragen, BADV) ha disposto il pagamento di un importo di circa €4,7 milioni a titolo di rimborsi e di interessi. I valori di rimborso e altri dettagli sono stati pubblicati dal BADV nella Gazzetta ufficiale tedesca (*Bundesanzeiger*).

In merito all'applicazione della clausola di garanzia di cambio per il Prestito Young da parte del BADV, la Banca ha mantenuto le proprie riserve (riportate in dettaglio nella *50ª Relazione annuale* del giugno 1980), che si applicano anche alle obbligazioni di consolidamento 1990-2010.

Depositario di garanzie

Ai sensi di diversi accordi, la BRI esercita le funzioni di agente per la detenzione e l'investimento dei valori costituiti in garanzia a beneficio dei titolari di determinate obbligazioni in valuta emesse da mutuatari sovrani nel quadro di accordi di ristrutturazione del debito estero. Nel 2007/08 i contratti di pegno in vigore riguardavano le obbligazioni del Perù (*67ª Relazione annuale* del giugno 1997) e della Côte d'Ivoire (*68ª Relazione annuale* del giugno 1998).

Aspetti istituzionali e amministrativi

Amministrazione della Banca

Piano strategico triennale

Nel 2007 la Direzione della Banca ha predisposto il suo primo piano strategico triennale, relativo agli esercizi finanziari fino al marzo 2011. Il piano, approvato dal Consiglio di amministrazione nel novembre 2007, si propone di approfondire ed espandere le principali attività indicate nel mandato istituzionale della Banca:

- intensificando l'opera di promozione della cooperazione fra banche centrali portata avanti dalla BRI;
- approfondendo il dialogo fra banche centrali e autorità di vigilanza finanziaria sulle questioni attinenti alla stabilità finanziaria;
- potenziando i servizi bancari che la BRI offre alle banche centrali.

Politica di budget

Il processo di formazione del budget di spesa della Banca per l'esercizio finanziario successivo inizia con un anticipo di circa sei mesi, quando la Direzione stabilisce gli indirizzi operativi di massima e il quadro di riferimento finanziario.

In questa cornice, le unità operative specificano i propri piani e il corrispondente fabbisogno di risorse. Attraverso il raffronto tra piani operativi dettagliati, obiettivi e disponibilità complessiva di risorse si giunge alla compilazione di un bilancio preventivo, che deve poi essere approvato dal Consiglio di amministrazione prima dell'inizio dell'esercizio finanziario.

Nel redigere il budget le spese di amministrazione sono tenute distinte da quelle in conto capitale. Così come accade presso organizzazioni analoghe, le spese per la Direzione e per il personale, comprese remunerazioni, pensioni e assicurazione malattia e infortuni, rappresentano approssimativamente il 70% delle spese di amministrazione. Le uscite in conto capitale riguardano principalmente le spese per investimenti in tecnologie informatiche e gli immobili, e possono variare significativamente da un esercizio all'altro. Le spese di amministrazione e in conto capitale della BRI sono sostenute per la maggior parte in franchi svizzeri.

Durante l'esercizio finanziario 2007/08 le spese di amministrazione, prima degli ammortamenti, sono ammontate a CHF 233,1 milioni, importo inferiore del 2,4% rispetto ai CHF 238,8 milioni preventivati¹, mentre la spesa in conto capitale, pari a CHF 24,0 milioni, è risultata inferiore di 0,7 milioni al budget.

Le spese di amministrazione e in conto capitale riflettono le priorità definite nel budget per il 2007/08, che poneva l'enfasi soprattutto sull'ulteriore rafforzamento della resilienza delle operazioni della Banca e sul potenziamento dei suoi controlli finanziari, in particolare attraverso:

- il perfezionamento dei processi di rendicontazione e controllo finanziari nell'ambito del Segretariato generale e delle funzioni di *back office* e di supporto nel Dipartimento bancario. Questa iniziativa integra le misure già attuate negli ultimi anni per migliorare le funzioni di gestione del rischio, revisione interna e conformità della Banca;
- l'elaborazione di piani per potenziare i dispositivi di continuità operativa che entreranno in funzione nel 2008/09 in una località europea distante da Basilea.

In aggiunta a tali obiettivi sono proseguiti i lavori sulle iniziative seguenti, volte a soddisfare le esigenze degli azionisti della Banca:

- espansione dei servizi della BRI al fine di intensificare le relazioni con gli azionisti nella regione Asia-Pacifico attraverso il proseguimento del programma triennale di ricerca, avviato nel settembre 2006, su aspetti concernenti i settori monetario e finanziario in Asia;
- attuazione delle misure deliberate nel quadro del riesame dell'operatività della Banca, condotto nel 2005/06, che aveva individuato ambiti in cui realizzare guadagni di efficienza. Questa iniziativa ha già permesso di ridurre i costi amministrativi della sede di Basilea, e continuerà a farlo nei prossimi anni, liberando così risorse addizionali da destinare al potenziamento dei servizi per le banche centrali;
- rafforzamento della sicurezza degli stabili, rinnovamento delle infrastrutture adibite alle riunioni nell'edificio della Torre a Basilea e ristrutturazione degli edifici del circolo sportivo della BRI.

¹ La contabilità budgetaria della Banca non considera taluni aggiustamenti di contabilità finanziaria, principalmente relativi a obbligazioni del sistema pensionistico, che tengono conto degli sviluppi attuariali e dei mercati finanziari. Questi fattori addizionali sono considerati sotto la voce "Costi operativi" nel Conto economico (si veda la sezione "Risultati finanziari e ripartizione dell'utile").

Politica retributiva

Le funzioni svolte dal personale della BRI sono valutate in base a una serie di criteri oggettivi, tra cui le qualifiche, l'esperienza e le responsabilità, e sono classificate in distinte categorie associate a una struttura di fasce retributive. Con cadenza triennale viene condotta un'indagine esaustiva per raffrontare le retribuzioni della BRI con quelle di istituzioni o segmenti di mercato comparabili. In questo raffronto, la Banca si orienta sulle classi retributive della fascia superiore per attirare personale altamente qualificato. L'analisi tiene inoltre conto della diversa imposizione fiscale cui sono soggetti gli emolumenti erogati dalle istituzioni considerate. Sulla scorta della più recente indagine di questo tipo, condotta nella seconda metà del 2007, a partire dal 1° luglio 2008 il valore centrale delle fasce stipendiali della Banca sarà allineato ai *benchmark* di mercato osservati.

Negli anni fra un'indagine e l'altra la struttura degli stipendi viene adeguata in funzione del tasso di inflazione in Svizzera e dell'aumento medio ponderato dei salari reali nei paesi del G10. Nel luglio 2007 l'adeguamento applicato è stato del 2,9% in termini nominali. Gli aggiustamenti degli stipendi dei singoli dipendenti all'interno di ciascuna fascia della struttura retributiva sono basati sul merito.

I dipendenti della Banca hanno accesso a un sistema contributivo di assicurazione sanitaria e a un sistema pensionistico contributivo a prestazione definita. I dipendenti di nazionalità diversa da quella svizzera e non assunti in loco, inclusa l'alta Direzione, hanno diritto a un'indennità di espatrio che attualmente ammonta al 14% della retribuzione annua per i dipendenti non coniugati e al 18% per quelli coniugati e comunque non supera un certo massimale. Nel rispetto di determinate condizioni, ai dipendenti espatriati spetta parimenti un'indennità di istruzione per i figli a carico². Per quanto riguarda le condizioni di impiego negli Uffici di rappresentanza, viene effettuata una distinzione fra i dipendenti distaccati dalla sede centrale e quelli assunti specificamente per ricoprire una posizione in uno degli Uffici di rappresentanza. Nel primo caso le condizioni di impiego sono definite in base alla politica della Banca sulle assegnazioni di personale all'estero. Nel secondo caso le condizioni di impiego sono allineate a quelle del mercato in cui è ubicato l'Ufficio. Tutti i dipendenti della Banca, indipendentemente dalla sede di lavoro, usufruiscono dello stesso sistema di assicurazione sanitaria e dello stesso sistema pensionistico.

Gli emolumenti dell'alta Direzione sono periodicamente raffrontati con quelli di istituzioni e segmenti di mercato comparabili. La più recente indagine al riguardo è stata condotta nella seconda metà del 2007, parallelamente a quella sulle retribuzioni degli altri dipendenti. I risultati hanno confermato la validità della presente prassi di adeguamento annuo all'inflazione in Svizzera.

Al 1° luglio 2007 la remunerazione annua dei dirigenti della Banca, al netto dell'indennità di espatrio, si basava sui seguenti livelli:

² In alcuni casi i dipendenti assunti prima del 1997 ricevono un'indennità di espatrio pari al 25% dello stipendio, ma non hanno diritto all'indennità di istruzione.

- Direttore generale³ CHF 734 990
- Condirettore generale CHF 621 910
- Capi di Dipartimento CHF 565 380

L'Assemblea generale ordinaria approva le retribuzioni dei membri del Consiglio di amministrazione; i relativi adeguamenti vengono effettuati ogni tre anni. Al 1° aprile 2008 la remunerazione annua complessiva del Consiglio di amministrazione ammontava a CHF 992 760. Inoltre, i Consiglieri percepiscono un gettone di presenza per ogni riunione del Consiglio cui partecipano. Nell'ipotesi di una loro partecipazione a tutte le riunioni, il totale annuo dei gettoni di presenza ammonterebbe a CHF 921 120.

Risultati finanziari e ripartizione dell'utile

Risultati finanziari

Quadro generale

I risultati finanziari della Banca per il 78° esercizio finanziario (2007/08) sono stati conseguiti in un contesto di turbolenza dei mercati finanziari internazionali in cui la BRI opera. I principali sviluppi che hanno caratterizzato questi mercati sono stati un pronunciato incremento dell'incertezza riguardo al merito creditizio delle controparti, un aumento degli spread creditizi e una considerevole volatilità delle quotazioni di mercato. In siffatte condizioni, si è innescata una "fuga verso la qualità", la quale ha determinato una forte ascesa dei valori di mercato sia dei titoli pubblici sia del prezzo dell'oro.

Di fronte alla volatilità dei prezzi di mercato e ai maggiori afflussi di depositi derivanti da questa fuga verso la qualità, la Banca si è trovata nella difficile situazione di dover da un lato moderare l'afflusso di depositi e continuare a investire i fondi mutuati in maniera redditizia e dall'altro di mantenere un profilo di rischio prudente. Pertanto, la Direzione ha ampliato i differenziali negativi rispetto al Libor per i tassi passivi corrisposti dalla Banca sulle principali categorie di strumenti offerti alla clientela di banche centrali. L'intervento è stato realizzato in misura graduale, valutando attentamente di volta in volta l'evoluzione del mercato. Contemporaneamente, sono state prese misure tese a ridurre l'esposizione al rischio di credito nei confronti delle banche commerciali controparti, accrescendo gli investimenti in titoli pubblici e gli impieghi garantiti verso il settore bancario sotto forma di operazioni pronti contro termine attive. Questi interventi hanno permesso di contenere la crescita dei depositi nel corso della restante parte dell'esercizio finanziario e di preservare la redditività di fondo della Banca.

Aspetti salienti

A seguito di questi sviluppi:

- si sono ampliati i margini di interesse, calcolati in base al principio di competenza, sui fondi mutuati della Banca;

³ In aggiunta allo stipendio di base, il Direttore generale percepisce un'indennità di rappresentanza annua e gode di un regime pensionistico particolare.

- le obbligazioni nel portafoglio crediti in cui la Banca investe i fondi ricevuti in prestito dalla clientela hanno fatto registrare minusvalenze da valutazione non realizzate in seguito all'ampliarsi dei differenziali sul Libor;
- ulteriori minusvalenze non realizzate sono derivate dall'aumento del *fair value* delle passività della Banca dovuto ai crescenti spread negativi rispetto al Libor;
- plusvalenze considerevoli sia realizzate sia non realizzate sugli investimenti dei fondi propri della Banca sono state conseguite grazie all'aumento tanto dei prezzi dell'oro quanto dei valori di mercato dei titoli pubblici. Questi fattori hanno comportato per l'esercizio 2007/08:
- un calo dell'utile netto (-12,0%) e dell'utile operativo (-49,9%) della Banca rispetto all'esercizio 2006/07⁴. Senza la modifica dei criteri contabili, che ha introdotto la valutazione ai prezzi denaro-lettera, la flessione dell'utile netto sarebbe stata del 3,1% e quella dell'utile operativo del 37,7%;
- un incremento del patrimonio della Banca pari a DSP 1 011 milioni rispetto a DSP 552 milioni nel 2006/07;
- un aumento significativo della redditività del capitale, al 9,1%, contro il 5,8% dell'esercizio finanziario precedente.

Analisi dettagliata (si veda il Conto economico)

Nell'esercizio finanziario 2007/08 il reddito netto da interessi maturati è stato pari a DSP 973,4 milioni, superando del 57,8% il dato corrispondente di DSP 616,8 milioni del 2006/07. L'incremento è attribuibile principalmente al più elevato margine di interesse contabilizzato, essendo aumentati lo spread positivo rispetto al Libor percepito dalla Banca sulle attività ponderate per il rischio e quello negativo corrisposto sulle passività, per effetto delle summenzionate decisioni prese dalla Direzione.

Le rettifiche nette di valutazione hanno prodotto una perdita di DSP 478,7 milioni, a fronte di un profitto di DSP 63,3 milioni per l'esercizio precedente⁵. Tale perdita è imputabile per DSP 362,4 milioni alla minusvalenza non realizzata derivante dall'ampliamento degli spread rispetto al Libor, che ha ridotto il valore equo delle obbligazioni nel portafoglio crediti della Banca. La minusvalenza corrisponde all'1% circa del valore di tale portafoglio (DSP 36 miliardi), investito in strumenti finanziari di primaria qualità. Poiché la Banca detiene di norma questi investimenti fino alla loro scadenza, gran parte della minusvalenza non realizzata sarà riassorbita durante la vita

⁴ La contrazione dell'utile operativo per il 2007/08 è in parte dovuta all'adozione del criterio di valutazione ai prezzi denaro-lettera (*bid-offer*), conformemente alla prassi contabile generalmente accettata.

⁵ In base ai criteri contabili della Banca, in vigore dal 2003, tutti gli strumenti finanziari figuranti tra i fondi presi in prestito sono contabilizzati al valore equo (*fair value*). Le relative variazioni di valore sono iscritte al Conto economico. La Banca agisce come *market-maker* per taluni dei suoi depositi passivi in valuta e può realizzare plus/minusvalenze su tali passività. Il rischio di mercato attinente a tale attività è gestito in base al valore equo complessivo, accorpando tutte le relative poste in bilancio e fuori bilancio del portafoglio bancario di fondi ricevuti in prestito. In condizioni di mercato normali, con spread creditizi relativamente stabili, i profitti o le perdite realizzati e non realizzati sui depositi passivi in valuta vengono compensati dalle perdite e dai profitti realizzati e non realizzati sulle attività in valuta o i derivati collegati o su altri depositi passivi in valuta.

residua dell'investimento nei prossimi due-tre anni. La parte restante della minusvalenza non realizzata (DSP 116,3 milioni) deriva dall'effetto dei crescenti spread negativi rispetto al Libor, che ha determinato un aumento del valore equo dei depositi passivi della Banca. Anche in questo caso gran parte della minusvalenza sarà riassorbita nel corso dei prossimi due esercizi finanziari. Congiuntamente, i due tipi di minusvalenze non realizzate subite nel 2007/08 si tradurranno nei prossimi due anni e mezzo in una dinamica fortemente positiva dell'utile operativo della Banca.

Nel 2007/08 la Banca ha registrato una minusvalenza valutaria netta di DSP 9,5 milioni, dovuta agli effetti prodotti dall'apprezzamento del franco svizzero nei confronti del DSP sulle passività nette della Banca in quella valuta. Lo scorso esercizio finanziario era stata contabilizzata una modesta plusvalenza (DSP 0,9 milioni).

I costi operativi (nota 26 relativa ai Conti) sono ammontati a DSP 154,5 milioni, con un aumento del 3,1% rispetto ai DSP 149,8 milioni dell'esercizio precedente. Le spese di amministrazione esclusi gli ammortamenti hanno raggiunto un totale di DSP 141,9 milioni, in rialzo del 3,4% rispetto ai DSP 137,8 milioni dell'esercizio precedente. Gli ammortamenti, pari a DSP 12,6 milioni, sono lievemente saliti rispetto al 2006/07.

In conseguenza dei fattori summenzionati, l'utile operativo in base ai precedenti criteri contabili (ossia prima dell'introduzione della valutazione ai prezzi denaro-lettera), che riflette i guadagni generati dall'attività corrente della Banca calcolati sulla stessa base degli esercizi finanziari precedenti, risultava pari a DSP 331,5 milioni, inferiore del 37,7% al dato corrispondente per il 2006/07 (DSP 532,5 milioni).

La modifica dei criteri contabili con l'introduzione della contabilizzazione ai prezzi denaro-lettera per tutti gli strumenti finanziari ha generato un onere di DSP 75,0 milioni a valere sull'utile, dovuto principalmente all'ampliamento dello spread offerto sulle passività della Banca in MTI. Per l'esercizio precedente l'onere corrispondente era stato di DSP 20,2 milioni. A seguito della summenzionata modifica, le passività finanziarie della Banca sono valutate al corso lettera e le attività finanziarie al corso denaro.

In base ai nuovi criteri contabili della Banca, l'utile operativo è stato di DSP 256,5 milioni, in calo del 49,9% rispetto all'esercizio precedente (DSP 512,3 milioni).

Una perdita netta di DSP 5,1 milioni è stata registrata sulla vendita di titoli del portafoglio di investimento nel corso dell'esercizio. Essa è derivata dal riallineamento del portafoglio della Banca al *benchmark* sottostante, effettuato mediante la cessione di titoli acquistati allorché i tassi di interesse erano più bassi. Nel 2006/07 la vendita di titoli del portafoglio di investimento aveva prodotto una perdita netta di DSP 27,0 milioni.

La plusvalenza di DSP 293,3 milioni realizzata sulla vendita di disponibilità auree nel portafoglio di investimento durante il 2007/08 origina dalla cessione di 25 delle 150 tonnellate di oro complessivamente detenute dalla Banca al 31 marzo 2007. Nel 2006/07, allorché i prezzi dell'oro erano inferiori, la vendita di 15 tonnellate dell'oro di proprietà della Banca aveva prodotto un guadagno minore (DSP 133,9 milioni).

Per effetto di questi fattori, l'utile netto per il 78° esercizio finanziario (2007/08) è ammontato a DSP 544,7 milioni, in calo del 12,0% rispetto ai DSP 619,2 milioni dell'esercizio finanziario precedente (dato rettificato in base alla modifica dei criteri contabili sopra descritta). Qualora non si fosse adottata la valutazione in base ai corsi denaro-lettera, l'utile netto per il 2007/08 sarebbe stato di DSP 619,7 milioni, con una flessione del 3,1% rispetto ai DSP 639,4 milioni del 2006/07.

Oltre alle poste riportate nel Conto economico della Banca, le plus/minusvalenze non realizzate sulle disponibilità della Banca in oro e titoli di debito sono imputate, rispettivamente, al conto rivalutazione oro e al conto rivalutazione titoli, facenti parte del capitale della Banca.

Il conto rivalutazione titoli è aumentato di DSP 352,5 milioni per effetto delle plusvalenze non realizzate sui titoli del portafoglio di investimento (+DSP 347,4 milioni) e del trasferimento di perdite realizzate (+DSP 5,1 milioni) dal Conto economico.

Anche il conto rivalutazione oro è cresciuto, di DSP 252,8 milioni, grazie a DSP 546,1 milioni di plusvalenze non realizzate dovute all'impatto prodotto nel 2007/08 dall'apprezzamento dell'oro sulle disponibilità auree proprie della Banca. Di questo importo, DSP 293,3 milioni sono stati trasferiti al Conto economico, trattandosi di plusvalenze realizzate nella vendita di disponibilità auree nel portafoglio di investimento.

Tenendo conto di tali plusvalenze, il rendimento totale della Banca⁶ è stato di DSP 1 150,0 milioni, corrispondente a un rendimento del 9,1% del capitale medio (DSP 12 586 milioni). Nel 2006/07 il rendimento totale era stato di DSP 684,8 milioni e il rendimento del capitale medio (DSP 11 860 milioni) del 5,8%. Al netto della distribuzione del dividendo per il 2006/07 e del passaggio alla valutazione in base ai prezzi denaro-lettera, il capitale della Banca è cresciuto di DSP 1 010,7 milioni, contro un aumento di DSP 552,4 milioni nell'esercizio precedente.

Proposta di dividendo

Nell'esercizio finanziario 2005/06 il Consiglio di amministrazione ha riesaminato la politica dei dividendi della BRI alla luce delle esigenze patrimoniali della Banca stessa e dell'aspettativa dei suoi azionisti di ottenere una remunerazione equa e duratura, giungendo alla conclusione che il criterio finora seguito di aumentare il dividendo di DSP 10 ogni anno continuava a essere sostanzialmente in linea con tali esigenze. Questo approccio ha portato a un incremento del dividendo unitario da DSP 235 nel 2004/05 a DSP 255 nel 2006/07. Il Consiglio ha altresì deciso di riconsiderare la politica dei dividendi ogni due-tre anni, tenendo conto, se necessario, delle mutate circostanze. Il prossimo riesame del livello del dividendo, originariamente programmato per il 2007/08, sarà effettuato dal Consiglio nell'esercizio finanziario 2008/09. Dopo aver considerato gli andamenti descritti in precedenza, il Consiglio propone

⁶ Il rendimento totale è riportato nei Conti come "Totale reddito contabilizzato" nella tabella "Evoluzione del capitale della Banca".

che il dividendo unitario per l'esercizio finanziario 2007/08 sia nuovamente aumentato di DSP 10, a DSP 265.

Proposta di ripartizione dell'utile netto per l'esercizio finanziario

In conformità dell'Articolo 51 dello Statuto, il Consiglio di amministrazione raccomanda all'Assemblea generale ordinaria di ripartire l'utile netto per l'esercizio finanziario 2007/08, pari a DSP 544,7 milioni, nel modo seguente:

1. un importo di DSP 144,7 milioni per il pagamento di un dividendo di DSP 265 per azione;
2. un importo di DSP 40,0 milioni al Fondo di riserva generale⁷;
3. un importo di DSP 6,0 milioni al Fondo speciale di riserva per i dividendi;
4. un importo di DSP 354,0 milioni, che rappresenta il residuo dell'utile netto disponibile, al Fondo di riserva libero. Questo Fondo può essere utilizzato dal Consiglio di amministrazione per qualsiasi scopo che sia conforme allo Statuto.

Ove approvato, il dividendo sarà versato il 3 luglio 2008 secondo le istruzioni dei singoli azionisti in una qualsiasi delle valute costituenti il DSP, oppure in franchi svizzeri, agli azionisti iscritti nei registri della Banca alla data del 31 marzo 2008. Il dividendo unitario di DSP 265 proposto per l'esercizio 2007/08 corrisponde a un incremento del 3,9% rispetto al dividendo dell'esercizio precedente.

Il dividendo integrale sarà corrisposto su 546 125 azioni. Le azioni emesse e liberate sono 547 125. Di queste, 1 000 rappresentano le azioni proprie in portafoglio al 31 marzo 2008, ossia le azioni sospese dell'emissione albanese. Nessun dividendo sarà pagato su tali azioni.

Allocazione della riduzione delle riserve statutarie della Banca al 31 marzo 2007

L'introduzione del nuovo criterio contabile di valutazione ai corsi denaro-lettera per gli strumenti finanziari della Banca ha ridotto il livello delle riserve statutarie al 31 marzo 2007 di DSP 71,3 milioni, di cui DSP 20,2 milioni si riferiscono all'esercizio finanziario 2006/07 e DSP 51,1 milioni agli esercizi ancora precedenti. Il Consiglio di amministrazione raccomanda che a tale decremento sia fatta corrispondere una riduzione del Fondo di riserva libero pari a DSP 20,2 milioni per il 2006/07 e a DSP 51,1 milioni per gli esercizi finanziari precedenti.

Relazione della Società di revisione

I conti della Banca sono stati debitamente certificati da Deloitte AG. I revisori hanno confermato che i conti forniscono un quadro veritiero e corretto della situazione finanziaria della BRI al 31 marzo 2008, nonché dei risultati delle sue operazioni nell'esercizio chiuso a tale data. La loro relazione è riportata in calce ai conti.

⁷ Al 31 marzo 2007 il Fondo di riserva generale era pari a oltre il quadruplo del capitale versato della Banca. Secondo quanto disposto dall'Articolo 51 dello Statuto, a esso andrà destinato il 10% degli utili al netto del pagamento dei dividendi finché il suo saldo non avrà raggiunto il quintuplo del capitale versato.

Consiglio di amministrazione

Jean-Pierre Roth, Zurigo

Presidente del Consiglio di amministrazione

Hans Tietmeyer, Francoforte sul Meno

Vice Presidente del Consiglio di amministrazione

Ben S. Bernanke, Washington

Mark Carney, Ottawa

Mario Draghi, Roma

Timothy F. Geithner, New York

Lord George, Londra

Stefan Ingves, Stoccolma

Mervyn King, Londra

Jean-Pierre Landau, Parigi

Christian Noyer, Parigi

Guillermo Ortiz, Città del Messico

Guy Quaden, Bruxelles

Fabrizio Saccomanni, Roma

Masaaki Shirakawa, Tokyo

Jean-Claude Trichet, Francoforte sul Meno

Alfons Vicomte Verplaetse, Bruxelles

Axel A. Weber, Francoforte sul Meno

Nout H.E.M. Wellink, Amsterdam

Zhou Xiaochuan, Pechino

Sostituti

Giovanni Carosio o Ignazio Visco, Roma

Pierre Jaillet o Michel Cardona, Parigi

Donald L. Kohn o D. Nathan Sheets, Washington

Peter Praet o Jan Smets, Bruxelles

Hermann Remsperger o Wolfgang Mörke, Francoforte sul Meno

Paul Tucker o Paul Fisher, Londra

Comitati del Consiglio di amministrazione

Comitato amministrativo, presieduto da Hans Tietmeyer

Comitato di revisione, presieduto da Christian Noyer

Comitato per le operazioni bancarie e la gestione dei rischi,
presieduto da Stefan Ingves

Comitato per le nomine, presieduto da Jean-Pierre Roth

Dirigenti della Banca

Malcolm D. Knight	Direttore generale
Hervé Hannoun	Condirettore generale
Peter Dittus	Segretario generale, Capo di Dipartimento
William R. White	Consigliere economico, Capo del Dipartimento monetario ed economico
Günter Pleines	Capo del Dipartimento bancario
Daniel Lefort	Consigliere giuridico
Már Gudmundsson	Vice Capo del Dipartimento monetario ed economico
Jim Etherington	Vice Segretario generale
Louis de Montpellier	Vice Capo del Dipartimento bancario
Josef Tošovský	Presidente, Istituto per la stabilità finanziaria

Cambiamenti nel Consiglio di amministrazione e nella Direzione

Con lettera datata 20 luglio 2007 Christian Noyer, Governatore della Banque de France, ha nominato Consigliere per un periodo di tre anni, dal 1° settembre 2007 al 31 agosto 2010, il suo Secondo Sostituto Jean-Pierre Landau.

Il 31 gennaio 2008 David Dodge ha lasciato la carica di Governatore della Bank of Canada, rendendo vacante il suo seggio nel Consiglio. Nella riunione del marzo 2008 il Consiglio ha chiamato a sostituirlo per la parte restante del mandato, ossia fino al 12 settembre 2009, il suo successore Mark Carney, nuovo Governatore della Bank of Canada.

Nella stessa riunione il Consiglio ha rinnovato per altri tre anni, fino al 31 marzo 2011, il mandato di Stefan Ingves, Governatore della Sveriges Riksbank.

Il 19 marzo 2008 Toshihiko Fukui ha lasciato la carica di Governatore della Bank of Japan e quella di Consigliere. Nella riunione del maggio 2008 il Consiglio ha eletto Masaaki Shirakawa, successore di Toshihiko Fukui alla guida della banca centrale giapponese, quale membro del Consiglio per la restante durata del mandato, ossia sino al 12 settembre 2009.

Con lettera datata 4 aprile 2008 Mervyn King, Governatore della Bank of England, ha riconfermato Lord George in qualità di membro del Consiglio per un ulteriore periodo di tre anni, che si concluderà il 6 maggio 2011.

In occasione della riunione del maggio 2007 il Consiglio ha esteso il mandato di Malcolm D. Knight quale Direttore generale e *chief executive officer* della Banca oltre il termine quinquennale originariamente previsto (31 marzo 2008). Di conseguenza, il suo mandato giungerà a conclusione il 30 giugno 2009.

Nella riunione del marzo 2008 il Consiglio di amministrazione ha nominato Stephen G. Cecchetti quale successore di William R. White alla carica di Consigliere economico e Capo del Dipartimento monetario ed economico della BRI per un periodo di cinque anni con decorrenza dal 1° luglio 2008.

Banche centrali membri della BRI⁸

Banque d'Algérie	Bank of Israel
Saudi Arabian Monetary Agency	Banca d'Italia
Banca centrale europea	Latvijas Banka
Banco Central de la República Argentina	Lietuvos Bankas
Reserve Bank of Australia	Narodna banka na Republika Makedonija
Oesterreichische Nationalbank	Bank Negara Malaysia
Banque nationale de Belgique/ Nationale Bank van België	Banco de México
Centralna Banka Bosne i Hercegovine	Norges Bank
Banco Central do Brasil	Reserve Bank of New Zealand
Bulgarian National Bank	De Nederlandsche Bank
Bank of Canada/Banque du Canada	Narodowy Bank Polski
Banco Central de Chile	Banco de Portugal
People's Bank of China	Bank of England
Bank of Korea	Ceská národní banka
Hrvatska narodna banka	Banca Natională a României
Danmarks Nationalbank	Central Bank of the Russian Federation
Eesti Pank	Monetary Authority of Singapore
Bangko Sentral ng Pilipinas	Národná Banka Slovenska
Suomen Pankki/Finlands Bank	Banka Slovenije
Banque de France	Banco de España
Deutsche Bundesbank	Board of Governors of the Federal Reserve System
Bank of Japan	South African Reserve Bank
Bank of Greece	Sveriges Riksbank
Hong Kong Monetary Authority	Banca nazionale svizzera
Reserve Bank of India	Bank of Thailand
Bank Sentral Republik Indonesia/ Bank Indonesia	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
Central Bank & Financial Services Authority of Ireland	Magyar Nemzeti Bank
Seðlabanki Islands	

⁸ Conformemente all'Articolo 15 dello Statuto, il capitale azionario della Banca è detenuto unicamente da banche centrali. Lo status giuridico dell'emissione iugoslava del capitale della BRI è stato sottoposto a esame dopo gli emendamenti costituzionali del febbraio 2003, che avevano trasformato la Repubblica federale di Jugoslavia nell'Unione degli Stati di Serbia e Montenegro con due distinte banche centrali, e la successiva dichiarazione di indipendenza dall'Unione degli Stati proclamata dal Montenegro nel maggio 2006.

Situazioni dei conti

al 31 marzo 2008

Le situazioni dei conti per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2008 riportate alle pagg. 210-267 sono state approvate il 5 maggio 2008 per la presentazione all'Assemblea generale ordinaria del 30 giugno 2008. I conti sono presentati nella forma approvata dal Consiglio di amministrazione conformemente all'Articolo 49 dello Statuto della Banca e sottoposti all'Assemblea generale ordinaria per l'approvazione degli azionisti.

Jean-Pierre Roth
Presidente
del Consiglio
di amministrazione

Malcolm D. Knight
Direttore generale

Situazione patrimoniale

Situazione al 31 marzo 2008

<i>In milioni di DSP</i>	Note	2008	2007 rettificato
Attività			
Cassa e conti a vista presso banche	4	36,8	92,4
Oro e depositi in oro	5	31 537,7	15 457,6
Buoni del Tesoro	6	50 736,9	43 159,3
Titoli acquistati pronti contro termine	6	91 884,6	61 189,8
Depositi vincolati e anticipazioni a banche	7	62 095,9	91 233,8
Titoli di Stato e altri titoli	6	61 918,5	52 244,0
Strumenti finanziari derivati	8	7 426,4	1 850,8
Partite in corso di ricezione	9	5 311,8	5 473,6
Terreni, immobili, arredi e attrezzature	10	190,4	188,0
Totale attivo		311 139,0	270 889,3
Passività			
Depositi in valuta	11	236 120,9	221 798,7
Depositi in oro	12	29 101,4	13 134,9
Titoli ceduti pronti contro termine	13	1 894,1	1 062,5
Strumenti finanziari derivati	8	6 227,7	2 843,0
Partite in corso di pagamento	14	24 365,4	19 584,1
Altre passività	15	326,5	373,8
Totale passivo		298 036,0	258 797,0
Capitale			
Azioni	16	683,9	683,9
Riserve statutarie	17	9 967,3	9 487,4
Conto economico		544,7	619,2
Meno: azioni proprie	18	(1,7)	(1,7)
Altri conti di capitale	19	1 908,8	1 303,5
Totale capitale		13 103,0	12 092,3
Totale passivo e capitale		311 139,0	270 889,3

Conto economico

per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2008

<i>In milioni di DSP</i>	Note	2008	2007 rettificato
Reddito da interessi	21	11 181,2	8 858,0
Oneri da interessi	22	(10 207,8)	(8 241,2)
Reddito netto da interessi		973,4	616,8
Variazione di valore netta non corretta per la valutazione ai prezzi denaro-lettera	23	(478,7)	63,3
Reddito netto da interessi e variazioni di valore		494,7	680,1
Reddito netto da commissioni e provvigioni	24	0,8	1,3
Plus/(minus)valenze valutarie nette	25	(9,5)	0,9
Totale ricavi operativi		486,0	682,3
Costi operativi	26	(154,5)	(149,8)
Utile operativo prima della modifica dei criteri contabili		331,5	532,5
Introduzione della valutazione ai prezzi denaro-lettera per gli strumenti finanziari	23	(75,0)	(20,2)
Utile operativo		256,5	512,3
Minusvalenze nette su cessioni di titoli disponibili per la vendita	27	(5,1)	(27,0)
Plusvalenze nette su cessioni di disponibilità in oro dei portafogli di investimento	28	293,3	133,9
Utile netto dell'esercizio finanziario		544,7	619,2
Utile base e utile diluito per azione (in DSP per azione)	29	997,4	1 133,8

Rendiconto finanziario

per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2008

<i>In milioni di DSP</i>	Note	2008	2007 rettificato
Flussi finanziari generati da/(utilizzati in) attività operative			
Interessi attivi e redditi equiparabili		11 665,4	8 260,0
Interessi passivi e oneri equiparabili		(10 118,3)	(7 824,7)
Reddito netto da commissioni e provvigioni		0,8	1,3
Reddito da operazioni valutarie		4,5	6,7
Esborsi per spese operative		(141,9)	(138,1)
Poste di altra natura incluse nell'utile operativo			
Rettifiche di valutazione su attività e passività operative		(553,7)	43,1
Perdite da conversioni valutarie		(14,0)	(5,8)
Variazione di ratei e ammortamenti		(573,7)	181,8
Variazione nelle attività e passività operative			
Depositi passivi in valuta al valore equo rilevato a conto economico		(1 445,5)	36 228,9
Attività in valuta del portafoglio bancario		(13 174,8)	(39 233,1)
Depositi passivi su conti a vista e con termine di preavviso		15 966,5	2 106,3
Depositi passivi in oro		15 842,8	3 899,3
Disponibilità in oro e depositi attivi bancari in oro		(15 961,7)	(4 063,0)
Partite in corso di ricezione		13,4	(15,8)
Altre passività/partite in corso di pagamento		(46,9)	205,6
Strumenti finanziari derivati netti		(2 190,9)	254,1
Flussi finanziari netti utilizzati in attività operative		(728,0)	(93,4)
Flussi finanziari generati da/(utilizzati in) attività di investimento			
Variazione netta delle attività in valuta del portafoglio di investimento disponibili per la vendita	6B	(1 479,4)	105,5
Variazione netta delle attività in valuta del portafoglio di investimento al valore equo rilevato a conto economico		(9,3)	(548,9)
Titoli ceduti pronti contro termine		831,6	(159,9)
Variazione netta nelle disponibilità in oro dei portafogli di investimento	5B	245,0	208,4
Acquisti netti di terreni, immobili, arredi e attrezzature	10	(15,0)	(11,6)
Flussi finanziari netti utilizzati in attività di investimento		(427,1)	(406,5)

<i>In milioni di DSP</i>	Note	2008	2007 rettificato
Flussi finanziari utilizzati in attività di finanziamento			
Dividendi versati		(139,3)	(132,4)
Azioni riacquistate nel 2001 – versamenti agli ex azionisti		(0,5)	(1,3)
Flussi finanziari netti utilizzati in attività di finanziamento		(139,8)	(133,7)
Totale flussi finanziari netti			
		(1 294,9)	(633,6)
Effetto netto delle oscillazioni di cambio su cassa ed equivalenti di cassa		101,0	(85,8)
Movimenti netti di cassa ed equivalenti di cassa		(1 395,9)	(547,8)
Diminuzione netta di cassa ed equivalenti di cassa		(1 294,9)	(633,6)
Cassa ed equivalenti di cassa, saldo a inizio esercizio	30	2 231,0	2 864,6
Cassa ed equivalenti di cassa, saldo a fine esercizio	30	936,1	2 231,0

Evoluzione del capitale della Banca

per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2008

<i>In milioni di DSP</i>	Note	Azioni	Riserve statutarie	Profitti e perdite	Azioni proprie	Altri conti di capitale	Totale capitale
Capitale al 31 marzo 2006 – in base ai criteri contabili precedenti		683,9	9 071,7	599,2	(1,7)	1 237,9	11 591,0
Introduzione della valutazione ai prezzi denaro-lettera per gli strumenti finanziari – trasferimenti proposti dai fondi di riserva	3	–	(51,1)	–	–	–	(51,1)
Capitale al 31 marzo 2006 – rettificato		683,9	9 020,6	599,2	(1,7)	1 237,9	11 539,9
Reddito							
Utile netto 2006/07		–	–	639,4	–	–	639,4
Modifica dei criteri contabili: introduzione della valutazione ai prezzi denaro-lettera per gli strumenti finanziari	3	–	–	(20,2)	–	–	(20,2)
Utile netto 2006/07 – rettificato		–	–	619,2	–	–	619,2
Rettifiche nette di valutazione su disponibilità in oro del portafoglio di investimento	19B	–	–	–	–	41,8	41,8
Rettifiche nette di valutazione su titoli disponibili per la vendita	19A	–	–	–	–	23,8	23,8
Totale reddito contabilizzato		–	–	619,2	–	65,6	684,8
Pagamento del dividendo 2005/06		–	–	(132,4)	–	–	(132,4)
Ripartizione dell'utile 2005/06		–	466,8	(466,8)	–	–	–
Capitale al 31 marzo 2007 – rettificato		683,9	9 487,4	619,2	(1,7)	1 303,5	12 092,3

<i>In milioni di DSP</i>	Note	Azioni	Riserve statutarie	Profitti e perdite	Azioni proprie	Altri conti di capitale	Totale capitale
Capitale al 31 marzo 2007 – rettificato		683,9	9 487,4	619,2	(1,7)	1 303,5	12 092,3
Reddito							
Utile netto 2007/08		–	–	544,7	–	–	544,7
Rettifiche nette di valutazione su disponibilità in oro del portafoglio di investimento	19B	–	–	–	–	252,8	252,8
Rettifiche nette di valutazione su titoli disponibili per la vendita	19A	–	–	–	–	352,5	352,5
Totale reddito contabilizzato		–	–	544,7	–	605,3	1 150,0
Pagamento del dividendo 2006/07		–	–	(139,3)	–	–	(139,3)
Ripartizione dell'utile 2006/07		–	500,1	(500,1)	–	–	–
Introduzione della valutazione ai prezzi denaro-lettera per gli strumenti finanziari – trasferimenti proposti dai fondi di riserva	3	–	(20,2)	20,2	–	–	–
Situazione come da bilancio al 31 marzo 2008 prima della ripartizione dell'utile proposta		683,9	9 967,3	544,7	(1,7)	1 908,8	13 103,0
Dividendo proposto		–	–	(144,7)	–	–	(144,7)
Trasferimenti proposti ai fondi di riserva		–	400,0	(400,0)	–	–	–
Situazione al 31 marzo 2008 dopo la ripartizione dell'utile proposta		683,9	10 367,3	–	(1,7)	1 908,8	12 958,3

Al 31 marzo 2008 le riserve statutarie comprendevano il sovrapprezzo emissione azioni per DSP 811,7 milioni (2007: DSP 811,7 milioni).

Ripartizione dell'utile

per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2008

<i>In milioni di DSP</i>	Note	2008
Utile netto dell'esercizio finanziario		544,7
Trasferimento al Fondo di riserva legale	17	–
Dividendo proposto		
DSP 265 per azione su 546 125 azioni		(144,7)
Trasferimenti proposti agli altri fondi di riserva		
Fondo di riserva generale	17	(40,0)
Fondo speciale di riserva per i dividendi	17	(6,0)
Fondo di riserva libero	17	(354,0)
Utile residuo dopo i trasferimenti ai fondi di riserva		–

La ripartizione dell'utile proposta è conforme all'Articolo 51 dello Statuto della Banca.

Evoluzione delle riserve statutarie della Banca

per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2008

<i>In milioni di DSP</i>	Note	Fondo di riserva legale	Fondo di riserva generale	Fondo speciale di riserva per i dividendi	Fondo di riserva libero	2008 Totale riserve statutarie
Situazione al 31 marzo 2007		68,3	2 959,8	142,0	6 368,4	9 538,5
Ripartizione dell'utile 2006/07	17	–	50,0	6,0	444,1	500,1
Modifica dei criteri contabili: impatto della valutazione ai prezzi denaro-lettera per gli strumenti finanziari – trasferimenti proposti dai fondi di riserva per gli esercizi:						
– precedenti il 2006/07	3	–	–	–	(51,1)	(51,1)
– 2006/07	3	–	–	–	(20,2)	(20,2)
Situazione come da bilancio al 31 marzo 2008 prima della ripartizione dell'utile proposta		68,3	3 009,8	148,0	6 741,2	9 967,3
Trasferimenti proposti ai fondi di riserva	17	–	40,0	6,0	354,0	400,0
Situazione al 31 marzo 2008 dopo la ripartizione dell'utile proposta		68,3	3 049,8	154,0	7 095,2	10 367,3

Criteria contabili

Salvo diversa indicazione, i criteri contabili di seguito esposti si applicano a entrambi gli esercizi finanziari considerati.

1. Ambito di rilevazione dei documenti contabili

Nelle presenti situazioni contabili sono riportate tutte le attività e le passività rientranti sotto il controllo della BRI, e i cui benefici economici, nonché i connessi diritti e obblighi, competono alla Banca.

Le attività e passività intestate alla BRI, ma che non rientrano sotto il suo controllo e i cui benefici economici, nonché i connessi diritti e obblighi, non competono alla Banca, non sono riportate nelle presenti situazioni contabili. Informazioni sulle attività e le passività fuori bilancio sono contenute alla nota 33.

2. Valuta funzionale e di presentazione

La Banca adotta come valuta funzionale e di presentazione il diritto speciale di prelievo (DSP), così come definito dal Fondo monetario internazionale (FMI).

Il DSP è calcolato sulla base di un paniere di importanti valute conformemente alla Regola O-1 adottata dal Comitato esecutivo dell'FMI il 30 dicembre 2005 con decorrenza dal 1° gennaio 2006. Secondo il calcolo attuale, un DSP equivale alla somma di USD 0,632, EUR 0,410, JPY 18,4 e GBP 0,0903. La composizione del paniere valutario è soggetta a revisione quinquennale da parte dell'FMI. La prossima revisione è prevista per il dicembre 2010.

Tutti gli importi delle presenti situazioni contabili sono espressi in milioni di DSP, se non altrimenti indicato.

3. Conversione valutaria

Le attività e passività monetarie vengono convertite in DSP ai tassi di cambio vigenti alla data di chiusura dei conti. Le altre attività e passività sono contabilizzate in DSP ai tassi di cambio vigenti alla data della transazione. I profitti e le perdite sono convertiti in DSP sulla base di un tasso medio. Le differenze di cambio derivanti dalla riconversione delle attività e delle passività monetarie e dal regolamento delle transazioni vengono contabilizzate nel Conto economico come plus/minusvalenze valutarie nette.

4. Classificazione degli strumenti finanziari

In sede di contabilizzazione iniziale, ciascuno strumento finanziario viene assegnato dalla Banca a una delle seguenti categorie:

- finanziamenti e crediti
- attività e passività finanziarie al valore equo (*fair value*) rilevato a conto economico
- attività finanziarie disponibili per la vendita
- passività finanziarie misurate al costo ammortizzato.

L'assegnazione si basa sulla natura dello strumento finanziario e sulla finalità per la quale è utilizzato, come descritto nella successiva sezione 5.

La classificazione che ne deriva determina la metodologia contabile da applicarsi, descritta più avanti. La Banca provvederà a non modificare la classificazione degli strumenti finanziari ricompresi tra le attività/passività finanziarie al valore equo rilevato a conto economico.

5. Struttura dell'attivo e del passivo

Attività e passività sono suddivise in due serie distinte di portafogli.

A. Portafogli bancari

Comprendono i depositi passivi in valuta e oro, nonché le attività bancarie e gli strumenti derivati a essi collegati.

La Banca effettua operazioni in valute e in oro per conto della sua clientela. Nel corso di questa attività la Banca assume limitati rischi in termini di tasso di interesse, prezzo dell'oro e tassi di cambio.

La Banca classifica tra gli strumenti finanziari al valore equo rilevato a conto economico tutti gli strumenti finanziari in valuta appartenenti ai portafogli bancari (eccetto cassa e conti a vista presso banche, i conti disponibili a richiesta e con termine di preavviso e i depositi passivi su conti a vista e con termine di preavviso). L'utilizzo del valore equo nei portafogli bancari in valuta è descritto di seguito nella sezione 9.

Tutte le attività e le passività finanziarie in oro all'interno di questi portafogli sono classificate rispettivamente come finanziamenti e crediti e come passività finanziarie misurate al costo ammortizzato.

B. Portafogli di investimento

Comprendono attività, passività e strumenti derivati connessi principalmente all'investimento del capitale della Banca.

La maggior parte del capitale della Banca è investita in strumenti finanziari denominati nelle valute componenti il DSP, gestiti facendo riferimento a un indice obbligazionario con obiettivo prefissato di durata media finanziaria.

Le attività in valuta che ne derivano (eccetto cassa e conti a vista presso banche, nonché i conti disponibili a richiesta e con termine di preavviso) sono classificate come disponibili per la vendita. I titoli collegati ceduti pronti contro termine sono classificati tra le passività finanziarie misurate al costo ammortizzato.

La Banca detiene inoltre parte del suo capitale all'interno di portafogli gestiti più attivamente. Le attività in valuta di questi portafogli sono attività di negoziazione e, in quanto tali, sono riportate al valore equo rilevato a conto economico.

La parte restante del capitale della Banca è detenuta in oro. Le disponibilità in oro di proprietà della Banca sono classificate come disponibili per la vendita.

6. Cassa e conti a vista presso banche

Questa posta è contabilizzata in bilancio al valore nominale, più gli eventuali interessi maturati.

7. Conti disponibili a richiesta e con termine di preavviso

I conti disponibili a richiesta e con termine di preavviso sono attività monetarie a breve termine. Prevedono di solito un termine di preavviso pari o inferiore a tre giorni e sono riportati in bilancio alla voce "Depositi vincolati e anticipazioni a banche".

In ragione della loro scadenza a breve termine, questi strumenti finanziari sono classificati fra i finanziamenti e crediti. Essi sono contabilizzati in bilancio al valore nominale, più interessi maturati. Questi ultimi vengono contabilizzati nel reddito da interessi su una base di competenza.

8. Depositi passivi su conti a vista e con termine di preavviso

I depositi su conti a vista e con termine di preavviso sono passività monetarie a breve termine. Prevedono di solito un termine di preavviso pari o inferiore a tre giorni e sono riportati in bilancio alla voce "Depositi in valuta".

In ragione della loro scadenza a breve termine, questi strumenti finanziari sono classificati come passività finanziarie al costo ammortizzato. Essi sono contabilizzati in bilancio al valore nominale, più interessi maturati. Questi ultimi vengono contabilizzati negli oneri da interessi su una base di competenza.

9. Uso del valore equo nei portafogli bancari in valuta

Nella sua operatività bancaria la Banca agisce come *market-maker* per taluni dei suoi depositi passivi in valuta. In conseguenza di tale attività essa può realizzare profitti o incorrere in perdite.

Conformemente alle politiche di gestione del rischio della Banca, il rischio di mercato attinente a tale attività è gestito in base al valore equo complessivo, accorpando tutte le relative poste in bilancio e fuori bilancio dei portafogli bancari in valuta della Banca. I profitti o le perdite realizzati e non realizzati sui depositi passivi in valuta vengono pertanto ampiamente compensati dalle perdite e dai profitti realizzati e non realizzati sulle relative attività in valuta e sugli strumenti derivati, o sugli altri depositi passivi in valuta.

Per limitare le incongruenze contabili che deriverebbero dalla contabilizzazione dei profitti e delle perdite realizzati e non realizzati sulla base di altri criteri, la Banca riporta le pertinenti attività, passività e strumenti derivati dei portafogli bancari in valuta al valore equo rilevato a conto economico.

10. Depositi passivi in valuta al valore equo rilevato a conto economico

Conformemente a quanto sopra descritto, tutti i depositi passivi in valuta, a eccezione dei conti a vista e con termine di preavviso, sono riportati al valore equo rilevato a conto economico.

Essi sono inizialmente iscritti in bilancio alla data contabile e al valore di costo. Gli interessi passivi successivamente maturati e l'ammortamento dei premi incassati e degli sconti sborsati sono iscritti alla voce "Oneri da interessi".

Dopo la data contabile i depositi passivi in valuta vengono rivalutati al valore equo, e tutte le rettifiche di valore realizzate e non realizzate imputate alla voce "Rettifiche nette di valutazione" del Conto economico.

11. Attività in valuta al valore equo rilevato a conto economico

Le attività in valuta includono buoni del Tesoro, titoli acquistati pronti contro termine, depositi vincolati e anticipazioni a banche, titoli di Stato e altri titoli.

Conformemente a quanto sopra descritto, la Banca riporta tutte le attività pertinenti dei portafogli bancari in valuta al valore equo rilevato a conto economico. La Banca gestisce inoltre attivamente alcuni portafogli di investimento. Le attività in valuta di questi portafogli sono attività di negoziazione e, in quanto tali, sono riportate al valore equo rilevato a conto economico.

Queste attività in valuta sono inizialmente iscritte in bilancio alla data contabile e al valore di costo. Gli interessi successivamente maturati e l'ammortamento dei premi corrisposti e degli sconti ricevuti sono iscritti alla voce "Reddito da interessi".

Dopo la data contabile le attività in valuta vengono rivalutate al valore equo, e tutte le rettifiche di valore realizzate e non realizzate imputate alla voce "Rettifiche nette di valutazione" del Conto economico.

12. Attività in valuta disponibili per la vendita

Le attività in valuta includono buoni del Tesoro, titoli acquistati pronti contro termine, depositi vincolati e anticipazioni a banche, titoli di Stato e altri titoli.

Conformemente a quanto sopra descritto, la Banca classifica come disponibili per la vendita tutte le attività pertinenti dei portafogli di investimento in valuta, eccetto quelle appartenenti ai portafogli gestiti più attivamente.

Queste attività in valuta sono inizialmente iscritte in bilancio alla data contabile e al valore di costo. Gli interessi successivamente maturati e l'ammortamento dei premi corrisposti e degli sconti ricevuti sono iscritti alla voce "Reddito da interessi".

Dopo la data contabile le attività in valuta sono rivalutate al valore equo e le relative plus/minusvalenze non realizzate imputate al conto rivalutazione titoli, iscritto in bilancio alla voce "Altri conti di capitale". I profitti realizzati sulle cessioni sono contabilizzati nel Conto economico, alla voce "Minusvalenze nette su cessioni di titoli disponibili per la vendita".

13. Posizioni corte in attività in valuta

Le posizioni corte in attività in valuta sono iscritte in bilancio alla voce "Altre passività" in base alla data contabile e al valore di mercato.

14. Oro

Confluisce in questa posta l'oro in barre detenuto in custodia o su conti a vista. La Banca considera l'oro alla stregua di uno strumento finanziario.

L'oro è iscritto in bilancio al suo peso di fino (convertito in DSP al prezzo di mercato del metallo e al tasso di cambio del dollaro USA). Gli acquisti e le vendite di oro sono contabilizzati in base alla data di regolamento. Gli acquisti e le vendite di oro a termine sono considerati alla stregua di strumenti derivati fino al giorno del regolamento.

Il trattamento delle plus/minusvalenze realizzate e non realizzate sull'oro è descritto di seguito alla sezione 17.

15. Depositi attivi in oro

I depositi attivi in oro includono i prestiti in oro a scadenza fissa concessi a banche commerciali. La Banca considera l'oro alla stregua di uno strumento finanziario.

I depositi attivi in oro sono iscritti in bilancio alla data contabile in base al peso di fino (convertito in DSP al prezzo di mercato del metallo e al tasso di cambio del dollaro USA), più gli interessi maturati.

Gli interessi sui depositi attivi in oro vengono contabilizzati nel reddito da interessi su una base di competenza. Il trattamento delle plus/minusvalenze realizzate e non realizzate sull'oro è descritto di seguito alla sezione 17.

16. Depositi passivi in oro

I depositi passivi in oro consistono in depositi di oro a vista e a scadenza fissa effettuati da banche centrali. La Banca considera l'oro alla stregua di uno strumento finanziario.

I depositi passivi in oro sono iscritti in bilancio alla data contabile in base al peso di fino (convertito in DSP al prezzo di mercato del metallo e al tasso di cambio del dollaro USA), più gli interessi maturati.

Gli interessi sui depositi passivi in oro vengono contabilizzati negli oneri da interessi su una base di competenza. Il trattamento delle plus/minusvalenze realizzate e non realizzate sull'oro è descritto di seguito alla sezione 17.

17. Plus/minusvalenze realizzate e non realizzate sull'oro

Il trattamento delle plus/minusvalenze realizzate e non realizzate sull'oro dipende dalla classificazione descritta di seguito.

A. Portafogli bancari, comprendenti depositi passivi in oro e attività bancarie in oro collegate

All'interno di questi portafogli, la Banca classifica i depositi attivi in oro dei suoi portafogli bancari fra i finanziamenti e crediti e quelli passivi in oro fra le passività finanziarie misurate al costo ammortizzato. I derivati sull'oro rientranti in questi portafogli sono riportati al valore equo rilevato a conto economico.

Le plus/minusvalenze derivanti da queste operazioni in oro vengono imputate al Conto economico, sotto la voce "Plus/(minus)valenze valutarie nette" alla stregua di rettifiche nette da transazioni.

Le plus/minusvalenze derivanti dalla riconversione della posizione netta in oro dei portafogli bancari vengono parimenti imputate al Conto economico, sotto la voce "Plus/(minus)valenze valutarie nette", alla stregua di rettifiche nette da conversioni.

B. Portafogli di investimento, comprendenti attività di investimento in oro

Le disponibilità in oro di proprietà della Banca sono classificate e trattate alla stregua di attività finanziarie disponibili per la vendita.

Le plus/minusvalenze non realizzate sulle attività in oro dei portafogli di investimento della Banca rispetto al loro costo stimato vengono imputate al conto rivalutazione oro, iscritto in bilancio alla voce "Altri conti di capitale".

Per le attività in oro dei portafogli di investimento detenute al 31 marzo 2003 (data in cui la BRI ha modificato la valuta funzionale e di presentazione dal franco oro al DSP) il costo stimato si aggira intorno ai DSP 151 per oncia di fino; tale ammontare deriva dalla conversione di USD 208 – valore che era stato applicato tra il 1979 e il 2003 in osservanza di quanto stabilito dal Consiglio di amministrazione della Banca – al tasso di cambio vigente al 31 marzo 2003.

Le plus/minusvalenze realizzate su cessioni di attività in oro nei portafogli di investimento sono imputate al Conto economico, alla voce "Plus/minusvalenze nette su cessioni di disponibilità in oro dei portafogli di investimento".

18. Titoli ceduti pronti contro termine

Se queste poste passive sono collegate alla gestione di attività in valuta al valore equo rilevato a conto economico, anch'esse vengono classificate come strumenti finanziari al valore equo rilevato a conto economico. Qualora siano invece collegate alla gestione delle attività in valuta disponibili per la vendita, sono classificate tra le passività finanziarie misurate al costo ammortizzato.

Gli strumenti derivati sono inizialmente iscritti in bilancio alla data contabile e al valore di costo. Gli interessi successivamente maturati sono addebitati al conto "Oneri da interessi".

Dopo la data contabile le passività riportate al valore equo rilevato a conto economico vengono rivalutate al valore equo e le relative plus/minusvalenze non realizzate imputate alla voce "Rettifiche nette di valutazione" del Conto economico.

19. Strumenti derivati

Gli strumenti derivati sono impiegati per la gestione del rischio di mercato della Banca oppure a fini di negoziazione. Essi sono classificati fra gli strumenti finanziari riportati al valore equo rilevato a conto economico.

Gli strumenti derivati sono inizialmente iscritti in bilancio alla data contabile e al valore di costo. Gli interessi successivamente maturati e l'ammortamento dei premi corrisposti e degli sconti ricevuti sono iscritti alla voce "Reddito da interessi".

Dopo la data contabile gli strumenti derivati vengono rivalutati al valore equo e tutte le rettifiche di valore realizzate e non realizzate imputate alla voce "Rettifiche nette di valutazione" del Conto economico.

I derivati sono contabilizzati fra le attività o le passività a seconda che il contratto abbia un valore equo positivo o negativo per la Banca.

Laddove il contratto derivato è incorporato in un contratto "ospite" non valutato al valore equo rilevato a conto economico, ai fini contabili il primo è separato dal secondo e trattato quale strumento derivato a sé stante, secondo quanto descritto in precedenza.

20. Criteri di valutazione

I criteri di valutazione della Banca sono stati approvati dal Consiglio di amministrazione. Essi definiscono il modo in cui è operata la classificazione degli strumenti finanziari, da cui dipendono la base di valutazione e il trattamento contabile applicati ai medesimi. Tali criteri sono integrati da procedure dettagliate di valutazione.

La maggior parte degli strumenti finanziari in bilancio è contabilizzata al valore equo (*fair value*). La Banca definisce il valore equo di uno strumento finanziario il corrispettivo al quale lo strumento potrebbe essere scambiato in una libera transazione fra controparti consenzienti e informate.

L'uso del valore equo assicura che le segnalazioni finanziarie al Consiglio di amministrazione e agli azionisti rispecchino il modo in cui è gestita l'attività bancaria e siano coerenti con i risultati economici della gestione rischi comunicate alla Direzione.

La Banca ritiene che la migliore rappresentazione del valore equo sia data dalle quotazioni pubbliche dei prezzi in mercati attivi. Qualora non esistano quotazioni di questo tipo, la Banca determina il valore equo dei singoli strumenti finanziari in base a opportune tecniche di valutazione che possono comportare l'impiego di prezzi di mercato ricavati da libere transazioni avvenute di recente su strumenti analoghi, ovvero il ricorso a modelli finanziari. In quest'ultimo caso, la Banca cerca di utilizzare quanto più possibile input di mercato osservabili (quali tassi di interesse e volatilità), minimizzando l'impiego di stime proprie. Fra le tecniche di valutazione utilizzate figurano il metodo dell'attualizzazione dei flussi di cassa (*discounted cash flow*) e i modelli di determinazione del prezzo delle opzioni (*option pricing*).

Laddove la determinazione del valore equo preveda l'impiego di tecniche di valutazione, i relativi modelli e i principali input sono rivisti periodicamente da personale qualificato indipendente dal Dipartimento bancario.

La Banca dispone di un'unità indipendente di verifica dei prezzi, la quale rivede regolarmente la valutazione dei vari strumenti. Fra i controlli supplementari figurano inoltre il monitoraggio e l'analisi dei profitti e delle perdite giornalieri.

La Banca valuta le attività al prezzo denaro (*bid price*) e le passività al prezzo lettera (*offer price*). Le attività e passività finanziarie non contabilizzate al valore equo sono iscritte a bilancio al costo ammortizzato.

21. Partite in corso di ricezione e di pagamento

Le partite in corso di ricezione e di pagamento consistono principalmente di poste a brevissimo termine collegate al regolamento di transazioni finanziarie. Esse sono inizialmente contabilizzate al valore equo e successivamente iscritte in bilancio al costo ammortizzato.

22. Terreni, immobili, arredi e attrezzature

Il costo relativo a immobili, arredi e attrezzature della Banca viene capitalizzato e ammortizzato a quote costanti sulla vita utile stimata delle relative immobilizzazioni, nel modo seguente:

immobili – 50 anni

impianti e macchinari – 15 anni

attrezzature informatiche – fino a 4 anni

arredi e altre attrezzature – da 4 a 10 anni

Il costo del terreno non viene ammortizzato. La Banca verifica con cadenza annuale lo stato di deterioramento di terreni, immobili, arredi e attrezzature. Nel caso in cui il valore contabile di un'immobilizzazione ecceda il presumibile valore di realizzo, la differenza viene portata in detrazione della corrispondente voce della Situazione patrimoniale.

23. Accantonamenti

La Banca effettua accantonamenti in vista di eventuali spese connesse con obblighi di legge risultanti da eventi verificatisi prima della data di chiusura dei conti e per il cui regolamento si rendano verosimilmente necessarie risorse finanziarie, purché sia possibile ottenere una stima affidabile del loro ammontare. Ai fini della determinazione dell'importo da accantonare vengono utilizzate stime e ipotesi ottimali.

24. Obbligazioni per prestazioni successive al rapporto di impiego

La BRI gestisce tre sistemi di erogazioni successive al rapporto di lavoro, a titolo di pensioni dei dipendenti, di pensioni dei Consiglieri e di assicurazione malattia e infortunio per il personale in servizio e per gli ex dipendenti. Una valutazione attuariale indipendente viene effettuata annualmente per ciascuno dei tre sistemi.

A. Pensioni dei dipendenti

La Banca offre al suo personale un sistema pensionistico a prestazione definita basato sull'ultimo stipendio, che si avvale di un fondo privo di personalità giuridica propria a valere sul quale vengono corrisposte le prestazioni. Le attività del fondo sono amministrate dalla Banca nel solo interesse dei beneficiari presenti e futuri del sistema. La Banca è responsabile ultima di tutte le prestazioni dovute nel quadro del sistema pensionistico.

Le passività a fronte del fondo pensione del personale sono stimate sulla base del valore attuale dell'obbligazione a prestazione definita alla data di chiusura dei conti, dedotto

il valore equo delle attività del fondo alla stessa data, tenuto conto delle rettifiche per utili e perdite attuariali non riconosciuti e dei passati costi di servizio. Il valore dell'obbligazione a prestazione definita è calcolato secondo il metodo *projected unit credit* (spettanza maturata nell'esercizio). Il suo valore attuale viene determinato dalle stime dei flussi in uscita futuri, mentre il tasso utilizzato a tal fine viene determinato dalla Banca in base al rendimento di mercato di titoli di debito societari ad alto rating denominati in franchi svizzeri e aventi una durata residua prossima a quella della corrispondente passività.

L'ammontare imputato al Conto economico rappresenta la somma dei costi per il servizio corrente a fronte delle prestazioni maturate per l'anno in base al sistema, più gli interessi al tasso di sconto sull'obbligazione a prestazione definita. In aggiunta, utili e perdite attuariali derivanti da rettifiche basate sull'esperienza (laddove il risultato effettivo sia diverso dalle ipotesi attuariali formulate in precedenza), variazioni nelle ipotesi attuariali e modifiche al regolamento del fondo pensione vengono imputati al Conto economico lungo l'intero periodo di servizio dei dipendenti interessati conformemente al principio del "corridoio" (si veda oltre). Le risultanti passività sono incluse in bilancio alla voce "Altre passività".

B. Pensioni dei Consiglieri

La Banca gestisce per i membri del Consiglio di amministrazione un fondo pensionistico a ripartizione e a prestazione definita. La passività, l'obbligazione a prestazione definita e l'importo imputato a tale titolo al Conto economico vengono calcolati con un metodo analogo a quello utilizzato per il fondo pensione dei dipendenti.

C. Erogazioni a titolo di malattia e infortunio

La Banca gestisce per il suo personale un fondo a ripartizione per le erogazioni successive al rapporto di lavoro a titolo di malattia e infortunio. La passività, l'obbligazione a fronte delle prestazioni e l'importo imputato a tale titolo nel Conto economico sono calcolati con un metodo analogo a quello utilizzato per il fondo pensione dei dipendenti.

D. Principio del "corridoio"

I guadagni e le perdite attuariali originano da correzioni apportate alla luce dell'esperienza diretta (allorché i risultati effettivi si discostano dalle ipotesi attuariali formulate in precedenza), da variazioni delle ipotesi attuariali e da modifiche al regolamento del fondo pensione. Nel caso in cui i guadagni o le perdite attuariali cumulativi non riconosciuti eccedano l'obbligazione a fronte delle prestazioni o, se di importo più elevato, le eventuali attività impiegate per finanziare l'obbligazione stessa per un ammontare maggiore a un "corridoio" del 10%, l'eccedenza che ne risulta viene ammortizzata nell'arco del periodo di servizio residuo atteso dei dipendenti interessati.

25. Rendiconto finanziario

Il Rendiconto finanziario della Banca è redatto utilizzando un metodo indiretto. Esso si basa sui movimenti intervenuti nel bilancio della Banca, corretti per le variazioni delle transazioni finanziarie in attesa di regolamento.

La cassa e gli equivalenti di cassa corrispondono alla posta "Cassa e conti a vista presso banche", nonché a conti disponibili a richiesta e con termine di preavviso, che rappresentano attività finanziarie a brevissimo termine e sono mobilizzabili con un preavviso di norma pari o inferiore a tre giorni.

Note integrative

1. Introduzione

La Banca dei Regolamenti Internazionali (BRI, "la Banca") è un'istituzione finanziaria internazionale costituita in applicazione dell'Accordo dell'Aja del 20 gennaio 1930, della Carta costitutiva della Banca e del suo Statuto. La Banca ha sede in Centralbahnplatz 2, 4002 Basilea, Svizzera. Essa dispone di un Ufficio di rappresentanza per l'Asia e il Pacifico a Hong Kong, Regione amministrativa a statuto speciale della Repubblica popolare cinese, e uno per le Americhe a Città del Messico, Messico.

Le finalità della BRI, secondo quanto disposto dall'Articolo 3 del suo Statuto, consistono nel promuovere la cooperazione tra le banche centrali, nel fornire facilitazioni aggiuntive per le operazioni finanziarie internazionali e nell'operare come fiduciario (*trustee*) o come agente in regolamenti finanziari internazionali. Attualmente 55 banche centrali sono membri della Banca. I diritti di rappresentanza e di voto alle Assemblee generali vengono esercitati in proporzione al numero di azioni della BRI emesse nei rispettivi paesi. Il Consiglio di amministrazione della Banca è costituito dai Governatori e dai Consiglieri nominati dalle banche centrali fondatrici, ossia quelle di Belgio, Francia, Germania, Italia, Regno Unito e Stati Uniti d'America, nonché dai Governatori delle banche centrali di Canada, Cina, Giappone, Messico, Paesi Bassi, Svezia e Svizzera, e dal Presidente della Banca centrale europea.

2. Utilizzo delle stime

La preparazione dei rendiconti finanziari postula l'elaborazione da parte della Direzione della Banca di alcune stime per ottenere gli importi delle poste attive e passive di bilancio, l'informativa sulle attività e passività eventuali alla data di chiusura dei conti, nonché l'ammontare dei ricavi e delle spese contabilizzati per l'anno finanziario. Per elaborare queste stime la Direzione ricorre alle informazioni disponibili, esercita le sue capacità di giudizio e formula ipotesi.

Le ipotesi formulate comprendono stime prospettiche finalizzate, ad esempio, alla valutazione di attività e passività, obbligazioni rivenienti dai sistemi previdenziali e assistenziali, accantonamenti e passività eventuali.

La capacità di giudizio è esercitata in fase di selezione e applicazione dei criteri contabili della Banca. Le decisioni assunte in merito alla classificazione e alla valutazione degli strumenti finanziari costituiscono un altro elemento fondamentale della preparazione delle situazioni contabili.

I risultati effettivi possono discostarsi in misura sensibile da tali stime.

Decisioni significative riguardanti la valutazione delle attività e passività finanziarie

Per determinate attività e passività finanziarie della Banca non esistono mercati secondari attivi. La loro valutazione è pertanto effettuata ricorrendo a tecniche che implicano discrezionalità di giudizio nel determinare i parametri di riferimento appropriati. Eventuali modifiche delle ipotesi alla base di tali parametri potrebbero influire considerevolmente sul valore equo segnalato. La tabella seguente riporta ad esempio l'impatto che produrrebbe una variazione di un punto base dei differenziali di rendimento ipotizzati.

Per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2008	2007
Titoli acquistati pronti contro termine	0,5	0,4
Depositi vincolati e anticipazioni a banche	6,2	4,8
Titoli di Stato e altri titoli	9,9	9,3
Depositi in valuta	30,0	23,3
Strumenti finanziari derivati	16,2	11,1

3. Impatto della modifica dei criteri contabili

Nel corso dell'esercizio finanziario 2007/08 la Banca ha modificato i criteri di valutazione applicati agli strumenti finanziari. Tutti gli strumenti finanziari sono ora valutati utilizzando il prezzo "denaro" (*bid price*) nel caso delle attività e il prezzo "lettera" (*offer price*) per le passività. La Banca ritiene che questa modifica fornisca una migliore rappresentazione del valore equo degli strumenti finanziari in bilancio e allinei i criteri di valutazione utilizzati con l'evoluzione recente degli schemi contabili a livello internazionale. La tabella seguente pone a confronto le nuove convenzioni adottate con quelle precedenti.

	Metodo di valutazione precedente	Metodo di valutazione attuale
Titoli acquistati pronti contro termine	Costo di sostituzione corrente (denaro)	Prezzo lettera
Depositi vincolati e anticipazioni a banche	Costo di sostituzione corrente (denaro)	Prezzo lettera
Depositi in valuta	Prezzo mediano (<i>mid price</i>)	Prezzo denaro
Strumenti finanziari derivati	Prezzo mediano (<i>mid price</i>)	Base denaro/lettera

La modifica dei criteri di valutazione utilizzati ha prodotto i seguenti effetti sulla situazione patrimoniale, il conto economico, il capitale e il rendiconto finanziario della Banca:

Per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2008

<i>In milioni di DSP</i>	Prima della modifica contabile	Effetto della modifica contabile	Come riportato nei conti
Situazione patrimoniale			
Attività			
Titoli acquistati pronti contro termine	91 889,4	(4,8)	91 884,6
Depositi vincolati e anticipazioni a banche	62 137,8	(41,9)	62 095,9
Effetto complessivo sull'attivo		(46,7)	
Passività			
Depositi in valuta	236 054,2	66,7	236 120,9
Strumenti finanziari derivati	6 194,6	32,9	6 227,7
Effetto complessivo sul passivo		99,6	
Capitale			
Utile operativo 2007/08	331,5	(75,0)	256,5
Riserve statutarie (prima della ripartizione dell'utile)	10 038,6	(71,3)	9 967,3
Effetto complessivo sul capitale		(146,3)	
Rendiconto finanziario			
Variazioni di valutazione su attività e passività operative	(478,7)	(75,0)	(553,7)
Variazione netta dei depositi passivi in valuta	(1 503,5)	58,0	(1 445,5)
Variazione netta delle attività in valuta dei portafogli bancari	(13 185,6)	10,8	(13 174,8)
Variazione netta degli strumenti finanziari derivati	(2 197,1)	6,2	(2 190,9)
Effetto complessivo sui flussi finanziari generati/(assorbiti) dalle attività operative		-	

Per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2007

<i>In milioni di DSP</i>	Prima della modifica contabile	Effetto della modifica contabile	Come riportato nei conti
Situazione patrimoniale			
Attività			
Titoli acquistati pronti contro termine	61 193,5	(3,7)	61 189,8
Depositi vincolati e anticipazioni a banche	91 266,0	(32,2)	91 233,8
Effetto complessivo sull'attivo		(35,9)	
Passività			
Depositi in valuta	221 790,1	8,6	221 798,7
Strumenti finanziari derivati	2 816,2	26,8	2 843,0
Effetto complessivo sul passivo		35,4	
Capitale			
Utile operativo 2006/07	532,5	(20,2)	512,3
Riserve statutarie (prima della ripartizione dell'utile)	9 538,5	(51,1)	9 487,4
Effetto complessivo sul capitale		(71,3)	
Rendiconto finanziario			
Variazioni di valutazione su attività e passività operative	63,3	(20,2)	43,1
Variazione netta dei depositi passivi in valuta	36 225,5	3,4	36 228,9
Variazione netta delle attività in valuta dei portafogli bancari	(39 242,4)	9,3	(39 233,1)
Variazione netta degli strumenti finanziari derivati	246,6	7,5	254,1
Effetto complessivo sui flussi finanziari generati/(assorbiti) dalle attività operative		-	

4. Cassa e conti a vista presso banche

La voce "Cassa e conti a vista presso banche" comprende i saldi liquidi presso banche centrali e commerciali di cui la Banca può disporre senza preavviso.

5. Oro e depositi in oro

A. Disponibilità complessive in oro

La tabella seguente mostra la composizione delle disponibilità complessive in oro della Banca.

Situazione al 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2008	2007
Oro in barre presso banche centrali	27 530,9	11 865,8
Totale depositi vincolati in oro	4 006,8	3 591,8
Totale oro e depositi attivi in oro	31 537,7	15 457,6
Di cui:		
attività in oro dei portafogli di investimento	2 424,4	2 306,0
disponibilità in oro e depositi attivi bancari in oro	29 113,3	13 151,6

B. Disponibilità in oro dei portafogli di investimento

Le disponibilità in oro dei portafogli di investimento della Banca sono iscritte in bilancio al loro peso di fino (convertito in DSP al prezzo di mercato del metallo e al tasso di cambio del dollaro USA), più il rateo interessi maturato. La differenza positiva fra questo valore e il valore di costo stimato è contabilizzata al conto rivalutazione oro (iscritto in bilancio alla voce "Altri conti di capitale"), mentre gli utili o le perdite realizzati sulle cessioni di oro sono imputati al Conto economico.

Nelle note 19 e 28 vengono rispettivamente analizzati, con maggior grado di dettaglio, il conto rivalutazione oro e le plusvalenze nette su vendite di disponibilità in oro dei portafogli di investimento.

La tabella seguente illustra i movimenti delle disponibilità in oro dei portafogli di investimento della Banca.

Per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2008	2007
Saldo a inizio esercizio	2 306,0	2 259,5
Variazione netta nelle disponibilità in oro dei portafogli di investimento		
Depositi attivi	–	338,7
Cessioni di oro	(414,3)	(206,7)
Partite in scadenza e altri movimenti netti	169,3	(340,4)
	(245,0)	(208,4)
Variazione netta nelle transazioni in attesa di regolamento	(182,7)	79,2
Variazione nel prezzo dell'oro	546,1	175,7
Saldo a fine esercizio	2 424,4	2 306,0

Al 1° aprile 2007 le disponibilità in oro dei portafogli di investimento della Banca ammontavano a 150 tonnellate di fino. Nel corso dell'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2008 è stata disposta la cessione di 25 tonnellate di metallo (31 marzo 2007: 15 tonnellate; nota 28). Al 31 marzo 2008 il saldo risultava pari a 125 tonnellate di oro fino.

6. Attività in valuta

A. Disponibilità complessive

Le attività in valuta includono buoni del Tesoro, titoli acquistati pronti contro termine, prestiti a scadenza fissa, titoli di Stato e altri titoli.

Le attività in valuta riportate al valore equo rilevato a conto economico includono le attività bancarie in valuta corrispondenti al reimpiego di depositi della clientela, nonché le attività in valuta dei portafogli di investimento gestiti più attivamente. Le attività in valuta disponibili per la vendita consistono nella parte restante delle attività in valuta dei portafogli di investimento della Banca e corrispondono, per la maggior parte, all'investimento del capitale della Banca.

I *titoli acquistati pronti contro termine* ("PcT attivi") rappresentano transazioni per mezzo delle quali la Banca eroga a favore di una controparte un prestito a scadenza fissa contro una garanzia in titoli. Il tasso sul prestito viene determinato all'inizio della transazione, che prevede un impegno irrevocabile a restituire i titoli equivalenti subordinatamente al rimborso del prestito. Per tutta la durata dell'operazione il valore equo dei titoli in garanzia viene monitorato richiedendo, se necessario, la consegna di garanzie aggiuntive per coprire l'esposizione creditoria.

I *prestiti a scadenza fissa* sono investimenti effettuati principalmente presso banche commerciali, ma anche presso banche centrali e istituzioni internazionali, e comprendono le anticipazioni concesse nel quadro di linee *standby* revocabili e non revocabili. La voce "Depositi vincolati e anticipazioni a banche" include inoltre i conti disponibili a richiesta e con termine di preavviso (nota 7).

I *titoli di Stato e altri titoli* sono titoli di debito emessi da amministrazioni pubbliche, organizzazioni internazionali e altre istituzioni del settore pubblico, nonché da banche commerciali e imprese. Essi comprendono obbligazioni a tasso fisso e a tasso variabile, così come titoli garantiti da attività.

Le tabelle seguenti contengono i dettagli delle attività in valuta della Banca.

Situazione al 31 marzo 2008	Attività portafogli bancari	Attività portafogli di investimento			Totale attività in valuta
	Al valore equo rilevato a conto economico	Disponibili per la vendita	Al valore equo rilevato a conto economico	Totale	
<i>In milioni di DSP</i>					
Buoni del Tesoro	50 708,8	–	28,1	28,1	50 736,9
Titoli acquistati pronti contro termine	89 991,1	1 893,5	–	1 893,5	91 884,6
Prestiti a scadenza fissa e anticipazioni a banche	61 196,6	–	–	–	61 196,6
Titoli di Stato e altri titoli					
Titoli di Stato	4 532,4	7 642,7	–	7 642,7	12 175,1
Titoli di istituzioni finanziarie	30 814,0	1 012,5	603,8	1 616,3	32 430,4
Altri (fra cui titoli del settore pubblico)	16 154,4	1 158,7	–	1 158,7	17 313,1
	51 500,8	9 813,9	603,8	10 417,7	61 918,5
Totale attività in valuta	253 397,3	11 707,4	631,9	12 339,3	265 736,6

Situazione al 31 marzo 2007 – rettificato	Attività portafogli bancari	Attività portafogli di investimento			Totale attività in valuta
	Al valore equo rilevato a conto economico	Disponibili per la vendita	Al valore equo rilevato a conto economico	Totale	
<i>In milioni di DSP</i>					
Buoni del Tesoro	43 135,1	–	24,2	24,2	43 159,3
Titoli acquistati pronti contro termine	60 127,3	1 062,5	–	1 062,5	61 189,8
Prestiti a scadenza fissa e anticipazioni a banche	89 095,2	–	–	–	89 095,2
Titoli di Stato e altri titoli					
Titoli di Stato	3 397,3	6 717,6	–	6 717,6	10 114,9
Titoli di istituzioni finanziarie	27 866,0	953,6	598,4	1 552,0	29 418,0
Altri (fra cui titoli del settore pubblico)	11 601,0	1 110,1	–	1 110,1	12 711,1
	42 864,3	8 781,3	598,4	9 379,7	52 244,0
Totale attività in valuta	235 221,9	9 843,8	622,6	10 466,4	245 688,3

Per i titoli acquistati pronti contro termine, i prestiti a scadenza fissa e alcuni titoli pubblici e di altro tipo detenuti dalla Banca non esiste un mercato secondario attivo. La loro valutazione è pertanto effettuata ricorrendo a tecniche che implicano discrezionalità di giudizio nel determinare i parametri di riferimento appropriati. Una variazione di un punto base dei differenziali di rendimento ipotizzati per queste tre categorie di strumenti finanziari produrrebbe un impatto di DSP 16,6 milioni (2007: DSP 14,5 milioni) sulle relative valutazioni.

B. Attività in valuta disponibili per la vendita

Le attività in valuta dei portafogli di investimento sono collegate principalmente all'investimento del capitale della Banca. Esse sono classificate come disponibili per la vendita, salvo se appartenenti a un portafoglio negoziato attivamente.

La tabella seguente analizza i movimenti delle attività in valuta della Banca disponibili per la vendita.

Per l'esercizio finanziario chiuso
il 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2008	2007
Saldo a inizio esercizio	9 843,8	9 994,0
Variazione netta delle attività in valuta disponibili per la vendita		
Acquisizioni	20 990,3	16 800,7
Cessioni	(2 195,9)	(2 265,5)
Partite in scadenza e altri movimenti netti	(17 315,0)	(14 640,7)
	1 479,4	(105,5)
Variazione netta nelle transazioni in attesa di regolamento	36,8	(41,5)
Valore equo e altri movimenti	347,4	(3,2)
Saldo a fine esercizio	11 707,4	9 843,8

Ulteriori dettagli sul conto rivalutazione titoli e sulle plusvalenze nette da cessioni di titoli classificati come disponibili per la vendita sono contenuti rispettivamente alle note 19 e 27.

7. Depositi vincolati e anticipazioni a banche

I depositi vincolati e le anticipazioni a banche comprendono i prestiti a scadenza fissa e i conti disponibili a richiesta e con termine di preavviso.

I prestiti a scadenza fissa sono classificati tra le attività finanziarie al valore equo rilevato a conto economico. I conti disponibili a richiesta e con termine di preavviso sono classificati come finanziamenti e crediti e compresi nella posta "Cassa ed equivalenti di cassa". Si tratta di attività finanziarie a brevissimo termine, con un preavviso di norma pari o inferiore a tre giorni. Essi sono iscritti in bilancio al costo ammortizzato.

Situazione al 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2008	2007 rettificato
Prestiti a scadenza fissa e anticipazioni a banche	61 196,6	89 095,2
Conti disponibili a richiesta e con termine di preavviso	899,3	2 138,6
Totale depositi vincolati e anticipazioni a banche	62 095,9	91 233,8

L'importo della variazione del valore equo rilevato a conto economico per i depositi vincolati e le anticipazioni è pari a DSP 88,8 milioni (2007: DSP 58,8 milioni).

8. Strumenti finanziari derivati

La Banca impiega i seguenti tipi di strumenti derivati a fini di copertura e di negoziazione.

Futures su tassi di interesse e titoli obbligazionari: obbligazioni contrattuali a ricevere o corrispondere a una data futura e a un prezzo prestabilito un importo netto determinato in base alle fluttuazioni di tassi di interesse o quotazioni obbligazionarie su un mercato organizzato. I contratti futures sono regolati giornalmente in borsa; il versamento dei margini corrispondenti si effettua in contante o mediante titoli negoziabili.

Opzioni su valute e oro: accordi contrattuali con cui il venditore conferisce all'acquirente – dietro pagamento di un premio – il diritto, ma non l'obbligo, di ritirare (opzione *call*) o di consegnare (opzione *put*) a un prezzo prestabilito una determinata quantità di valuta o di oro a, ovvero entro, una certa data.

Opzioni su futures: accordi contrattuali che conferiscono all'acquirente – dietro pagamento di un premio – il diritto, ma non l'obbligo, di ritirare o consegnare a un prezzo prestabilito un contratto futures durante un certo periodo di tempo.

Swap su valute, oro, tassi di interesse a valute incrociate e tassi di interesse: impegni a scambiarsi flussi di pagamento diversi. Possono riguardare valute, oro o tassi di interesse (ad esempio, tasso fisso contro variabile), ovvero una

combinazione di tassi di interesse e valute (swap su tassi di interesse a valute incrociate). Fatta eccezione per taluni contratti su valute, oro o tassi di interesse a valute incrociate, gli swap non originano scambi in linea capitale.

Contratti a termine su valute e su oro: impegni ad acquistare una determinata quantità di valuta estera o di oro a una data futura. Comprendono le transazioni a pronti senza obbligo di consegna.

Forward rate agreement: contratti a termine su tassi di interesse, negoziati su base singola, che comportano l'impegno a liquidare per contanti a una data futura la differenza fra il tasso concordato e quello corrente di mercato.

Swaption: opzioni in cui il venditore – in cambio del versamento di un premio – conferisce all'acquirente il diritto, ma non l'obbligo, di attivare uno swap su valute o su tassi di interesse a, ovvero entro, una certa data e a un prezzo prestabilito.

La Banca offre inoltre alla clientela prodotti che incorporano strumenti derivati (note 11 e 12). A fini contabili, i derivati incorporati sono separati dal contratto "ospite" e trattati alla stregua di strumenti derivati ordinari qualora il contratto "ospite" non sia valutato al valore equo rilevato a conto economico. Pertanto, le opzioni su valute e su oro incorporate nei *dual currency deposit* in oro sono contabilizzate fra i derivati alla voce "Opzioni su valute e su oro".

La tabella seguente riporta il valore equo degli strumenti finanziari derivati.

Situazione al 31 marzo	2008			2007 rettificato		
	Valore nozionale	Valore equo		Valore nozionale	Valore equo	
		Attività	Passività		Attività	Passività
<i>In milioni di DSP</i>						
Futures su titoli obbligazionari	1 367,8	1,4	(1,4)	809,5	0,6	(0,4)
Swap su tassi di interesse a valute incrociate	3 836,0	117,6	(750,7)	5 262,3	99,4	(658,7)
Contratti a termine su valute e su oro	1 095,0	21,0	(13,4)	1 830,7	9,9	(13,9)
Opzioni su valute e su oro	4 669,0	64,0	(64,9)	9 180,9	42,4	(62,3)
Swap su valute e su oro	127 026,0	1 372,2	(3 119,1)	62 829,9	210,7	(497,5)
<i>Forward rate agreement</i>	26 377,0	22,2	(27,3)	48 018,6	6,2	(6,7)
Futures su tassi di interesse	10 114,0	0,9	(0,2)	43 239,3	-	(1,3)
Swap su tassi di interesse	360 306,4	5 824,7	(2 194,0)	406 871,3	1 480,7	(1 593,5)
Opzioni su futures	-	-	-	396,0	0,5	-
<i>Swaption</i>	6 162,7	2,4	(56,7)	4 159,1	0,4	(8,7)
Totale degli strumenti finanziari derivati a fine esercizio	540 953,9	7 426,4	(6 227,7)	582 597,6	1 850,8	(2 843,0)
Saldo degli strumenti finanziari derivati a fine esercizio			1 198,7			(992,2)

Per alcuni strumenti derivati della Banca non esistono mercati secondari attivi. La loro valutazione è pertanto effettuata ricorrendo a tecniche che implicano discrezionalità di giudizio nel determinare i parametri di riferimento appropriati. Una variazione di un punto base dei differenziali di rendimento ipotizzati produrrebbe un impatto di DSP 16,2 milioni (2007: DSP 11,1 milioni) sulle relative valutazioni.

9. Partite in corso di ricezione

Situazione al 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2008	2007
Transazioni finanziarie in attesa di regolamento	5 301,1	5 449,5
Altre attività	10,7	24,1
Totale partite in corso di ricezione	5 311,8	5 473,6

Le "Transazioni finanziarie in attesa di regolamento" riguardano partite in corso di ricezione a breve termine (in genere entro un massimo di tre giorni) relative a transazioni poste in essere, ma per le quali non vi è stato ancora trasferimento di contante. Fra di esse figurano le vendite di attività e le emissioni di passività già effettuate.

10. Terreni, immobili, arredi e attrezzature

Per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	Terreni	Immobili	Arredi e attrezzature (informatiche e di altra natura)	2008	2007
				Totale	Totale
Costo storico					
Saldo a inizio esercizio	41,2	186,6	106,6	334,4	324,5
Spesa in conto capitale	-	2,8	12,2	15,0	11,6
Dismissioni e smobilizzi	-	-	(0,3)	(0,3)	(1,7)
Saldo a fine esercizio	41,2	189,4	118,5	349,1	334,4
Ammortamenti					
Ammortamento cumulativo a inizio esercizio	-	80,5	65,9	146,4	136,1
Ammortamenti	-	4,2	8,4	12,6	12,0
Dismissioni e smobilizzi	-	-	(0,3)	(0,3)	(1,7)
Saldo a fine esercizio	-	84,7	74,0	158,7	146,4
Valore contabile netto a fine esercizio	41,2	104,7	44,5	190,4	188,0

Gli ammortamenti per l'anno finanziario chiuso il 31 marzo 2008 comprendono un onere aggiuntivo di DSP 1,1 milioni derivante da una verifica sullo stato di deterioramento delle immobilizzazioni informatiche e di altra natura (2007: DSP 0,8 milioni).

11. Depositi in valuta

I depositi in valuta sono crediti scritturali nei confronti della Banca. Gli strumenti di deposito in valuta sono analizzati nella tabella seguente.

Situazione al 31 marzo	2008	2007 rettificato
<i>In milioni di DSP</i>		
Strumenti di deposito rimborsabili con preavviso di uno o due giorni		
Medium-Term Instrument (MTI)	99 372,5	76 112,0
MTI riscattabili	8 024,2	7 740,5
FIXBIS	44 403,4	50 513,2
	151 800,1	134 365,7
Altri depositi in valuta		
FRIBIS	4 218,1	3 465,2
Depositi a scadenza fissa	39 606,2	59 314,0
Depositi su conti a vista e con termine di preavviso	40 496,5	24 653,8
	84 320,8	87 433,0
Totale depositi in valuta	236 120,9	221 798,7
Di cui:		
classificati al valore equo rilevato a conto economico	195 624,4	197 144,9
classificati fra le passività finanziarie misurate al costo ammortizzato	40 496,5	24 653,8

I *Medium-Term Instrument (MTI)* sono investimenti a tasso fisso con scadenze trimestrali fino a dieci anni.

Gli *MTI riscattabili* sono una sottocategoria di MTI, riscattabili a discrezione della Banca a un prezzo di esercizio alla pari, in date comprese fra il giugno 2008 e il dicembre 2009 (2007: aprile 2007 e maggio 2008).

I *FIXBIS* sono investimenti a tasso fisso con scadenza minima di una settimana e massima di un anno.

I *FRIBIS* sono investimenti a tasso variabile con scadenza minima di un anno, e prevedono il ricalcolo del tasso per allinearli alle condizioni prevalenti sul mercato.

I *depositi a scadenza fissa* sono investimenti a tasso fisso con scadenza di norma inferiore a un anno. La BRI raccoglie inoltre depositi di questo tipo rimborsabili a scadenza nella valuta originaria o, a discrezione della Banca, in valuta diversa con importo prefissato (*dual currency deposit*, DCD). Al 31 marzo 2008 l'ammontare di DCD in bilancio era pari a DSP 161,4 milioni (2007: DSP 6 654,9 milioni). Essi sono tutti giunti a scadenza nell'aprile 2008 (2007: fra aprile e giugno 2007).

I *depositi su conti a vista e con termine di preavviso* sono passività finanziarie a brevissimo termine, con un preavviso di norma pari o inferiore a tre giorni. Essi sono classificati fra le passività finanziarie misurate al costo ammortizzato.

La Banca agisce come *market-maker* unico per taluni dei suoi depositi passivi in valuta e si è impegnata a rimborsare, in tutto o in parte, alcuni di questi strumenti di deposito al valore equo con un preavviso di uno o due giorni lavorativi.

A. Valutazione dei depositi in valuta

I depositi in valuta (diversi da quelli su conti a vista e con termine di preavviso) sono contabilizzati in bilancio al valore equo. Tale valore differisce da quello che la Banca è contrattualmente tenuta a pagare alla scadenza al titolare del deposito. Al 31 marzo 2008, per il totale dei depositi in valuta, la Banca era contrattualmente tenuta a pagare alla scadenza DSP 234 822,0 milioni, comprensivi degli interessi maturati a tale data (2007: DSP 224 059,0 milioni).

Per stimare il valore equo dei depositi in valuta la Banca ricorre a tecniche di valutazione quali i modelli di *discounted cash flow* o quelli di *option pricing*. I primi determinano il valore atteso dei flussi di cassa relativi agli strumenti finanziari mediante fattori di sconto ricavati in parte da tassi di interesse quotati (come il Libor e i tassi swap) e in parte da ipotesi sugli spread denaro-lettera per ciascuno strumento.

Le ipotesi utilizzate si fondano sulle transazioni di mercato recenti che hanno avuto a oggetto tali strumenti. Laddove una serie prodotta è preclusa a nuovi investitori (e non esistono pertanto transazioni di mercato recenti), quale base per parametrare il modello la Banca utilizza l'ultimo spread quotato per la serie in questione.

I modelli di *option pricing* comportano ipotesi sulla volatilità ricavate dalle quotazioni di mercato.

Una variazione di un punto base degli spread ipotizzati in sede di valutazione dei depositi in valuta alla data di chiusura del bilancio avrebbe prodotto un impatto di DSP 30,0 milioni (2007: DSP 23,3 milioni).

B. Impatto di eventuali variazioni del merito di credito della Banca

Il valore equo delle passività della Banca risentirebbe di un'eventuale variazione del suo merito di credito. In caso di deterioramento, il valore delle passività diminuirebbe, e la corrispondente variazione sarebbe riportata come rettifica di valutazione nel Conto economico. La Banca valuta periodicamente il proprio merito di credito nell'ambito delle procedure di gestione dei rischi. Durante l'esercizio sotto rassegna, questa valutazione non ha evidenziato variazioni tali da produrre un impatto sul valore equo delle passività della Banca.

12. Depositi passivi in oro

Tutti i depositi in oro presso la Banca provengono da banche centrali e sono classificati fra le passività finanziarie misurate al costo ammortizzato.

La BRI raccoglie inoltre depositi in oro rimborsabili a scadenza sia in oro sia, a discrezione della Banca, mediante il versamento di un importo prefissato di valuta (*gold dual currency deposit*, GDCD). L'opzione incorporata nei GDCD è iscritta in bilancio come strumento finanziario derivato e contabilizzata al valore equo. Al 31 marzo 2008 l'ammontare di GDCD nell'ambito dei depositi passivi in oro era di DSP 54,1 milioni (2007: zero). Tali depositi sono tutti giunti a scadenza nell'aprile 2008.

13. Titoli ceduti pronti contro termine

I titoli ceduti pronti contro termine ("PcT passivi") rappresentano transazioni per mezzo delle quali la Banca riceve da una controparte un deposito a scadenza fissa contro una garanzia in titoli. Il tasso sul deposito viene fissato all'inizio della transazione, che prevede un impegno irrevocabile a rimborsare il deposito stesso previa restituzione di titoli equivalenti. Queste operazioni sono attivate esclusivamente da banche commerciali.

Al 31 marzo 2008 e 2007 l'insieme dei titoli ceduti pronti contro termine era collegato alla gestione delle attività in valuta disponibili per la vendita, e pertanto classificato fra le passività finanziarie misurate al costo ammortizzato.

14. Partite in corso di pagamento

Le "Partite in corso di pagamento" consistono in transazioni finanziarie in attesa di regolamento a breve termine (in genere, entro un massimo di tre giorni) già poste in essere, ma per le quali non vi è ancora stato trasferimento di contante. Fra di esse figurano gli acquisti di attività e i riacquisti di passività effettuati.

15. Altre passività

Situazione al 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2008	2007
Obbligazioni a fronte delle prestazioni successive al rapporto di lavoro (nota 20)		
Pensioni dei Consiglieri	4,8	4,3
Erogazioni a titolo di malattia e infortunio	185,4	152,1
Posizioni corte in attività in valuta	115,6	142,4
Altre	20,1	73,9
Passività verso ex azionisti	0,6	1,1
Totale altre passività	326,5	373,8

16. Azioni

Il capitale azionario della Banca si compone di:

Situazione al 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2008	2007
Capitale autorizzato: 600 000 azioni, del valore nominale unitario di DSP 5 000, versato per DSP 1 250	3 000,0	3 000,0
Capitale emesso: 547 125 azioni	2 735,6	2 735,6
Capitale versato (25%)	683,9	683,9

Il numero di azioni aventi diritto al dividendo è:

Situazione al 31 marzo	2008	2007
Azioni emesse	547 125	547 125
Meno: azioni proprie	(1 000)	(1 000)
Azioni in circolazione con diritto a dividendo integrale	546 125	546 125
Dividendo unitario (in DSP)	265	255

17. Riserve statutarie

Lo Statuto della BRI dispone che, su proposta del Consiglio di amministrazione e con deliberazione dell'Assemblea generale ordinaria, l'utile netto annuo della Banca sia destinato a tre specifici fondi di riserva: il Fondo di riserva legale, il Fondo di riserva generale e il Fondo speciale di riserva per i dividendi. La parte dell'utile netto rimanente dopo il pagamento dei dividendi è solitamente destinata al Fondo di riserva libero.

Fondo di riserva legale. Questo fondo ha raggiunto il livello massimo di capitalizzazione, pari al 10% del capitale versato della Banca.

Fondo di riserva generale. Una volta eseguito il pagamento del dividendo, l'utile netto residuo deve essere destinato per il 10% al Fondo di riserva generale. Quando il saldo di questo fondo raggiunge il quintuplo del capitale versato, tale contribuzione annua scende al 5%.

Fondo speciale di riserva per i dividendi. Una parte dell'utile netto residuo può essere accantonata al Fondo speciale di riserva per i dividendi, destinato – ove necessario – al pagamento di tutto o parte del dividendo deliberato. I dividendi vengono di norma corrisposti a valere sull'utile netto della Banca.

Fondo di riserva libero. Dopo aver effettuato i suddetti trasferimenti, l'eventuale utile netto non ancora distribuito è generalmente accreditato al Fondo di riserva libero.

Gli introiti derivanti dalla sottoscrizione di azioni della BRI vengono attribuiti al Fondo di riserva legale nella misura necessaria per mantenerlo pari al 10% del capitale versato; la parte restante viene accreditata al Fondo di riserva generale.

Il Fondo di riserva libero, il Fondo di riserva generale e il Fondo di riserva legale sono utilizzabili, in quest'ordine, per far fronte a eventuali perdite subite dalla Banca. In caso di liquidazione della BRI, i saldi dei fondi di riserva (dopo che sono state regolate tutte le passività della Banca e le spese di liquidazione) sarebbero ripartiti fra gli azionisti.

18. Azioni proprie

Per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo	2008	2007
Saldo a inizio esercizio	1 000	1 000
Variazioni in corso di esercizio	–	–
Saldo a fine esercizio	1 000	1 000

Le azioni proprie constano di 1 000 titoli dell'emissione albanese sospesi nel 1977.

19. Altri conti di capitale

Gli "Altri conti di capitale" rappresentano i conti rivalutazione delle attività in valuta disponibili per la vendita e di quelle in oro dei portafogli di investimento, descritti in maggior dettaglio alle note 6 e 5, rispettivamente.

Essi comprendono i conti seguenti:

Situazione al 31 marzo

In milioni di DSP	2008	2007
Conto rivalutazione titoli	272,0	(80,5)
Conto rivalutazione oro	1 636,8	1 384,0
Totale altri conti di capitale	1 908,8	1 303,5

A. Conto rivalutazione titoli

A questo conto è imputata la differenza tra il valore equo e il costo ammortizzato delle attività in valuta della Banca disponibili per la vendita.

La tabella seguente riporta i movimenti del conto rivalutazione titoli.

Per l'esercizio finanziario chiuso
il 31 marzo

In milioni di DSP	2008	2007
Saldo a inizio esercizio	(80,5)	(104,3)
Rettifiche nette di valutazione		
Minusvalenze nette su cessioni	5,1	27,0
Valore equo e altre variazioni	347,4	(3,2)
	352,5	23,8
Saldo a fine esercizio	272,0	(80,5)

Le tabelle seguenti riportano i saldi del conto rivalutazione titoli.

Situazione al 31 marzo 2008	Valore equo delle attività	Costo storico	Conto rivalutazione titoli	Plusvalenze lorde	Minusvalenze lorde
<i>In milioni di DSP</i>					
Titoli acquistati pronti contro termine	1 893,5	1 894,2	(0,7)	–	(0,7)
Titoli di Stato e altri titoli	9 813,9	9 541,2	272,7	305,4	(32,7)
Totale	11 707,4	11 435,4	272,0	305,4	(33,4)

Situazione al 31 marzo 2007	Valore equo delle attività	Costo storico	Conto rivalutazione titoli	Plusvalenze lorde	Minusvalenze lorde
<i>In milioni di DSP</i>					
Titoli acquistati pronti contro termine	1 062,5	1 062,5	–	–	–
Titoli di Stato e altri titoli	8 781,3	8 861,8	(80,5)	37,2	(117,7)
Totale	9 843,8	9 924,3	(80,5)	37,2	(117,7)

B. Conto rivalutazione oro

Questo conto riporta la differenza tra il valore contabile e il costo stimato delle disponibilità in oro dei portafogli di investimento della Banca. Per quanto concerne le disponibilità in oro al 31 marzo 2003 (data in cui la Banca ha modificato la propria valuta funzionale e di presentazione dal franco oro al DSP), il costo stimato è di circa DSP 151 per oncia di fino; tale ammontare deriva dalla conversione di USD 208 – valore che era stato applicato tra il 1979 e il 2003 in osservanza di quanto stabilito dal Consiglio di amministrazione della Banca – al tasso di cambio vigente al 31 marzo 2003.

La tabella seguente riporta la variazione del conto rivalutazione oro.

Per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2008	2007
Saldo a inizio esercizio	1 384,0	1 342,2
Rettifiche nette di valutazione		
Plusvalenze nette su cessioni	(293,3)	(133,9)
Variazione nel prezzo dell'oro	546,1	175,7
	252,8	41,8
Saldo a fine esercizio	1 636,8	1 384,0

20. Obbligazioni per prestazioni successive al rapporto di lavoro

La banca gestisce tre sistemi previdenziali e assistenziali:

1. Un sistema pensionistico a prestazione definita per il personale, basato sull'ultimo stipendio, che si avvale di un fondo privo di personalità giuridica propria mediante il quale vengono corrisposte le prestazioni. Le attività del fondo sono amministrate dalla Banca nel solo interesse dei beneficiari presenti e futuri del sistema. La Banca è responsabile ultima di tutte le prestazioni dovute nel quadro del sistema pensionistico.

2. Un fondo pensione a ripartizione e a prestazione definita per i membri del Consiglio di amministrazione, la cui fruizione è subordinata a un periodo minimo di servizio di quattro anni.

3. Un fondo a ripartizione per le erogazioni successive al rapporto di lavoro a titolo di malattia e infortunio in favore del personale della Banca. La fruizione del sistema è subordinata in linea di principio alla permanenza in servizio del dipendente fino al 50° anno di età e per un periodo non inferiore a dieci anni.

I tre sistemi sono valutati annualmente da attuari indipendenti.

A. Importi iscritti in bilancio

Situazione al 31 marzo <i>In milioni di DSP</i>	Pensioni dei dipendenti		
	2008	2007	2006
Valore attuale dell'obbligazione	(709,7)	(653,7)	(606,4)
Valore equo delle attività del fondo	714,3	648,6	602,2
Livello di capitalizzazione	4,6	(5,1)	(4,2)
Perdite attuariali non riconosciute	41,2	47,3	46,8
Passati costi di servizio non riconosciuti	(45,8)	(42,2)	(42,6)
Passivo a fine esercizio	-	-	-

Situazione al 31 marzo <i>In milioni di DSP</i>	Pensioni dei Consiglieri		
	2008	2007	2006
Valore attuale dell'obbligazione	(5,4)	(4,6)	(4,6)
Valore equo delle attività del fondo	-	-	-
Livello di capitalizzazione	(5,4)	(4,6)	(4,6)
Perdite attuariali non riconosciute	0,6	0,3	0,3
Passati costi di servizio non riconosciuti	-	-	-
Passivo a fine esercizio	(4,8)	(4,3)	(4,3)

Situazione al 31 marzo <i>In milioni di DSP</i>	Erogazioni a titolo di malattia e infortunio		
	2008	2007	2006
Valore attuale dell'obbligazione	(208,0)	(186,3)	(183,8)
Valore equo delle attività del fondo	-	-	-
Livello di capitalizzazione	(208,0)	(186,3)	(183,8)
Perdite attuariali non riconosciute	30,3	42,0	57,2
Passati costi di servizio non riconosciuti	(7,7)	(7,8)	(8,6)
Passivo a fine esercizio	(185,4)	(152,1)	(135,2)

B. Valore attuale delle obbligazioni

La riconciliazione fra il valore attuale dell'obbligazione a inizio e a fine esercizio è la seguente:

Situazione al 31 marzo	Pensioni dei dipendenti		Pensioni dei Consiglieri		Erogazioni a titolo di malattia e infortunio	
	2008	2007	2008	2007	2008	2007
<i>In milioni di DSP</i>						
Valore attuale dell'obbligazione a inizio esercizio	653,7	606,4	4,6	4,5	186,3	183,8
Oneri di servizio correnti	30,5	28,3	0,2	0,2	8,2	7,9
Contributi dei partecipanti	3,7	3,4	–	–	–	–
Oneri da interessi	21,3	19,8	0,1	0,1	6,1	6,1
(Utili)/perdite attuariali	(55,7)	3,5	–	–	(13,9)	(13,9)
Prestazioni erogate	(23,1)	(21,8)	(0,3)	(0,3)	(1,8)	(1,9)
Differenze di cambio	79,3	14,1	0,9	0,1	23,1	4,3
Valore attuale dell'obbligazione a fine esercizio	709,7	653,7	5,4	4,6	208,0	186,3

C. Valore equo delle attività del fondo pensione del personale

La riconciliazione fra il valore equo delle attività del fondo pensione del personale a inizio e a fine esercizio è la seguente:

Per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2008	2007
Valore equo delle attività del fondo a inizio esercizio	648,6	602,2
Rendimento atteso sulle attività del fondo	33,1	30,6
Utili/(perdite) attuariali	(44,8)	4,1
Contributi della Banca	17,3	15,9
Contributi dei partecipanti	3,7	3,4
Prestazioni erogate	(23,1)	(21,8)
Differenze di cambio	79,5	14,2
Valore equo delle attività del fondo a fine esercizio	714,3	648,6

D. Importi imputati al Conto economico

Per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo	Pensioni dei dipendenti		Pensioni dei Consiglieri		Erogazioni a titolo di malattia e infortunio	
<i>In milioni di DSP</i>	2008	2007	2008	2007	2008	2007
Oneri di servizio correnti	30,5	28,3	0,2	0,2	8,2	7,9
Oneri da interessi	21,3	19,8	0,1	0,1	6,1	6,1
Meno: rendimento atteso sulle attività del fondo	(33,1)	(30,7)	-	-	-	-
Meno: passati costi di servizio	(1,5)	(1,5)	-	-	(1,0)	(1,0)
Perdite attuariali nette riconosciute nell'esercizio finanziario	-	-	-	-	1,6	2,6
Totale imputato ai costi operativi	17,2	15,9	0,3	0,3	14,9	15,6

La Banca prevede che nell'esercizio finanziario 2008/09 i contributi da essa versati per i sistemi sopra descritti ammontano a CHF 31,9 milioni.

E. Categorie principali di attività in percentuale delle attività totali del fondo

Situazione al 31 marzo

<i>Quote percentuali</i>	2008	2007
Azioni europee	12,8	16,4
Altre azioni	17,4	28,4
Reddito fisso europeo	32,2	25,8
Altro reddito fisso	27,1	26,6
Altre attività	10,5	2,8
Rendimento effettivo sulle attività del fondo	(1,7%)	5,4%

Il fondo pensione del personale non investe in strumenti finanziari emessi dalla Banca.

F. Principali ipotesi attuariali impiegate nelle presenti situazioni contabili

Situazione al 31 marzo

	2008	2007
Applicabile ai tre sistemi previdenziali e assistenziali		
Tasso di sconto – tasso di mercato di obbligazioni societarie svizzere di prima qualità	3,75%	3,25%
Applicabile ai sistemi pensionistici del personale e dei Consiglieri		
Aumento atteso delle prestazioni pensionistiche	1,50%	1,50%
Applicabile unicamente al sistema pensionistico del personale		
Rendimento atteso sulle attività del fondo	5,00%	5,00%
Tasso di incremento salariale atteso	4,10%	4,10%
Applicabile unicamente al sistema pensionistico dei Consiglieri		
Tasso di incremento atteso della remunerazione pensionabile dei Consiglieri	1,50%	1,50%
Applicabile unicamente al sistema di erogazioni successive al rapporto di lavoro a titolo di malattia e infortunio		
Tasso atteso di crescita a lungo termine dei costi dell'assistenza sanitaria	5,00%	5,00%

Al 31 marzo 2008, le ipotesi di incremento formulate riguardo agli stipendi del personale, alla remunerazione pensionabile dei Consiglieri e alle prestazioni pensionistiche pagabili incorporano un tasso ipotizzato di inflazione dell'1,5% (2007: 1,5%).

Il rendimento atteso sulle attività del fondo si basa sulle aspettative di lungo periodo concernenti l'inflazione, i tassi di interesse, i premi al rischio e l'allocazione dell'attivo. Le stime tengono conto dei rendimenti storici e vengono calcolate in collaborazione con gli attuari indipendenti del fondo.

L'ipotesi relativa all'incremento dei costi dell'assistenza sanitaria produce effetti significativi sugli importi imputati al Conto economico. Una variazione pari all'1% rispetto ai valori utilizzati nel calcolo per l'esercizio 2007/08 comporterebbe gli effetti di seguito riportati.

Per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo

In milioni di DSP	2008	2007
Aumento/(calo) dei costi complessivi per il servizio e gli interessi		
Aumento assistenza sanitaria: 6%	7,5	4,6
Aumento assistenza sanitaria: 4%	(4,9)	(3,3)

Situazione al 31 marzo

In milioni di DSP	2008	2007
Aumento/(calo) dell'obbligazione		
Aumento assistenza sanitaria: 6%	45,5	47,0
Aumento assistenza sanitaria: 4%	(34,5)	(35,4)

21. Reddito da interessi

Per l'esercizio finanziario chiuso
il 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2008	2007
Attività in valuta disponibili per la vendita		
Titoli acquistati pronti contro termine	71,1	59,2
Titoli di Stato e altri titoli	380,9	328,9
	452,0	388,1
Attività in valuta al valore equo rilevato a conto economico		
Buoni del Tesoro	861,6	816,0
Titoli acquistati pronti contro termine	2 480,9	811,4
Depositi vincolati e anticipazioni a banche	4 147,8	4 179,3
Titoli di Stato e altri titoli	2 301,2	1 727,2
	9 791,5	7 533,9
Attività classificate tra i finanziamenti e crediti		
Conti a vista e con termine di preavviso	38,4	108,3
Attività in oro dei portafogli di investimento	11,2	15,4
Disponibilità in oro dei portafogli bancari	5,4	6,7
	55,0	130,4
Strumenti finanziari derivati riportati al valore equo rilevato a conto economico	882,7	805,6
Totale reddito da interessi	11 181,2	8 858,0

22. Oneri da interessi

Per l'esercizio finanziario chiuso
il 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2008	2007
Passività al valore equo rilevato a conto economico		
Depositi in valuta	8 963,7	7 596,9
Passività classificate fra le passività finanziarie misurate al costo ammortizzato		
Depositi in oro	3,9	5,2
Depositi su conti a vista e con termine di preavviso	1 171,7	581,6
Titoli ceduti pronti contro termine	68,5	57,5
	1 244,1	644,3
Totale oneri da interessi	10 207,8	8 241,2

23. Variazioni nette di valutazione

Le variazioni nette di valutazione si riferiscono unicamente agli strumenti finanziari riportati al valore equo rilevato a conto economico.

Per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo

	2008			2007 rettificato		
	Variazione non corretta per la valutazione ai prezzi denaro-lettera	Effetto della valutazione ai prezzi denaro-lettera	Totale variazioni nette di valutazione	Variazione non corretta per la valutazione ai prezzi denaro-lettera	Effetto della valutazione ai prezzi denaro-lettera	Totale variazioni nette di valutazione
<i>In milioni di DSP</i>						
Attività in valuta al valore equo rilevato a conto economico						
Variazioni di valutazione non realizzate su attività in valuta	29,6	(10,8)	18,8	(6,8)	(9,3)	(16,1)
Plus/(minus)valenze realizzate su attività in valuta	(11,7)	-	(11,7)	(30,2)	-	(30,2)
	17,9	(10,8)	7,1	(37,0)	(9,3)	(46,3)
Passività in valuta al valore equo rilevato a conto economico						
Variazioni di valutazione non realizzate su passività finanziarie	(2 774,2)	(58,0)	(2 832,2)	(510,6)	(3,4)	(514,0)
Plusvalenze realizzate su passività finanziarie	(257,2)	-	(257,2)	132,4	-	132,4
	(3 031,4)	(58,0)	(3 089,4)	(378,2)	(3,4)	(381,6)
Variazioni di valutazione su strumenti finanziari derivati	2 534,8	(6,2)	2 528,6	478,5	(7,5)	471,0
Variazioni nette di valutazione	(478,7)	(75,0)	(553,7)	63,3	(20,2)	43,1

24. Reddito netto da commissioni e provvigioni

Per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2008	2007
Proventi per commissioni e provvigioni	6,8	6,1
Oneri per commissioni e provvigioni	(6,0)	(4,8)
Reddito netto da commissioni e provvigioni	0,8	1,3

25. Plus/(minus)valenze valutarie nette

Per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2008	2007
Plusvalenze nette su transazioni	4,5	6,7
Perdite nette da conversione	(14,0)	(5,8)
Plus/(minus)valenze valutarie nette	(9,5)	0,9

26. Costi operativi

La tabella seguente analizza i costi operativi della Banca in franchi svizzeri (CHF), moneta in cui è sostenuta la maggior parte delle spese.

Per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo

<i>In milioni di CHF</i>	2008	2007
Consiglio di amministrazione		
Compensi ai Consiglieri	1,9	1,9
Pensioni a ex Consiglieri	0,6	0,6
Trasferte, riunioni esterne del Consiglio e altre spese	1,7	1,7
	4,2	4,2
Direzione e personale		
Stipendi	111,8	106,6
Pensioni	34,3	32,5
Altre spese relative al personale	43,1	45,6
	189,2	184,7
Funzionamento degli uffici e altre spese	63,5	64,6
Spese di amministrazione in milioni di CHF	256,9	253,5
Spese di amministrazione in milioni di DSP	141,9	137,8
Ammortamenti in milioni di DSP	12,6	12,0
Costi operativi in milioni di DSP	154,5	149,8

Durante l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2008 il numero medio di posizioni equivalenti a tempo pieno era di 542 unità (2007: 530).

27. Minusvalenze nette su cessioni di titoli disponibili per la vendita

Per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2008	2007
Introiti da cessioni	2 195,9	2 265,5
Costo ammortizzato	(2 201,0)	(2 292,5)
Minusvalenze nette	(5,1)	(27,0)
Di cui:		
plusvalenze lorde realizzate	51,8	63,0
minusvalenze lorde realizzate	(56,9)	(90,0)

28. Plusvalenze nette su cessioni di disponibilità in oro dei portafogli di investimento

Per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2008	2007
Introiti da cessioni	414,3	206,7
Costo stimato (nota 19B)	(121,0)	(72,8)
Plusvalenze nette realizzate	293,3	133,9

29. Utile unitario

Per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo	2008	2007 rettificato
Utile netto per l'esercizio finanziario (in milioni di DSP)	544,7	619,2
Numero medio ponderato di azioni aventi diritto al dividendo	546 125	546 125
Utile base e utile diluito per azione (DSP per azione)	997,4	1 133,8

Il dividendo proposto per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2008 è di DSP 265 per azione (2007: DSP 255).

30. Cassa ed equivalenti di cassa

Ai fini del Rendiconto finanziario, la cassa e gli equivalenti di cassa comprendono:

Situazione al 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2008	2007
Cassa e conti a vista presso banche	36,8	92,4
Conti disponibili a richiesta e con termine di preavviso	899,3	2 138,6
Totale cassa ed equivalenti di cassa	936,1	2 231,0

31. Imposte e tasse

Lo speciale status giuridico della Banca in Svizzera è stabilito anzitutto dall'Accordo di sede con il Consiglio federale svizzero. Ai sensi di tale Accordo, la Banca è esentata dal pagamento della quasi totalità delle imposte dirette e indirette a livello sia federale che locale sul territorio elvetico.

Accordi analoghi sono stati conclusi con il Governo della Repubblica popolare cinese per l'Ufficio asiatico di Hong Kong SAR e con il Governo del Messico per l'Ufficio delle Americhe.

32. Tassi di cambio

La tabella seguente riporta i tassi e i prezzi principali usati per la conversione in DSP dei conti in valute e in oro.

	Tasso a pronti al 31 marzo		Tasso medio per l'esercizio finanziario chiuso nel	
	2008	2007	2008	2007
USD	0,609	0,660	0,643	0,673
EUR	0,960	0,883	0,910	0,863
JPY	0,00610	0,00562	0,00564	0,00576
GBP	1,208	1,300	1,291	1,274
CHF	0,612	0,544	0,556	0,544
Oro	557,8	438,3	490,2	422,8

33. Partite fuori bilancio

Le operazioni fiduciarie sono effettuate a nome della BRI, ma per conto e a rischio della sua clientela, senza diritto di rivalsa verso la Banca. Esse non figurano in bilancio e comprendono:

Situazione al 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2008	2007
Valore nominale dei titoli detenuti a fronte di:		
contratti di custodia	11 308,0	11 189,6
contratti di pegno	158,9	223,6
mandati di gestione di portafoglio	6 093,9	5 535,4
Totale	17 560,8	16 948,6

Gli strumenti finanziari detenuti a fronte degli accordi di cui sopra sono custoditi presso depositari esterni (banche centrali o istituzioni commerciali).

34. Impegni

La Banca fornisce alla clientela aperture di credito *standby* irrevocabili. Al 31 marzo 2008 gli impegni di questo tipo in essere erano pari a DSP 6 767,7 milioni (2007: DSP 7 211,8 milioni), di cui DSP 304,6 milioni non assistiti da garanzia (2007: DSP 336,0 milioni).

35. Tassi di interesse effettivi

Il tasso di interesse effettivo è il tasso di sconto che uguaglia i flussi di cassa futuri attesi di uno strumento finanziario al suo valore contabile attuale.

Le tabelle seguenti riportano i tassi di interesse effettivi per gli strumenti finanziari pertinenti, suddivisi per le principali valute.

Situazione al 31 marzo 2008

<i>Quote percentuali</i>	USD	EUR	GBP	JPY	Altre valute
Attività					
Depositi in oro	–	–	–	–	0,76
Buoni del Tesoro	0,73	4,02	–	0,58	–
Titoli acquistati pronti contro termine	1,90	2,69	5,15	0,71	–
Depositi vincolati e anticipazioni a banche	3,87	4,18	5,71	0,85	3,24
Titoli di Stato e altri titoli	3,21	4,10	4,19	0,98	7,39
Passività					
Depositi in valuta	3,24	3,77	5,00	0,34	5,16
Depositi in oro	–	–	–	–	0,35
Titoli ceduti pronti contro termine	1,65	–	5,10	–	–
Posizioni corte in attività in valuta	4,03	–	–	–	–

Situazione al 31 marzo 2007

<i>Quote percentuali</i>	USD	EUR	GBP	JPY	Altre valute
Attività					
Depositi in oro	–	–	–	–	0,85
Buoni del Tesoro	5,27	3,48	–	0,52	–
Titoli acquistati pronti contro termine	5,23	3,75	–	–	–
Depositi vincolati e anticipazioni a banche	5,44	3,92	5,46	0,49	4,14
Titoli di Stato e altri titoli	5,13	3,83	5,36	0,78	6,41
Passività					
Depositi in valuta	5,04	3,79	5,21	0,36	6,56
Depositi in oro	–	–	–	–	0,54
Titoli ceduti pronti contro termine	5,42	3,88	5,36	0,54	–
Posizioni corte in attività in valuta	5,51	–	–	–	–

36. Analisi geografica

A. Passività totali

Situazione al 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2008	2007 rettificato
Africa ed Europa	132 229,9	99 765,6
Asia-Pacifico	102 353,8	99 335,5
Americhe	54 810,3	51 776,2
Organizzazioni internazionali	8 642,0	7 919,7
Totale	298 036,0	258 797,0

B. Impegni di credito

Situazione al 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2008	2007
Africa ed Europa	496,6	328,0
Asia-Pacifico	6 109,7	6 817,8
Americhe	161,4	66,0
Totale	6 767,7	7 211,8

La nota 34 illustra in maggior dettaglio gli impegni di credito della BRI.

C. Partite fuori bilancio

Situazione al 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2008	2007
Africa ed Europa	2 341,6	1 892,1
Asia-Pacifico	14 695,6	14 325,4
Americhe	523,6	731,1
Totale	17 560,8	16 948,6

La nota 33 illustra in maggior dettaglio le partite fuori bilancio della Banca. Un'analisi geografica delle attività della Banca è fornita nella sezione "Gestione dei rischi" alla nota 3D.

37. Soggetti collegati

La Banca considera come soggetti collegati:

- i membri del Consiglio di amministrazione;
- l'alta Direzione della BRI;
- i familiari stretti delle persone suddette;
- le entità che possono influire in misura significativa su un membro del Consiglio o su un Dirigente, o viceversa sulle quali costoro possono influire in misura significativa;
- i sistemi di prestazioni successive al rapporto di lavoro della Banca;
- le banche centrali il cui Governatore è membro del Consiglio di amministrazione e le istituzioni a esse collegate.

Un elenco dei membri del Consiglio di amministrazione e dei Dirigenti è riportato nelle sezioni "Consiglio di amministrazione" e "Dirigenti della Banca" di questa Relazione annuale. La nota 20 fornisce dettagli in merito ai sistemi di prestazioni successive al rapporto di lavoro della BRI.

A. Persone fisiche collegate

Gli emolumenti complessivamente corrisposti ai membri dell'alta Direzione e imputati al Conto economico sono i seguenti:

Per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo

<i>In milioni di CHF</i>	2008	2007
Stipendi, indennità e copertura sanitaria	6,7	6,7
Erogazioni successive al rapporto di lavoro	1,9	1,8
Emolumenti totali in milioni di CHF	8,6	8,5
Equivalenti in DSP	4,8	4,6

Nella nota 26 sono contenuti ragguagli in merito agli emolumenti complessivamente erogati ai membri del Consiglio di amministrazione.

La Banca offre a tutti i membri del personale e della Direzione conti personali di deposito. Essi sono fruttiferi di interesse al tasso determinato dalla BRI in base a quello corrisposto dalla Banca nazionale svizzera sui conti intestati ai suoi dipendenti. Le movimentazioni e il saldo complessivo dei conti personali di deposito accessi a nome dei membri del Consiglio di amministrazione e dell'alta Direzione della Banca sono riportati di seguito.

Per l'esercizio finanziario chiuso
il 31 marzo

<i>In milioni di CHF</i>	2008	2007
Saldo a inizio esercizio	15,6	13,3
Depositi passivi, inclusi gli interessi maturati (al netto della ritenuta alla fonte)	3,8	3,5
Prelievi	(1,4)	(1,2)
Saldo a fine esercizio (in milioni di CHF)	18,0	15,6
Equivalentente in DSP	11,0	8,5
Interessi corrisposti sui depositi (in milioni di CHF)	0,6	0,4
Equivalentente in DSP	0,3	0,2

I saldi relativi ai membri del Consiglio di amministrazione e dell'alta Direzione della Banca nominati nel corso dell'esercizio finanziario sono inclusi nella tabella precedente fra i depositi passivi, mentre quelli dei membri del Consiglio e dell'alta Direzione, il cui servizio è cessato nello stesso periodo, figurano fra i prelievi.

La Banca gestisce inoltre conti personali vincolati di deposito, intestati a dipendenti che partecipavano al piano di risparmio della BRI soppresso il 1° aprile 2003. Tali conti, su cui non è possibile effettuare ulteriori versamenti, verranno liquidati ai rispettivi titolari al momento della cessazione del servizio presso la Banca. Essi sono fruttiferi di interesse al tasso determinato dalla BRI in base a quello corrisposto dalla Banca nazionale svizzera sui conti intestati ai suoi dipendenti, maggiorato dell'1%. Al 31 marzo 2008 il saldo complessivo di tali conti vincolati era pari a DSP 20,8 milioni (2007: DSP 18,9 milioni). Questi conti sono iscritti in bilancio alla voce "Depositi in valuta".

B. Banche centrali collegate e istituzioni connesse

La BRI offre i suoi servizi bancari a una clientela composta prevalentemente da banche centrali, autorità monetarie e organizzazioni finanziarie internazionali. A tal fine, nel normale corso della sua operatività, essa conclude transazioni con banche centrali collegate e istituzioni connesse. Tali transazioni includono la concessione di anticipazioni e la raccolta di depositi in valuta e in oro.

La politica della Banca prevede che le transazioni con banche centrali collegate e istituzioni connesse siano concluse alle stesse condizioni delle operazioni effettuate con altri clienti non collegati.

Depositi in valuta da parte di banche centrali collegate e istituzioni connesse

Per l'esercizio finanziario chiuso
il 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2008	2007
Saldo a inizio esercizio	53 240,1	53 280,0
Depositi passivi	130 847,9	184 721,8
Depositi in scadenza, rimborsi e variazioni del valore equo	(129 656,6)	(182 058,0)
Movimenti netti sui conti disponibili a richiesta e con termine di preavviso	(433,1)	(2 703,7)
Saldo a fine esercizio	53 998,3	53 240,1
Quota percentuale sui depositi complessivi in valuta a fine esercizio	22,9%	24,0%

Depositi passivi in oro da parte di banche centrali collegate e istituzioni connesse

Per l'esercizio finanziario chiuso
il 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2008	2007
Saldo a inizio esercizio	10 123,8	6 267,3
Depositi passivi	600,2	83,3
Movimenti netti sui conti a vista in oro	16 161,2	3 875,5
Prelievi netti e movimenti del prezzo dell'oro	(549,1)	(102,3)
Saldo a fine esercizio	26 336,1	10 123,8
Quota percentuale sui depositi complessivi in oro a fine esercizio	90,5%	77,1%

Titoli acquistati pronti contro termine da banche centrali collegate e istituzioni connesse

Per l'esercizio finanziario chiuso
il 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2008	2007
Saldo a inizio esercizio	470,2	3 198,5
Depositi attivi garantiti	776 745,9	680 101,7
Partite in scadenza e variazioni del valore equo	(773 944,2)	(682 830,0)
Saldo a fine esercizio	3 271,9	470,2
Quota percentuale sul totale dei titoli acquistati pronti contro termine a fine esercizio	3,6%	0,8%

Altri conti con banche centrali collegate e istituzioni connesse

La Banca detiene presso banche centrali collegate e istituzioni connesse conti a vista in valuta, che al 31 marzo 2008 ammontavano a DSP 539,3 milioni (2007: DSP 144,7 milioni). Alla stessa data l'oro detenuto su conti a vista presso banche centrali collegate e istituzioni connesse era pari a DSP 27 499,7 milioni (2007: DSP 11 837,7 milioni).

Transazioni in strumenti derivati con banche centrali collegate e istituzioni connesse

La Banca conclude con banche centrali collegate e istituzioni connesse transazioni in strumenti derivati, fra cui contratti su valute e swap su tassi di interesse. Il valore nominale complessivo di queste transazioni nell'anno finanziario chiuso il 31 marzo 2008 era pari a DSP 43 655,5 milioni (2007: DSP 17 005,8 milioni).

38. Passività eventuali

La Banca è indirettamente coinvolta in procedimenti legali, in corso in Francia, collegati al riacquisto obbligatorio nel 2001 delle azioni della BRI detenute da azionisti privati.

Un'azione legale è stata intentata presso il Tribunal de Commerce di Parigi nel settembre 2004 da un gruppo di persone che affermano di aver venduto sul mercato le azioni della BRI in loro possesso nel periodo tra l'11 settembre 2000, data di annuncio della proposta di riscatto, e l'8 gennaio 2001, giorno in cui tale proposta è stata approvata dall'Assemblea generale straordinaria. L'azione non era rivolta contro la BRI, bensì contro JP Morgan & Cie SA e Barbier Frinault, consulenti della Banca in merito all'indennizzo appropriato da corrispondere per il riscatto. Nondimeno, la BRI risulta indirettamente obbligata in virtù del contratto con JP Morgan & Cie SA, che prevede una clausola di indennizzo per eventuali controversie e costi originati in connessione con i servizi di consulenza finanziaria prestati dalla società. A fronte di tale obbligazione non sono stati effettuati accantonamenti.

Con sentenza del 9 ottobre 2006, il Tribunal de Commerce di Parigi ha respinto la domanda di indennizzo. Alcuni richiedenti hanno fatto tuttavia ricorso alla Cour d'appel di Parigi per impugnare la sentenza.

La BRI non è attualmente coinvolta in altre azioni o procedure giudiziali di rilievo.

Adeguatezza patrimoniale

1. Patrimonio

Il patrimonio della Banca si compone di capitale azionario, riserve statutarie, utile netto dell'esercizio finanziario e altri conti di capitale, compresi i conti di rivalutazione oro e titoli, meno eventuali azioni proprie.

La tabella seguente riporta la composizione del patrimonio di base (*tier 1*) e del patrimonio totale al 31 marzo 2008.

Situazione al 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2008	2007 rettificato
Azioni	683,9	683,9
Riserve statutarie come da bilancio	9 967,3	9 487,4
Meno: azioni proprie	(1,7)	(1,7)
Meno: riserve di rivalutazione negative	-	-
Patrimonio di base (<i>tier 1</i>)	10 649,5	10 169,6
Conto economico	544,7	619,2
Altri conti di capitale	1 908,8	1 303,5
Capitale totale	13 103,0	12 092,3

La Banca valuta la propria adeguatezza patrimoniale in via continuativa. Tale valutazione si avvale di un processo di pianificazione annuale del capitale, supportato a sua volta dalla pianificazione operativa della Banca.

Lo schema di gestione dei rischi messo in atto dalla BRI è conforme con la versione rivista del documento *Convergenza internazionale della misurazione del capitale e dei coefficienti patrimoniali* (Basilea 2) pubblicato dal Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria nel giugno 2006. Esso recepisce tutti e tre i pilastri del Basilea 2, tenendo in considerazione la portata e la natura particolare delle attività della Banca. Poiché la BRI non è soggetta alle regolamentazioni nazionali in materia di vigilanza bancaria, l'attuazione del secondo pilastro è limitata ad un'autovalutazione dell'adeguatezza patrimoniale da parte della Banca. La metodologia utilizzata nella valutazione del capitale economico è più esauriente di quella prevista dal primo pilastro del Basilea 2 e mira a garantire un livello di solvibilità sostanzialmente più elevato.

Al 31 marzo 2007 il patrimonio di base risultava diminuito di DSP 51,1 milioni a seguito dell'introduzione della valutazione ai prezzi denaro-lettera prevista dalla modifica dei criteri contabili.

2. Attività ponderate per il rischio e coefficienti patrimoniali minimi ai sensi dello schema Basilea 2

Lo schema Basilea 2 contiene vari metodi per il calcolo delle attività ponderate per il rischio e dei corrispondenti coefficienti patrimoniali minimi. In linea di principio, tali coefficienti sono pari all'8% delle attività ponderate per il rischio.

La tabella seguente presenta una sintesi dei vari tipi di esposizioni e di metodologie rilevanti, nonché delle attività ponderate per il rischio e dei coefficienti patrimoniali minimi relativamente ai rischi di credito, di mercato e operativo.

Situazione al 31 marzo 2008

<i>In milioni di DSP</i>	<i>Metodologia impiegata</i>		<i>Attività ponderate</i>	<i>Coefficienti minimi</i>
		<i>Ammontare dell'esposizione</i>	<i>(A)</i>	<i>(B)</i>
Rischio di credito				
Esposizione verso soggetti sovrani, banche e imprese	Metodo avanzato del sistema basato sui rating interni, dove (B) è pari ad (A) x 8%	281 560,2	11 715,2	937,2
Esposizioni collegate a cartolarizzazioni, portafogli gestiti esternamente e altre attività	Metodo standardizzato, dove (B) è pari ad (A) x 8%	4 048,3	1 349,1	107,9
Rischi di mercato				
Esposizione al rischio di cambio e al rischio di prezzo dell'oro	Metodo dei modelli interni dove (A) è pari a (B) / 8%	–	8 197,5	655,8
Rischio operativo				
	Metodo avanzato di misurazione dove (A) è pari a (B) / 8%	–	1 962,5	157,0
Totale			23 224,3	1 857,9

Relativamente al rischio di credito la Banca ha adottato il metodo avanzato del sistema basato sui rating interni per gran parte delle esposizioni. Esso prevede che il coefficiente di rischio di una transazione sia determinato in base alla pertinente funzione di ponderazione del rischio prevista dal Basilea 2, utilizzando le stime interne della Banca per quanto riguarda i parametri principali. Per alcune esposizioni la Banca ha optato per il metodo standardizzato. In questo caso, i coefficienti sono stabiliti in base al tipo dell'esposizione.

Le attività ponderate per i rischi di mercato sono calcolate secondo il metodo dei modelli interni, mentre per il rischio operativo è stato adottato il metodo avanzato di misurazione. Entrambi questi metodi prevedono il ricorso a metodologie VaR (*Value-at-Risk* o valore a rischio). I coefficienti patrimoniali minimi sono ricavati a partire dai valori del VaR e convertiti in attività ponderate per il rischio tenendo conto del coefficiente patrimoniale minimo dell'8%.

Maggiori dettagli sulle ipotesi sottostanti questi calcoli sono forniti nelle sezioni sui rischi di credito, di mercato e operativo.

3. Quoziente del patrimonio di base

Il quoziente del patrimonio di base misura l'adeguatezza dei mezzi propri raffrontando il patrimonio di base (*tier 1*) della Banca con le sue attività ponderate per il rischio. La tabella seguente riporta il quoziente calcolato conformemente alle disposizioni del Basilea 2.

Situazione al 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2008
Patrimonio di base (<i>tier 1</i>)	10 649,5
Meno: perdite attese	(30,9)
Patrimonio di base al netto delle perdite attese (A)	10 618,6
Totale attività ponderate per il rischio (B)	23 224,3
Quoziente del patrimonio di base (A)/(B)	45,7%

Secondo quanto previsto dal Basilea 2, le perdite attese sulle esposizioni al rischio di credito sono calcolate in base al metodo avanzato del sistema sui rating interni. Poiché, in ragione dell'elevata qualità creditizia delle sue esposizioni, la BRI non effettua accantonamenti, essa deduce le perdite attese dal patrimonio di base, conformemente con le disposizioni del Basilea 2.

La Banca mantiene un elevatissimo merito di credito ed effettua valutazioni esaustive della sua adeguatezza patrimoniale alla luce delle proprie specificità. Essa conserva in effetti una dotazione patrimoniale sostanzialmente più elevata di quella minima richiesta.

Ai termini dell'Accordo di Basilea sui requisiti patrimoniali del 1988, il quoziente del patrimonio di base della Banca al 31 marzo 2008 era pari al 34,6% (dato rettificato per il 2007: 29,7%). La percepibile differenza fra il quoziente del patrimonio di base calcolato secondo il Basilea 2 e quello calcolato secondo l'Accordo del 1988 è principalmente ascrivibile alla maggiore sensibilità al rischio dei metodi contemplati dal Basilea 2.

Gestione dei rischi

1. Rischi incorsi dalla Banca

La Banca assiste la sua clientela – formata prevalentemente da banche centrali, autorità monetarie e organizzazioni finanziarie internazionali – nella gestione delle riserve e nelle attività finanziarie collegate.

Le attività bancarie sono fondamentali per il conseguimento degli obiettivi della Banca e le permettono di conservare solidità e indipendenza finanziaria. La BRI intraprende operazioni bancarie sia per conto della clientela, sia per l'investimento dei suoi mezzi propri; in entrambi i casi, queste attività possono generare rischi finanziari, fra cui rischi di credito, di mercato e di liquidità. La Banca è inoltre esposta al rischio operativo.

All'interno del quadro definito dal Consiglio di amministrazione, la Direzione della Banca ha elaborato politiche di gestione dei rischi volte a garantire che questi siano individuati, adeguatamente misurati e contenuti, e siano oggetto di monitoraggio e segnalazioni.

2. Approccio e organizzazione della gestione dei rischi

Approccio generale

La Banca mantiene un grado superiore di qualità creditizia e adotta un approccio prudente nell'assunzione di rischi finanziari:

- mantenendo una posizione patrimoniale eccezionalmente solida;
- investendo i suoi attivi prevalentemente in strumenti finanziari di elevata qualità creditizia;
- cercando di diversificare su più settori le proprie attività finanziarie;
- adottando un approccio prudente nell'assunzione tattica di rischi di mercato e gestendo attentamente i rischi di mercato associati alle sue posizioni strategiche, incluse le disponibilità in oro;
- mantenendo un livello elevato di liquidità.

A. Organizzazione

Ai termini dell'Articolo 39 dello Statuto della Banca, il Direttore generale, assistito dal Condirettore generale, risponde al Consiglio dell'amministrazione della Banca. Il Condirettore generale è responsabile delle funzioni indipendenti di controllo dei rischi e di controllo della conformità della Banca. Il Direttore generale e il Condirettore generale sono coadiuvati dai comitati consultivi dell'alta Direzione.

I principali comitati consultivi sono il Comitato esecutivo, il Comitato finanziario e il Comitato per la conformità e il rischio operativo. I primi due sono presieduti dal Direttore generale, il terzo dal Condirettore generale, e tutti includono altri membri dell'alta Direzione della Banca. Il Comitato esecutivo assiste il Direttore generale principalmente nelle questioni di pianificazione strategica e allocazione delle risorse, nonché nelle decisioni relative agli obiettivi finanziari generali dell'attività bancaria e della gestione del rischio operativo. Il Comitato finanziario coadiuva il Direttore generale per quanto riguarda la gestione finanziaria e le questioni di *policy* collegate all'attività bancaria, compresa l'allocazione del capitale economico fra le varie categorie di rischio. Il Comitato per la conformità e il rischio operativo fornisce consulenza al Condirettore generale garantendo il coordinamento delle attività di conformità e di gestione del rischio operativo in tutta la Banca.

La funzione indipendente di controllo per i rischi finanziari è affidata alla sezione Controllo rischi, mentre per il rischio operativo tale funzione è ripartita fra il Controllo rischi, che si occupa di quantificare questa fattispecie di rischio, e l'Unità Conformità e rischio operativo. Entrambe le unità riferiscono direttamente al Condirettore generale.

La funzione del controllo di conformità della Banca è affidata all'Unità Conformità e rischio operativo, il cui obiettivo è di assicurare con ragionevole certezza che le attività svolte dalla Banca e dal suo personale siano conformi alle leggi e ai regolamenti vigenti, allo Statuto della BRI, al Codice di condotta della Banca, alle altre prescrizioni e politiche interne, nonché alle prassi ottimali applicabili.

L'Unità Conformità e rischio operativo individua e gestisce i rischi di mancata conformità e si occupa di guidare e formare il personale della Banca al riguardo. Il responsabile dell'Unità, inoltre, riferisce direttamente al Comitato di revisione, uno dei comitati consultivi del Consiglio di amministrazione.

La sezione Finanze e il Servizio giuridico completano l'organizzazione della gestione dei rischi della Banca. La sezione Finanze ha una funzione indipendente di controllo in materia di valutazioni, predispone le situazioni contabili della Banca e controlla le spese formulando il budget annuo e monitorandone l'attuazione. La sua funzione indipendente di controllo delle valutazioni ha lo scopo di assicurare che, in sede di valutazione finanziaria, la Banca osservi le politiche e procedure vigenti al riguardo e che i processi e le procedure che influiscono sulle valutazioni effettuate dalla Banca siano conformi alle prassi ottimali. La sezione Finanze riferisce direttamente al Segretario generale.

Il Servizio giuridico fornisce consulenza e assistenza legale su un'ampia gamma di questioni relative alle attività della Banca. Esso riferisce direttamente al Direttore generale.

L'Audit interno verifica le procedure di controllo della Banca e riferisce sulla loro conformità agli standard interni e alle prassi ottimali di settore. Fra i suoi compiti figurano la revisione delle procedure di gestione del rischio, dei sistemi di controllo interni, dei sistemi informativi e delle prassi di governo societario. L'Audit interno riferisce direttamente al Comitato di revisione e risponde del proprio operato al Direttore generale e al Condirettore generale.

B. Monitoraggio e rendicontazione dei rischi

Il profilo, la posizione e i risultati della Banca in materia di rischi finanziari e operativi sono monitorati in via continuativa dalle unità competenti. Periodicamente vengono prodotti rapporti sui rischi finanziari e sulla conformità al fine di consentire alla Direzione di valutare correttamente il profilo di rischio e le condizioni finanziarie della Banca.

A sua volta, con cadenza bimestrale la Direzione informa il Consiglio di amministrazione relativamente alle questioni finanziarie e di gestione dei rischi. Il Comitato di revisione riceve inoltre regolari rapporti dall'Audit interno, dall'Unità Conformità e rischio operativo e dalla sezione Finanze. Il Comitato per le operazioni bancarie e la gestione dei rischi, un altro comitato consultivo del Consiglio di amministrazione, riceve rapporti periodici dall'unità Controllo rischi e dal Dipartimento bancario. La predisposizione di questi rapporti è disciplinata da direttive e procedure dettagliate che garantiscono controlli rigorosi.

C. Metodologie applicate al rischio

La Banca impiega una vasta gamma di metodologie quantitative al fine di valutare gli strumenti finanziari e misurare il rischio per l'utile netto e il capitale. Essa rivede tali metodologie alla luce dei cambiamenti nel contesto operativo e dell'evoluzione delle prassi ottimali.

La politica di convalida dei modelli adottata dalla Banca definisce i ruoli e le responsabilità e i processi da applicare per l'introduzione di modelli di rischio nuovi o sostanzialmente modificati.

Una delle principali metodologie utilizzate dalla Banca per misurare e gestire i rischi è il calcolo del capitale economico in base a tecniche VaR (*Value-at-Risk*, o valore a rischio). Il VaR esprime la stima statistica della perdita potenziale massima sulle posizioni correnti della Banca, misurata a un determinato livello di confidenza su un orizzonte temporale specifico.

Il computo del capitale economico della Banca è concepito in modo da determinare l'ammontare di capitale necessario ad assorbire eventuali perdite sulle esposizioni al rischio, a un livello di confidenza statistica tale da preservare il massimo merito di credito della Banca.

La BRI valuta la propria adeguatezza patrimoniale sulla base di modelli del capitale economico per i rischi di mercato, di credito e operativo, integrati da analisi di sensitività e dei fattori di rischio. Tali modelli misurano il capitale economico con un intervallo di confidenza del 99,995% e ipotizzando un periodo di detenzione di un anno.

Il capitale economico della Banca è ripartito fra le categorie di rischio summenzionate. È inoltre accantonato un importo addizionale di capitale economico determinato in base alla valutazione formulata dalla Direzione in merito ai rischi che non sono (o non sono pienamente) considerati in sede di computo del capitale.

La valutazione dei rischi della Banca è integrata da un sistema esauriente di prove di stress riguardanti, fra l'altro, il calcolo del VaR e del capitale economico per i rischi finanziari. Sono sottoposti a prove di stress i principali fattori di rischio di mercato e le esposizioni al rischio di credito. Tali prove contemplano l'analisi di scenari macroeconomici avversi storici e ipotetici di elevata gravità, nonché analisi di sensitività di variazioni estreme ma comunque plausibili dei principali fattori di rischio individuati. La Banca effettua inoltre prove di stress relativamente al rischio di liquidità.

3. Rischio di credito

Il rischio di credito deriva dalla possibilità che una controparte non adempia i propri obblighi secondo quanto pattuito contrattualmente.

La Banca gestisce tale rischio nel quadro dell'assetto e delle politiche definiti dal Consiglio di amministrazione e dalla Direzione. A questi vanno ad aggiungersi linee guida e procedure più dettagliate a livello della funzione indipendente di controllo dei rischi.

A. Valutazione del rischio di credito

Il rischio di credito è tenuto sotto controllo in via continuativa a livello sia di controparte sia di portafoglio. Nell'ambito della funzione indipendente di controllo dei rischi, le valutazioni delle esposizioni creditorie verso le singole controparti sono effettuate in base a un sistema ben definito di rating interni comprendente 18 graduazioni. Il sistema prevede l'analisi delle situazioni contabili e delle informazioni di mercato disponibili sulle controparti e l'applicazione di metodologie di rating diverse in funzione della natura della controparte. Sulla scorta del rating interno e delle specificità delle controparti, la Banca definisce una serie di massimali creditizi per le singole controparti e i singoli paesi. Tutte le controparti ricevono un rating interno. In linea di principio, i rating e i massimali collegati sono rivisti con cadenza almeno annuale, in particolare alla luce della capacità della controparte di onorare tempestivamente i suoi obblighi di pagamento in linea capitale e interessi.

I massimali di esposizione creditizia a livello di controparte vengono approvati dalla Direzione della Banca nell'ambito delle linee generali stabilite dal Consiglio di amministrazione.

A livello aggregato il rischio di credito, comprendente i rischi di inadempienza e di trasferimento, è misurato, monitorato e attenuato sulla base del calcolo del capitale economico a fronte del rischio in questione. Ai fini di questo calcolo, la Banca impiega un modello VaR di portafoglio che ipotizza un orizzonte temporale di un anno e un intervallo di confidenza del 99,995%. La Direzione limita l'esposizione complessiva della Banca al rischio di credito tramite l'allocazione a tale categoria di rischio di un determinato ammontare di capitale economico.

B. Mitigazione del rischio di credito

Il rischio di credito è mitigato mediante il ricorso a garanzie reali e ad accordi di *netting* o compensazione giuridicamente efficaci. Le attività e le passività corrispondenti non sono compensate in bilancio.

La Banca ottiene garanzie reali a fronte di operazioni pronti contro termine, determinati contratti finanziari derivati e alcune aperture di credito, al fine di attenuare il rischio di inadempienza delle controparti conformemente alle politiche e procedure applicabili. Il valore delle garanzie è monitorato in via continuativa, richiedendo se del caso garanzie supplementari.

La Banca riduce il rischio di regolamento avvalendosi di stanze di compensazione affermate e utilizzando, per quanto possibile, meccanismi di regolamento del tipo consegna contro pagamento. I massimali giornalieri relativi al rischio di regolamento sono monitorati in via continuativa.

C. Rischio di inadempienza per categorie di attività e di emittenti

La tabella riportata di seguito mostra l'esposizione della Banca al rischio di inadempienza al 31 marzo 2008, senza considerare eventuali garanzie reali o altre forme di rafforzamento del credito a favore della Banca. Tale esposizione si basa sul valore contabile corrente delle attività in bilancio ripartite per settore. L'oro e i depositi in oro non comprendono l'oro detenuto in custodia e le partite in corso di ricezione non includono le passività emesse non ancora regolate, poiché tali voci non costituiscono esposizioni della Banca al rischio di credito. Il valore contabile corrente corrisponde al valore equo degli strumenti finanziari, compresi i derivati, con l'eccezione degli strumenti finanziari a brevissimo termine (conti a vista e con termine di preavviso) e dell'oro, per i quali è riportato il costo ammortizzato. Gli impegni figurano al valore nozionale.

Esposizione al rischio di inadempienza al 31 marzo 2008

Categoria di attività/emittente	Soggetti sovrani e banche centrali	Settore pubblico	Banche	Imprese	Cartolarizzazioni	Totale
<i>In milioni di DSP</i>						
In bilancio						
Cassa e conti a vista presso banche	22,4	–	14,4	–	–	36,8
Oro e depositi in oro	–	–	3 805,2	232,9	–	4 038,1
Buoni del Tesoro	50 736,9	–	–	–	–	50 736,9
Titoli acquistati pronti contro termine	3 272,4	–	82 191,0	6 421,2	–	91 884,6
Depositi vincolati e anticipazioni a banche	8 662,2	1 598,7	51 835,0	–	–	62 095,9
Titoli di Stato e altri titoli	18 616,3	9 963,5	27 351,5	2 695,0	3 292,2	61 918,5
Strumenti derivati	1 006,3	1,5	6 418,6	0	0	7 426,4
Partite in corso di ricezione	–	–	424,7	10,7	–	435,4
Totale esposizioni in bilancio	82 316,5	11 563,7	172 040,4	9 359,8	3 292,2	278 572,6
Impegni						
Aperture di credito non utilizzate non garantite	304,6	–	–	–	–	304,6
Aperture di credito non utilizzate garantite	6 463,1	–	–	–	–	6 463,1
Totale impegni	6 767,7	–	–	–	–	6 767,7
Totale esposizioni	89 084,2	11 563,7	172 040,4	9 359,8	3 292,2	285 340,3

Esposizione al rischio di inadempienza al 31 marzo 2007

Categoria di attività/emittente	Soggetti sovrani e banche centrali	Settore pubblico	Banche	Imprese	Cartolarizzazioni	Totale
<i>In milioni di DSP</i>						
In bilancio						
Cassa	80,7	–	11,7	–	–	92,4
Oro e depositi in oro	–	–	3 337,8	282,0	–	3 619,8
Buoni del Tesoro	43 159,3	–	–	–	–	43 159,3
Titoli acquistati pronti contro termine	470,1	–	60 719,7	–	–	61 189,8
Depositi vincolati e anticipazioni a banche	133,1	3 445,8	87 654,9	–	–	91 233,8
Titoli di Stato e altri titoli	10 616,2	9 243,6	25 550,2	2 887,6	3 946,4	52 244,0
Strumenti derivati	23,4	0,1	1 827,3	–	–	1 850,8
Partite in corso di ricezione	–	–	466,1	24,1	–	490,2
Totale esposizioni in bilancio	54 482,8	12 689,5	179 567,7	3 193,7	3 946,4	253 880,1
Impegni						
Linee di credito non garantite e non utilizzate	336,0	–	–	–	–	336,0
Linee di credito non utilizzate garantite	6 875,8	–	–	–	–	6 875,8
Totale impegni per categoria di emittente	7 211,8	–	–	–	–	7 211,8
Totale esposizioni	61 694,6	12 689,5	179 567,7	3 193,7	3 946,4	261 091,9

La stragrande maggioranza delle attività della Banca è investita in titoli emessi dalle amministrazioni pubbliche del G10 e da istituti finanziari con rating pari ad almeno A-. Il numero relativamente limitato di controparti di elevata qualità in questi settori comporta che la Banca sia esposta a un rischio di concentrazione per nominativi.

D. Rischio di inadempienza in base all'esposizione geografica

Le tabelle seguenti riportano una scomposizione geografica dell'esposizione della Banca al rischio di inadempienza, in base al paese in cui hanno sede i soggetti giuridici considerati. L'oro e i depositi in oro non comprendono l'oro detenuto in custodia e le partite in corso di ricezione non includono le passività emesse non ancora regolate, poiché tali voci non costituiscono esposizioni della Banca al rischio di credito. Le esposizioni sono riportate al valore equo ad eccezione dell'oro e degli strumenti finanziari a brevissimo termine (conti a vista e con termine di preavviso), che figurano al costo ammortizzato.

Situazione al 31 marzo 2008
Esposizione geografica

<i>In milioni di DSP</i>	Africa ed Europa	Asia-Pacifico	Americhe	Istituzioni internazionali	Totale
In bilancio					
Cassa e conti a vista presso banche	25,6	1,2	10,0	–	36,8
Oro e depositi in oro	1 891,4	116,4	2 030,3	–	4 038,1
Buoni del Tesoro	12 931,6	37 777,2	28,1	–	50 736,9
Titoli acquistati pronti contro termine	89 251,3	–	2 633,3	–	91 884,6
Depositi vincolati e anticipazioni a banche	49 740,0	2 463,3	8 966,9	925,7	62 095,9
Titoli di Stato e altri titoli	36 722,9	7 740,3	11 882,7	5 572,6	61 918,5
Strumenti derivati	6 111,1	88,8	1 225,0	1,5	7 426,4
Partite in corso di ricezione	38,3	–	397,1	–	435,4
Totale esposizioni in bilancio	196 712,2	48 187,2	27 173,4	6 499,8	278 572,6
Impegni					
Aperture di credito non garantite non utilizzate	304,6	–	–	–	304,6
Aperture di credito garantite non utilizzate	192,0	6 110,1	161,0	–	6 463,1
Totale impegni per regione	496,6	6 110,1	161,0	–	6 767,7
Totale esposizioni per regione	197 208,8	54 297,3	27 334,4	6 499,8	285 340,3

Situazione al 31 marzo 2007
Esposizione geografica

<i>In milioni di DSP</i>	Africa ed Europa	Asia-Pacifico	Americhe	Istituzioni internazionali	Totale
In bilancio					
Cassa	72,2	10,0	10,2	–	92,4
Oro e depositi in oro	2 484,5	344,6	790,7	–	3 619,8
Buoni del Tesoro	22 477,1	18 021,4	2 660,8	–	43 159,3
Titoli acquistati pronti contro termine	59 918,2	272,0	999,6	–	61 189,8
Depositi vincolati e anticipazioni a banche	73 284,4	6 060,6	11 765,7	123,1	91 233,8
Titoli di Stato e altri titoli	32 827,1	9 141,6	8 831,3	1 444,0	52 244,0
Strumenti derivati	1 435,2	34,5	381,1	–	1 850,8
Partite in corso di ricezione	24,1	–	466,1	–	490,2
Totale esposizioni in bilancio	192 522,8	33 884,7	25 905,5	1 567,1	253 880,1
Impegni					
Aperture di credito non garantite non utilizzate	138,0	198,0	–	–	336,0
Aperture di credito garantite non utilizzate	190,0	6 619,8	66,0	–	6 875,8
Totale impegni per regione	328,0	6 817,8	66,0	–	7 211,8
Totale esposizioni per regione	192 850,8	40 702,5	25 971,5	1 567,1	261 091,9

E. Attenuazione del rischio di credito e garanzie reali

Situazione al 31 marzo	2008		2007	
	Valore equo dei contratti	Valore delle garanzie	Valore equo dei contratti	Valore delle garanzie
<i>In milioni di DSP</i>				
Garanzie ottenute per:				
titoli acquistati pronti contro termine	91 884,6	92 167,7	61 193,0	61 481,0
swap su tassi di interesse	2 979,3	2 429,7	(128,5)	26,8
Totale garanzie ricevute	94 863,9	94 597,4	61 064,5	61 507,8
Garanzie fornite per:				
titoli ceduti pronti contro termine	1 894,1	1 898,2	1 062,5	1 055,9
Totale garanzie fornite	1 894,1	1 898,2	1 062,5	1 055,9

La tabella precedente riporta le garanzie reali ricevute e fornite dalla Banca. La Banca riceve garanzie reali nel quadro di pronti contro termine attivi e accordi di garanzia per determinati swap su tassi di interesse. Essa può vendere o impegnare a sua volta tali garanzie, ma alla scadenza del contratto è tenuta a consegnare strumenti finanziari equivalenti. Le garanzie idonee per i contratti PctT attivi comprendono i titoli di debito di emittenti sovrani e sovranazionali, nonché quelli delle agenzie federali statunitensi. Le garanzie idonee per gli swap di tasso di interesse sono i titoli del Tesoro USA. Durante l'esercizio finanziario 2007/08 non è stata venduta né reimpegnata alcuna garanzia ricevuta.

La Banca offre linee di credito garantite dai depositi effettuati presso di essa o dalle quote-parti detenute dalla clientela in fondi gestiti dalla Banca. Al 31 marzo 2008 l'importo totale delle aperture di credito utilizzabili dalle controparti dietro deposito di garanzia era pari a DSP 6 463,1 milioni (2007: DSP 6 875,8 milioni).

La Banca fornisce garanzie sotto forma di titoli ceduti pronti contro termine. Esse consistono in titoli di amministrazioni pubbliche o agenzie federali USA.

F. Qualità creditizia per categoria di attività finanziarie

Un'attività finanziaria è da considerarsi in sofferenza allorché la controparte non adempie le proprie obbligazioni di pagamento alla scadenza pattuita. La Banca ricalcola il valore equo di praticamente tutte le sue attività finanziarie su base giornaliera, e rivede le proprie valutazioni mensilmente, tenendo conto di eventuali aggiustamenti per le sofferenze. Al 31 marzo 2008 e 2007 la Banca non deteneva alcuna attività finanziaria da considerarsi in sofferenza e non risultava necessario alcun aggiustamento a tale fine.

La tabella seguente riporta la qualità creditizia degli strumenti finanziari iscritti nel bilancio della Banca. I rating indicati corrispondono ai rating interni della Banca, espressi in termini di rating esterni equivalenti. L'oro e i depositi in oro non comprendono l'oro detenuto in custodia e le partite in corso di ricezione non includono le passività emesse non ancora regolate, poiché tali voci non costituiscono esposizioni della Banca al rischio di credito. Le disponibilità indicate in tabella sono riportate al valore equo ad eccezione dell'oro e degli strumenti finanziari a brevissimo termine (cassa e conti a vista e con termine di preavviso), che figurano al costo ammortizzato. La tabella mostra come la grande maggioranza delle esposizioni della Banca abbia un rating di almeno A-.

Situazione al 31 marzo 2008

Categoria di attività/rating della controparte

	AAA	AA	A	BBB	BB e inferiore	Prive di rating	Totale valore equo
<i>In milioni di DSP</i>							
Esposizioni in bilancio							
Cassa e conti a vista presso banche	22,7	12,0	1,6	0,5	-	-	36,8
Oro e depositi in oro		3 123,2	914,9	-	-	-	4 038,1
Buoni del Tesoro	9 878,9	38 735,2	2 122,8	-	-	-	50 736,9
Titoli acquistati pronti contro termine	182,7	71 573,5	20 128,4	-	-	-	91 884,6
Depositi vincolati e anticipazioni a banche	8 843,2	31 847,6	20 348,5	-	1 056,6	-	62 095,9
Titoli di Stato e altri titoli	25 990,6	26 135,8	9 754,8	37,3	-	-	61 918,5
Strumenti derivati	994,0	5 291,3	1 096,1	11,2	33,8	-	7 426,4
Partite in corso di ricezione	397,1	4,8	22,8	-	-	10,7	435,4
Totale esposizioni in bilancio	46 309,2	176 723,4	54 389,9	49,0	1 090,4	10,7	278 572,6
<i>Quote percentuali</i>	<i>17%</i>	<i>63%</i>	<i>20%</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>100%</i>
Impegni							
Non garantiti	304,6	-	-	-	-	-	304,6
Garantiti	180,0	531,0	4 087,1	713,0	952,0	-	6 463,1
Totale impegni in base al rating delle controparti	484,6	531,0	4 087,1	713,0	952,0	-	6 767,7
Totale esposizioni in base al rating delle controparti	46 793,8	177 254,4	58 477,0	762,0	2 042,4	10,7	285 340,3

G. Requisiti patrimoniali minimi per il rischio di credito

Esposizioni verso soggetti sovrani, banche e imprese

Ai fini del calcolo delle attività ponderate per il rischio per le esposizioni verso banche, soggetti sovrani e imprese la Banca ha adottato per gran parte delle sue esposizioni un metodo in linea con il metodo avanzato del sistema basato sui rating interni.

In linea generale, questo metodo prevede che le attività ponderate per il rischio siano calcolate moltiplicando le esposizioni al rischio di credito per i coefficienti di ponderazione ricavati dalle corrispondenti funzioni di ponderazione specificate dal Basilea 2, utilizzando stime proprie della Banca per determinarne i parametri principali. Queste stime sono inoltre utilizzate nel calcolo del capitale economico della Banca a fronte del rischio di credito.

L'esposizione al rischio di credito di una transazione o di una posizione è definita esposizione al momento dell'inadempienza (*exposure at default*, EAD). La Banca calcola l'EAD come valore nozionale di tutte le esposizioni in bilancio e fuori bilancio, ad eccezione dei derivati. L'EAD per i derivati è determinata utilizzando un approccio conforme al metodo dei modelli interni descritto nel Basilea 2. In linea con tale metodologia, la Banca computa le esposizioni positive attese effettive, le quali sono poi moltiplicate per il fattore alfa specificato nel Basilea 2.

I principali parametri delle funzioni di ponderazione del rischio sono la probabilità di inadempienza stimata a un anno della controparte (*probability of default*, PD) e la perdita stimata in caso di inadempienza (*loss-given-default*, LGD), nonché la scadenza della transazione.

In ragione dell'elevata qualità creditizia dei suoi investimenti e della prudente gestione del rischio di credito, la Banca non è in grado di stimare la PD e l'LGD sulla scorta dell'esperienza storica di inadempienza delle controparti. In mancanza di dati interni, la Banca determina la PD stimata delle controparti rapportando i propri rating a valutazioni esterne del merito di credito, tenuto conto degli indici di inadempienza esterni. Analogamente, le stime della LGD sono ricavate da fonti statistiche esterne. Ove opportuno, queste stime sono corrette per l'effetto di mitigazione del rischio derivante dalle garanzie reali ricevute, considerando la volatilità del prezzo di mercato, l'adeguamento dei margini e la frequenza di rivalutazione.

La tabella seguente riporta i dettagli del calcolo delle attività ponderate per il rischio. Le esposizioni sono misurate tenendo conto degli eventuali accordi di *netting* e delle garanzie reali. Al 31 marzo 2008 l'ammontare totale delle esposizioni riportate in tabella comprendeva DSP 5 998,3 milioni di contratti su tassi di interesse e DSP 2 823,1 milioni di contratti su cambi e oro.

Situazione al 31 marzo 2008

Rating interni espressi in termini di rating esterni equivalenti	Ammontare dell'esposizione	PD media ponderata per l'esposizione	LGD media ponderata per l'esposizione	Coefficiente di rischio medio ponderato per l'esposizione	Attività ponderate per il rischio
<i>In percentuale/milioni di DSP</i>	<i>In milioni di DSP</i>	<i>In %</i>	<i>In %</i>	<i>In %</i>	<i>In milioni di DSP</i>
AAA	42 393,0	0,01	34,0	3,3	1 417,7
AA	178 155,6	0,03	22,2	3,5	6 201,3
A	58 280,9	0,05	25,4	6,2	3 631,3
BBB	947,2	0,22	11,1	7,3	68,8
BB e inferiore	1 783,5	10,04	5,2	22,2	396,1
Totale	281 560,2				11 715,2

H. Esposizioni collegate a cartolarizzazioni

La Banca detiene unicamente esposizioni da cartolarizzazione di rating elevato. Le attività ponderate per il rischio per queste esposizioni sono determinate in base al metodo standardizzato.

Data la portata delle attività della Banca, le attività ponderate per il rischio ai termini di Basilea 2 sono determinate secondo il metodo standardizzato per le cartolarizzazioni, il quale prevede l'utilizzo di ponderazioni di rischio corrispondenti a valutazioni esterne del merito di credito. Le agenzie di rating utilizzate a questo scopo sono Moody's Investors Service, Standard & Poor's e Fitch Ratings. Le attività ponderate per il rischio sono quindi calcolate come prodotto del valore nozionale delle esposizioni per le ponderazioni di rischio corrispondenti.

La tabella seguente riporta gli investimenti della Banca in operazioni di cartolarizzazione, ripartiti per tipo di attività.

Situazione al 31 marzo 2008

In milioni di DSP	Rating esterno	Importo dell'esposizione	Ponderazione di rischio	Attività ponderate
Commercial paper garantite da attività	A1/P1/F1+	168,7	20%	33,7
Attività garantite da ipoteche residenziali	AAA	1 344,2	20%	268,9
Titoli garantiti da saldi attivi di carte di credito	AAA	1 111,0	20%	222,2
Titoli garantiti da altri crediti (sotto egida governativa)	AAA	750,1	20%	150,0
Totale		3 374,0		674,8

4. Rischio di mercato

La Banca è esposta al rischio di movimenti sfavorevoli dei prezzi di mercato. Le principali componenti del rischio di mercato per la BRI sono il rischio di prezzo dell'oro, il rischio di tasso di interesse e il rischio di cambio. La Banca incorre nel rischio di mercato soprattutto attraverso le poste attive collegate alla gestione del suo patrimonio. Essa misura il rischio di mercato e calcola il capitale economico sulla base di una metodologia VaR utilizzando una tecnica di simulazione Monte Carlo. Le volatilità e le correlazioni dei fattori di rischio sono stimate su un periodo di osservazione di un anno. La Banca calcola inoltre le sensitività verso certi fattori di rischio di mercato.

In linea con l'obiettivo di preservare il suo livello superiore di qualità creditizia, la Banca misura il capitale economico con un intervallo di confidenza del 99,995% e ipotizzando un periodo di detenzione di un anno. La Direzione gestisce l'utilizzo del capitale economico a fronte dei rischi di mercato nel quadro delle linee generali fissate dal Consiglio di amministrazione. I massimali VaR sono integrati da limiti operativi.

I modelli VaR dipendono dagli assunti statistici utilizzati e dalla qualità dei dati di mercato disponibili e, sebbene orientati al futuro, si basano su estrapolazioni di eventi passati.

Al fine di garantire che tali modelli forniscano un indicatore affidabile delle perdite potenziali sull'orizzonte di un anno, la Banca ha istituito un programma dettagliato di test retrospettivi periodici volti a raffrontare gli andamenti giornalieri con le corrispondenti stime VaR. I risultati dei test sono quindi analizzati e comunicati alla Direzione.

A complemento della misurazione dei rischi di mercato basata sui modelli VaR e i relativi calcoli del capitale economico, la Banca effettua una serie di prove di stress, basate ad esempio su scenari storici di elevata gravità, scenari macroeconomici ipotetici avversi e test di sensitività in relazione alle oscillazioni del prezzo dell'oro, dei tassi di interesse e dei tassi di cambio.

A. Rischio di prezzo dell'oro

Il rischio di prezzo dell'oro è il rischio che movimenti avversi delle quotazioni del metallo influiscano negativamente sulle condizioni finanziarie della Banca.

L'esposizione della Banca a tale rischio riguarda principalmente le disponibilità in oro dei portafogli di investimento, pari a 125 tonnellate di fino (2007: 150 tonnellate). Queste sono detenute in custodia o depositate presso banche commerciali. Al 31 marzo 2008 la posizione in oro della Banca era pari a DSP 2 247,0 milioni (2007: DSP 2 115,2 milioni), ossia al 17% circa del suo patrimonio (2007: 17%). In misura limitata, la BRI è altresì esposta a tale rischio nelle attività bancarie condotte con banche centrali e commerciali. Il rischio di prezzo dell'oro è quantificato nel quadro della metodologia VaR della Banca, comprendente lo schema per il capitale economico e prove di stress.

B. Rischio di tasso di interesse

Il rischio di tasso di interesse è il rischio che movimenti avversi dei tassi di interesse del mercato influiscano negativamente sulle condizioni finanziarie della Banca.

La Banca è esposta a questo rischio soprattutto attraverso le attività fruttifere di interesse collegate alla gestione del suo patrimonio. Tali attività sono gestite facendo riferimento a un indice obbligazionario con obiettivo prefissato di durata media finanziaria. In misura limitata, la Banca è esposta al rischio di tasso di interesse anche nella sua attività di raccolta e investimento dei depositi della clientela.

La Banca misura e monitora il rischio di tasso di interesse sulla base di una metodologia VaR e di analisi di sensitività che tengono conto delle oscillazioni dei tassi del mercato monetario, dei rendimenti dei titoli di Stato, dei tassi swap e degli spread creditizi.

Le tabelle seguenti mostrano l'impatto prodotto sul capitale della Banca da uno spostamento verso l'alto dell'1% nel segmento della curva dei rendimenti corrispondente alle fasce di scadenza indicate.

Situazione al 31 marzo 2008

<i>In milioni di DSP</i>	Fino a 6 mesi	Da 6 a 12 mesi	Da 1 a 2 anni	Da 2 a 3 anni	Da 3 a 4 anni	Da 4 a 5 anni	Oltre 5 anni
Euro	(5,8)	(3,4)	(26,9)	(16,6)	(17,3)	(31,7)	(61,4)
Yen giapponese	0,1	(0,9)	(4,8)	(7,7)	(7,5)	(4,4)	(19,9)
Sterlina	3,9	(3,8)	(4,6)	(5,8)	(5,8)	(6,9)	(23,3)
Franco svizzero	(0,6)	0,1	(0,6)	(0,5)	(0,5)	(1,0)	2,2
Dollaro USA	(2,6)	(15,0)	(23,9)	(12,4)	(16,3)	(26,1)	(72,7)
Altre valute	(1,7)	(6,0)	(8,2)	(2,9)	(13,3)	(1,1)	-
Totale	(6,7)	(29,0)	(69,0)	(45,9)	(60,7)	(71,2)	(175,1)

Situazione al 31 marzo 2007

<i>In milioni di DSP</i>	Fino a 6 mesi	Da 6 a 12 mesi	Da 1 a 2 anni	Da 2 a 3 anni	Da 3 a 4 anni	Da 4 a 5 anni	Oltre 5 anni
Euro	(10,7)	5,8	(24,9)	(23,1)	(18,1)	(19,6)	(52,9)
Yen giapponese	(0,3)	0,2	(4,8)	(5,7)	(6,7)	(6,3)	(13,3)
Sterlina	(8,0)	8,3	(5,7)	(5,6)	(7,5)	(8,5)	(17,8)
Franco svizzero	(0,8)	(0,6)	(0,4)	(0,7)	(0,6)	(0,9)	2,0
Dollaro USA	(25,6)	(2,6)	(29,1)	(14,5)	(13,2)	(26,1)	(68,7)
Altre valute	(0,7)	(6,5)	(13,9)	(10,1)	(2,7)	(13,9)	(0,4)
Totale	(46,1)	4,6	(78,8)	(59,7)	(48,8)	(75,3)	(151,1)

C. Rischio di cambio

La valuta funzionale della Banca, il DSP, è una moneta panierata composta da quantità fisse di dollari USA, euro, yen e sterline. Il rischio di cambio è il rischio che movimenti avversi dei tassi di cambio influiscano negativamente sulle condizioni finanziarie della Banca. La Banca incorre in tale rischio soprattutto attraverso le poste attive collegate alla gestione del suo patrimonio, ma anche attraverso la gestione dei depositi della clientela e la sua attività di intermediario nelle operazioni in cambi fra banche centrali e banche commerciali. La Banca riduce la propria esposizione al rischio di cambio facendo corrispondere periodicamente la composizione valutaria delle attività pertinenti a quella del paniere del DSP e limitando le esposizioni collegate ai depositi della clientela e all'attività di intermediazione in cambi.

Il rischio di cambio è misurato e monitorato in base alla metodologia VaR della Banca e ad analisi di sensitività sulle oscillazioni dei principali tassi di cambio.

La tabella seguente riporta le attività e le passività della Banca per singola valuta e in oro. La posizione netta in valuta e oro riportata in queste tabelle comprende le attività in oro dei portafogli di investimento della Banca. Al fine di determinare l'esposizione netta della Banca al rischio di cambio vanno rimosse le poste in oro. Successivamente, si deduce dalla posizione netta in cambi escluso l'oro la posizione neutrale rispetto al DSP, ottenendo l'esposizione netta in valuta della Banca su base neutrale rispetto al DSP.

Situazione al 31 marzo 2008

<i>In milioni di DSP</i>	DSP	USD	EUR	GBP	JPY	CHF	Oro	Altre valute	Totale
Attività									
Cassa e conti a vista presso banche	-	9,3	14,5	2,1	-	4,7	-	6,2	36,8
Oro e depositi in oro	-	17,2	-	-	-	-	31 520,5	-	31 537,7
Buoni del Tesoro	-	28,1	12 931,5	-	37 777,3	-	-	-	50 736,9
Titoli acquistati pronti contro termine	-	1 823,5	79 059,5	7 911,8	3 089,8	-	-	-	91 884,6
Depositi vincolati e anticipazioni a banche	669,8	45 677,1	4 565,0	9 250,4	182,7	972,1	-	778,8	62 095,9
Titoli di Stato e altri titoli	-	29 690,6	22 395,8	4 195,1	1 472,5	62,4	-	4 102,1	61 918,5
Partite in corso di ricezione	-	4 400,1	35,8	710,5	24,4	7,4	-	133,6	5 311,8
Terreni, immobili, arredi e attrezzature	190,4	-	-	-	-	-	-	-	190,4
Totale	860,2	81 645,9	119 002,1	22 069,9	42 546,7	1 046,6	31 520,5	5 020,7	303 712,6
Passività									
Depositi in valuta	(2 238,8)	(157 367,2)	(45 777,9)	(17 837,7)	(3 601,3)	(987,0)	-	(8 311,0)	(236 120,9)
Depositi in oro	-	(8,9)	-	-	-	-	(29 092,5)	-	(29 101,4)
Titoli ceduti pronti contro termine	-	(1 489,1)	-	(405,0)	-	-	-	-	(1 894,1)
Partite in corso di pagamento	-	(2 094,5)	(22 011,4)	(146,9)	-	-	-	(112,6)	(24 365,4)
Altre passività	-	(117,2)	(0,5)	-	-	(208,8)	-	-	(326,5)
Totale	(2 238,8)	(161 076,9)	(67 789,8)	(18 389,6)	(3 601,3)	(1 195,8)	(29 092,5)	(8 423,6)	(291 808,3)
Strumenti finanziari derivati netti	71,6	84 238,4	(46 363,2)	(2 340,1)	(37 560,1)	(49,2)	(181,0)	3 382,3	1 198,7
Posizione netta in valuta e in oro	(1 307,0)	4 807,4	4 849,1	1 340,2	1 385,3	(198,4)	2 247,0	(20,6)	13 103,0
Aggiustamento per le attività in oro dei portafogli di investimento	-	-	-	-	-	-	(2 247,0)	-	(2 247,0)
Posizione netta in valuta	(1 307,0)	4 807,4	4 849,1	1 340,2	1 385,3	(198,4)	-	(20,6)	10 856,0
Posizione neutrale rispetto al DSP	1 307,0	(4 683,0)	(4 788,5)	(1 327,0)	(1 364,5)	-	-	-	(10 856,0)
Esposizione netta in valuta su base neutrale rispetto al DSP	-	124,4	60,6	13,2	20,8	(198,4)	-	(20,6)	-

Situazione al 31 marzo 2007

	DSP	USD	EUR	GBP	JPY	CHF	Oro	Altre valute	Totale
<i>In milioni di DSP</i>									
Attività									
Cassa e conti a vista presso banche	-	10,0	56,0	1,1	-	2,5	-	22,8	92,4
Oro e depositi in oro	-	-	-	-	-	-	15 434,3	23,3	15 457,6
Buoni del Tesoro	-	2 658,4	22 479,5	-	18 021,4	-	-	-	43 159,3
Titoli acquistati pronti contro termine	-	1 087,2	54 235,8	5 594,7	272,1	-	-	-	61 189,8
Depositi vincolati e anticipazioni a banche	73,4	72 844,2	724,7	15 419,0	2,8	936,6	-	1 233,1	91 233,8
Titoli di Stato e altri titoli	-	18 185,0	23 361,5	3 476,6	1 993,2	61,6	-	5 166,1	52 244,0
Partite in corso di ricezione	-	4 657,2	213,6	458,7	28,0	115,8	-	0,3	5 473,6
Terreni, immobili, arredi e attrezzature	188,0	-	-	-	-	-	-	-	188,0
Totale	261,4	99 442,0	101 071,1	24 950,1	20 317,5	1 116,5	15 434,3	6 445,6	269 038,5
Passività									
Depositi in valuta	(2 006,3)	(138 444,1)	(46 372,0)	(22 781,6)	(3 381,4)	(1 068,0)	-	(7 745,3)	(221 798,7)
Depositi in oro	-	(12,8)	-	-	-	-	(13 122,1)	-	(13 134,9)
Titoli ceduti pronti contro termine	-	(889,2)	(173,3)	-	-	-	-	-	(1 062,5)
Partite in corso di pagamento	-	(1 118,8)	(17 772,5)	(132,2)	(280,6)	-	(182,7)	(97,3)	(19 584,1)
Altre passività	-	(145,0)	(48,5)	-	-	(173,2)	-	(7,1)	(373,8)
Totale	(2 006,3)	(140 609,9)	(64 366,3)	(22 913,8)	(3 662,0)	(1 241,2)	(13 304,8)	(7 849,7)	(255 954,0)
Strumenti finanziari derivati netti	118,5	46 066,1	(32 435,9)	(730,3)	(15 366,3)	(40,5)	(14,3)	1 410,5	(992,2)
Posizione netta in valuta e in oro	(1 626,4)	4 898,2	4 268,9	1 306,0	1 289,2	(165,2)	2 115,2	6,4	12 092,3
Aggiustamento per le attività in oro dei portafogli di investimento	-	-	-	-	-	-	(2 115,2)	-	(2 115,2)
Posizione netta in valuta	(1 626,4)	4 898,2	4 268,9	1 306,0	1 289,2	(165,2)	-	6,4	9 977,1
Posizione neutrale rispetto al DSP	1 626,4	(4 819,0)	(4 214,7)	(1 363,0)	(1 206,8)	-	-	-	(9 977,1)
Esposizione netta in valuta su base neutrale rispetto al DSP	-	79,2	54,2	(57,0)	82,4	(165,2)	-	6,4	-

D. VaR del rischio di mercato per tipologia di rischio e in totale

La Banca misura il rischio di mercato tramite una metodologia VaR che impiega una tecnica di simulazione Monte Carlo e tenendo conto delle correlazioni fra i vari fattori di rischio. Il capitale economico per il rischio di mercato è anch'esso calcolato utilizzando un intervallo di confidenza del 99,995% e ipotizzando un periodo di detenzione di un anno. Il rischio di prezzo dell'oro è quantificato in relazione alla quotazione dell'oro in termini di dollari USA. La componente di rischio di cambio derivante dalle oscillazioni del tasso di cambio del dollaro nei confronti del DSP è incorporata nella misurazione del rischio di cambio. La tabella seguente riporta i dati principali relativi all'esposizione della Banca al rischio di mercato in termini di capitale economico per gli ultimi due esercizi finanziari.

Per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo

In milioni di DSP	2008				2007			
	Media	Massimo	Minimo	Al 31 marzo	Media	Massimo	Minimo	Al 31 marzo
Rischio di prezzo dell'oro	1 399,7	2 163,9	958,1	2 116,1	1 844,1	2 690,7	1 250,9	1 278,5
Rischio di tasso di interesse	1 294,4	2 200,6	623,4	2 187,0	682,4	937,8	553,6	654,8
Rischio di cambio	289,0	574,0	169,9	519,3	336,2	461,0	230,9	233,3
Effetti di correlazione e diversificazione	(1 227,6)	(1 988,5)	(571,9)	(2 132,7)	(992,0)	(1 526,9)	(734,4)	(777,5)
Totale VaR	1 755,5	2 950,0	1 179,5	2 689,7	1 870,7	2 562,6	1 301,0	1 389,1

Ai fini del calcolo dei requisiti patrimoniali minimi per i rischi di mercato secondo lo schema Basilea 2, la Banca ha adottato un approccio per i portafogli bancari in linea con la portata e la natura delle sue operazioni. Essa computa pertanto le attività ponderate per i rischi di mercato in ordine al rischio di prezzo dell'oro e al rischio di cambio, ma non al rischio di tasso di interesse. I corrispondenti requisiti patrimoniali minimi sono ricavati secondo la metodologia dei modelli interni basata sul VaR. Essa prevede che il calcolo sia effettuato utilizzando la metodologia VaR della Banca, ipotizzando un intervallo di confidenza del 99%, un periodo di detenzione di dieci giorni e un periodo di osservazione storico di un anno.

Il requisito patrimoniale minimo risulta dal valore più elevato fra il VaR nel giorno del calcolo e la sua media giornaliera in ciascuno dei sessanta giorni operativi precedenti (compreso il giorno del calcolo), applicando un fattore di moltiplicazione pari a tre, e un'eventuale maggiorazione in funzione dei risultati dei test retrospettivi. Per il periodo sotto rassegna, il numero di osservazioni anomale nei test retrospettivi è rimasto all'interno di un intervallo tale da non richiedere l'applicazione di alcuna maggiorazione. Il requisito patrimoniale minimo della Banca per il rischio di mercato e le corrispondenti attività ponderate per il rischio al 31 marzo 2008 sono riportati nella tabella seguente.

Situazione al 31 marzo 2008

In milioni di DSP	VaR corrispondente	Attività ponderate (A)	Requisito patrimoniale minimo (B)
Rischio di mercato (A) ricavato come (B) / 8%	218,6	8 197,5	655,8

5. Rischio di liquidità

La Banca è soggetta al rischio di liquidità nella misura in cui può non essere in grado di far fronte a esigenze di cassa e di garanzia attuali o future, attese o impreviste, senza influire sulla sua operatività giornaliera o sulle sue condizioni finanziarie.

I saldi in essere dei depositi in valuta e in oro provenienti da banche centrali, organizzazioni internazionali e altre istituzioni pubbliche costituiscono le determinanti fondamentali della dimensione del bilancio della Banca. La BRI si è impegnata a riacquistare al valore equo taluni dei suoi strumenti di deposito in valuta con preavviso di uno o due giorni. La gestione della Banca è volta a preservare un elevato grado di liquidità, così da permetterle di far fronte in ogni momento alle richieste della clientela.

Per gestire la liquidità la BRI ha elaborato uno schema basato su un modello statistico fondato su ipotesi prudenti riguardo ai flussi di cassa in entrata e alla liquidità del passivo. All'interno di questo schema il Consiglio di amministrazione ha fissato una soglia per l'indice di liquidità, secondo cui le attività liquide devono essere almeno pari al 100% delle potenziali esigenze di liquidità. Sono inoltre condotte prove di stress che ipotizzano scenari estremi di prelievo di fondi. Le simulazioni specificano requisiti aggiuntivi da soddisfare mediante la detenzione di attività liquide. La liquidità della Banca è stata costantemente ben al di sopra del quoziente minimo e dei requisiti imposti dalle prove di stress condotte.

I depositi in valuta e oro, principalmente da banche centrali e istituzioni internazionali, costituiscono l'89% (2007: 91%) delle passività totali della Banca. Al 31 marzo 2008 tali depositi provenivano da 152 depositanti (2007: 152). Essi si caratterizzano per un grado di concentrazione significativo in termini di depositanti; a ciascuno dei quattro clienti principali è infatti riconducibile oltre il 5% dei depositi totali in base alla data di regolamento (2007: quattro clienti).

La tabella seguente mostra la configurazione per scadenze dei flussi di cassa relativi ad attività e passività. Gli importi segnalati sono i flussi di cassa non attualizzati corrispondenti agli impegni della Banca.

Situazione al 31 marzo 2008

<i>In milioni di DSP</i>	Fino a 1 mese	Da 1 a 3 mesi	Da 3 a 6 mesi	Da 6 a 12 mesi	Da 1 a 2 anni	Da 2 a 5 anni	Da 5 a 10 anni	Oltre 10 anni	Totale
Attività									
Cassa e conti a vista presso banche	36,8	-	-	-	-	-	-	-	36,8
Oro e depositi in oro	27 836,1	215,9	379,1	558,8	1 446,3	974,8	151,6	-	31 562,6
Buoni del Tesoro	15 043,0	27 977,7	6 629,3	1 195,5	-	-	-	-	50 845,5
Titoli acquistati pronti contro termine	53 803,9	14 279,9	2 079,3	-	-	-	-	-	70 163,1
Depositi vincolati e anticipazioni a banche	24 550,5	24 058,1	9 636,4	3 140,8	-	-	-	-	61 385,8
Titoli di Stato e altri titoli	7 940,5	8 755,7	5 245,0	6 710,1	10 340,2	15 696,2	12 543,5	923,7	68 154,9
Totale	129 210,8	75 287,3	23 969,1	11 605,2	11 786,5	16 671,0	12 695,1	923,7	282 148,7
Passività									
Depositi in valuta									
Strumenti di deposito rimborsabili con preavviso di 1-2 giorni									
	(5 757,5)	(21 501,1)	(20 601,1)	(28 243,4)	(35 374,1)	(33 370,0)	(9 928,4)	(9,3)	(154 784,9)
Altri depositi in valuta	(56 610,6)	(16 760,6)	(7 355,6)	(3 229,8)	-	-	-	-	(83 956,6)
Depositi in oro	(27 579,3)	-	(18,2)	(125,1)	(864,2)	(373,9)	(150,1)	-	(29 110,8)
Titoli ceduti pronti contro termine	(1 896,3)	-	-	-	-	-	-	-	(1 896,3)
Titoli venduti allo scoperto	(11,9)	-	-	-	-	(16,2)	(12,4)	(75,1)	(115,6)
Totale	(91 855,6)	(38 261,7)	(27 974,9)	(31 598,3)	(36 238,3)	(33 760,1)	(10 090,9)	(84,4)	(269 864,2)
Strumenti derivati									
<i>Regolati su base netta</i>									
Contratti su tassi di interesse	(59,6)	87,8	43,6	1 711,3	1 223,9	741,4	34,4	-	3 782,8
<i>Regolati su base lorda</i>									
Contratti su tassi di cambio e prezzo dell'oro									
Afflussi	77 731,6	33 831,8	8 236,2	10 349,7	135,2	-	-	-	130 284,5
Deflussi	(78 792,3)	(34 443,3)	(8 222,5)	(10 285,7)	(135,2)	-	-	-	(131 879,0)
Totale parziale	(1 060,7)	(611,5)	13,7	64,0	-	-	-	-	(1 594,5)
Contratti su tassi di interesse - regolati su base lorda									
Afflussi	80,6	121,1	239,3	529,6	534,6	917,6	1 034,0	-	3 456,8
Deflussi	(99,8)	(157,4)	(279,4)	(673,1)	(610,6)	(1 112,6)	(1 316,8)	-	(4 249,7)
Totale parziale	(19,2)	(36,3)	(40,1)	(143,5)	(76,0)	(195,0)	(282,8)	-	(792,9)
Totale derivati	(1 139,5)	(560,0)	17,2	1 631,8	1 147,9	546,4	(248,4)	-	1 395,4
Totale flussi di cassa futuri non attualizzati	36 215,7	36 465,6	(3 988,6)	(18 361,3)	(23 303,9)	(16 542,7)	2 355,8	839,3	13 679,9

Situazione al 31 marzo 2007

<i>In milioni di DSP</i>	Fino a 1 mese	Da 1 a 3 mesi	Da 3 a 6 mesi	Da 6 a 12 mesi	Da 1 a 2 anni	Da 2 a 5 anni	Da 5 a 10 anni	Oltre 10 anni	Totale
Attività									
Cassa e conti a vista presso banche	92,4	-	-	-	-	-	-	-	92,4
Oro e depositi in oro	12 011,9	115,5	60,4	205,3	1 008,6	1 609,0	333,2	-	15 343,9
Buoni del Tesoro	13 913,7	16 142,5	7 616,5	5 513,1	-	2,4	-	-	43 188,2
Titoli acquistati pronti contro termine	32 709,7	4 553,5	6 750,3	-	-	-	-	-	44 013,5
Depositi vincolati e anticipazioni a banche	29 884,2	23 350,6	22 574,6	15 926,7	534,9	-	-	-	92 271,0
Titoli di Stato e altri titoli	2 315,2	6 133,8	4 278,1	8 291,5	11 156,9	13 387,8	12 371,4	972,1	58 906,8
Totale	90 927,1	50 295,9	41 279,9	29 936,6	12 700,4	14 999,2	12 704,6	972,1	253 815,8
Passività									
Depositi in valuta									
Strumenti di deposito rimborsabili con preavviso di 1-2 giorni									
	(8 073,2)	(11 707,8)	(23 952,7)	(34 078,5)	(25 290,4)	(28 253,5)	(7 997,8)	-	(139 353,9)
Altri depositi in valuta	(48 814,3)	(11 830,0)	(11 050,30)	(15 528,1)	(4,7)	-	-	-	(87 227,4)
Depositi in oro	(11 965,5)	(28,3)	(56,7)	(73,2)	(14,3)	(889,4)	(120,1)	-	(13 147,5)
Titoli ceduti pronti contro termine	(961,7)	(103,7)	-	-	-	-	-	-	(1 065,4)
Titoli venduti allo scoperto	(0,3)	-	-	-	-	(41,5)	(7,9)	(92,8)	(142,5)
Totale	(69 815,0)	(23 669,8)	(35 059,7)	(49 679,8)	(25 309,4)	(29 184,4)	(8 125,8)	(92,8)	(240 936,7)
Strumenti derivati									
<i>Regolati su base netta</i>									
Contratti su tassi di interesse	78,6	(350,3)	(263,3)	(132,9)	269,6	291,2	50,4	(4,3)	(61,0)
<i>Regolati su base lorda</i>									
Contratti su tassi di cambio e prezzo dell'oro									
Afflussi	45 092,9	17 810,5	920,4	3 349,8	239,1	134,5	-	-	67 547,2
Deflussi	(45 324,5)	(17 824,2)	(906,4)	(3 270,3)	(238,4)	(134,5)	-	-	(67 698,3)
Totale parziale	(231,6)	(13,7)	14,0	79,5	0,7	0	-	-	(151,1)
Contratti su tassi di interesse – regolati su base netta									
Afflussi	223,6	144,8	578,4	637,9	967,2	1 297,5	1 454,2	-	5 303,6
Deflussi	(307,4)	(159,5)	(649,7)	(771,0)	(1 031,0)	(1 336,1)	(1 559,5)	-	(5 814,2)
Totale parziale	(83,8)	(14,7)	(71,3)	(133,1)	(63,8)	(38,6)	(105,3)	-	(510,6)
Totale derivati	(236,8)	(378,7)	(320,6)	(186,5)	206,5	252,6	(54,9)	(4,3)	(722,7)
Totale flussi di cassa futuri non attualizzati	20 875,3	26 247,4	5 899,6	(19 929,7)	(12 402,5)	(13 932,6)	4 523,9	875,0	12 156,4

Nel corso della sua normale attività bancaria, la Banca vende contratti di opzione. La tabella seguente presenta il valore equo delle opzioni vendute, suddivise in base alla data di esercizio.

Opzioni vendute

<i>In milioni di DSP</i>	Fino a 1 mese	Da 1 a 3 mesi	Da 3 a 6 mesi	Da 6 a 12 mesi	Da 1 a 2 anni	Da 2 a 5 anni	Da 5 a 10 anni	Oltre 10 anni	Totale
Situazione al 31 marzo 2008	(0,9)	(11,3)	(9,7)	(94,3)	(5,3)	-	-	-	(121,5)
Situazione al 31 marzo 2007	(8,5)	(9,7)	(3,1)	(46,5)	(0,1)	-	-	-	(67,9)

La tabella seguente riporta le scadenze contrattuali degli impegni creditizi alla data di chiusura del bilancio.

Scadenza contrattuale

<i>In milioni di DSP</i>	Fino a 1 mese	Da 1 a 3 mesi	Da 3 a 6 mesi	Da 6 a 12 mesi	Da 1 a 2 anni	Da 2 a 5 anni	Da 5 a 10 anni	Oltre 10 anni	Totale
Situazione al 31 marzo 2008	243,7	466,3	-	4 212,7	-	-	-	1 845,0	6 767,7
Situazione al 31 marzo 2007	66,0	330,4	-	4 815,4	-	-	-	2 000,0	7 211,8

6. Rischio operativo

La Banca definisce il rischio operativo come il rischio di perdite finanziarie e/o di danni alla reputazione della Banca derivanti da una o più fonti di rischio come di seguito specificato:

- fattori umani: personale insufficiente o privo delle conoscenze, delle competenze o dell'esperienza richieste, formazione o sviluppo carenti, controlli inadeguati, perdita di personale chiave, insufficiente pianificazione delle sostituzioni, mancanza di integrità o di principi deontologici;
- carenze o disfunzioni a livello di procedure: politiche o procedure lacunose, inadeguate o non appropriatamente documentate, recepite, applicate, seguite o fatte rispettare;
- carenze o disfunzioni a livello di sistemi: sistemi lacunosi, inadeguati o non disponibili oppure non operanti come previsto;
- eventi esterni: il verificarsi di un evento che si ripercuote in modo avverso sulla Banca e che questa non è in grado di controllare.

Il rischio operativo comprende il rischio legale, ma non quello strategico.

Il quadro, le politiche e le procedure di gestione del rischio operativo adottati dalla Banca comprendono la gestione e la misurazione del rischio stesso, ivi compresa la determinazione dei principali parametri e input rilevanti, la programmazione della continuità operativa e il monitoraggio dei principali indicatori di rischio.

La Banca ha istituito una procedura di segnalazione immediata degli incidenti collegati al rischio operativo. L'Unità Conformità e rischio operativo elabora piani di azione per le singole unità e verifica la loro applicazione con regolarità.

Per la misurazione del rischio operativo la Banca ha adottato un approccio coerente con quello avanzato di misurazione contenuto nello schema Basilea 2 per il calcolo delle attività ponderate per il rischio operativo e la misurazione del capitale economico a fronte di tale rischio. Nel calcolo vengono considerati i dati di perdita interni ed esterni e le stime ottenute da analisi di scenario volte a valutare i cambiamenti nel contesto operativo e di controllo della Banca.

In linea con gli assunti e i parametri principali definiti dallo schema Basilea 2, il calcolo del requisito patrimoniale minimo a fronte del rischio operativo non tiene conto del rischio reputazionale ed è effettuato ipotizzando un intervallo di confidenza del 99,9% e un orizzonte temporale di un anno. Nel quantificare il rischio operativo cui è esposta, la Banca non tiene conto di eventuali protezioni assicurative.

Così come per il calcolo del capitale economico a fronte del rischio finanziario, la Banca misura il capitale economico per il rischio operativo a un intervallo di confidenza del 99,995% su un orizzonte temporale di un anno.

La tabella seguente riporta il requisito patrimoniale minimo per il rischio operativo e le corrispondenti attività ponderate per il rischio al 31 marzo 2008.

Situazione al 31 marzo 2008

<i>In milioni di DSP</i>	VaR	Attività ponderate (A)	Requisito patrimoniale minimo (B)
Rischio operativo, (A) ricavato come (B) / 8%	157,0	1 962,5	157,0

Relazione della Società di revisione

al Consiglio di amministrazione e all'Assemblea generale
della Banca dei Regolamenti Internazionali, Basilea

Abbiamo effettuato la revisione delle allegate situazioni contabili (pagg. 210-267) della Banca dei Regolamenti Internazionali, costituite, in conformità dello Statuto della Banca, dalla Situazione patrimoniale al 31 marzo 2008, dal Conto economico per l'esercizio finanziario concluso in tale data e dalle Note integrative. Le situazioni dei conti sono state predisposte dalla Direzione della Banca in conformità dello Statuto e dei principi di valutazione adottati in base ai criteri contabili descritti nelle Note integrative. La Direzione della Banca è responsabile dell'impostazione, dell'attuazione e del mantenimento di un sistema di controlli interni funzionale alla predisposizione e alla corretta rappresentazione di situazioni contabili esenti da inesattezze sostanziali dovute a frode o a errore; la Direzione è inoltre responsabile della selezione e dell'applicazione di criteri adeguati di rilevazione contabile e della formulazione di stime ragionevoli in relazione alle circostanze. Il nostro mandato ai sensi dello Statuto della Banca è quello di formulare, in base alla nostra revisione, un giudizio indipendente sulla Situazione patrimoniale e sul Conto economico, e di riferire tale giudizio al Consiglio di amministrazione e all'Assemblea generale.

Abbiamo effettuato le verifiche conformemente ai principi internazionali in materia di revisione, i quali prevedono che la revisione sia condotta nel rispetto delle norme deontologiche e sia pianificata e svolta in modo da poter stabilire con ragionevole certezza che le informazioni contenute nelle situazioni dei conti siano esenti da inesattezze sostanziali. La revisione si fonda su procedimenti atti a ottenere gli elementi probativi a supporto dei saldi e delle informazioni contenuti nelle situazioni contabili. Le procedure concretamente adottate dipendono dal giudizio del revisore, il quale valuta fra l'altro il rischio di inesattezze sostanziali dovute a frode o errore. A questo scopo, il revisore considera i controlli interni applicati ai fini della redazione e della corretta rappresentazione delle situazioni dei conti, non per esprimere un'opinione sull'efficacia di tali controlli, bensì per poter adottare procedure di revisione adeguate alle circostanze. Il procedimento di revisione comprende altresì la valutazione dell'adeguatezza dei criteri contabili utilizzati e della ragionevolezza delle stime effettuate dagli organi direttivi, nonché quella della presentazione complessiva delle situazioni contabili. Abbiamo ricevuto tutte le informazioni e le spiegazioni da noi richieste al fine di accertare che la Situazione patrimoniale e il Conto economico siano esenti da errori sostanziali, e riteniamo che la revisione svolta fornisca una base adeguata per il nostro giudizio.

A nostro giudizio le situazioni contabili, comprese le relative Note, sono state redatte in modo appropriato e forniscono un quadro veritiero e corretto della situazione finanziaria della Banca dei Regolamenti Internazionali al 31 marzo 2008, nonché dei risultati delle sue operazioni nell'esercizio chiuso a tale data, conformemente allo Statuto della Banca e ai criteri contabili descritti nelle Note integrative.

Deloitte AG

Dott. Philip Göth

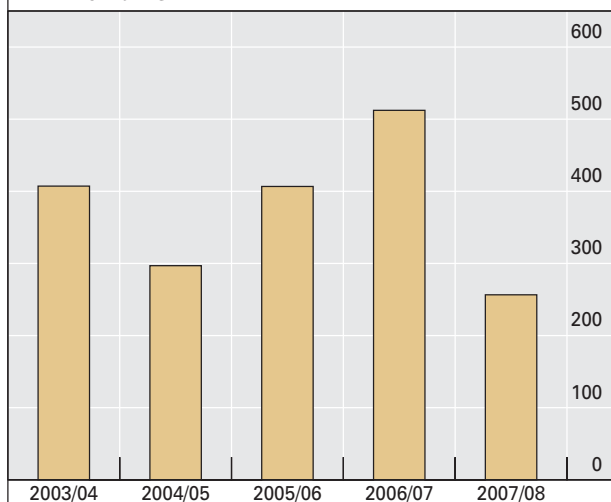
Pavel Nemecek

Zurigo, 5 maggio 2008

Rappresentazione grafica delle dinamiche degli ultimi cinque anni

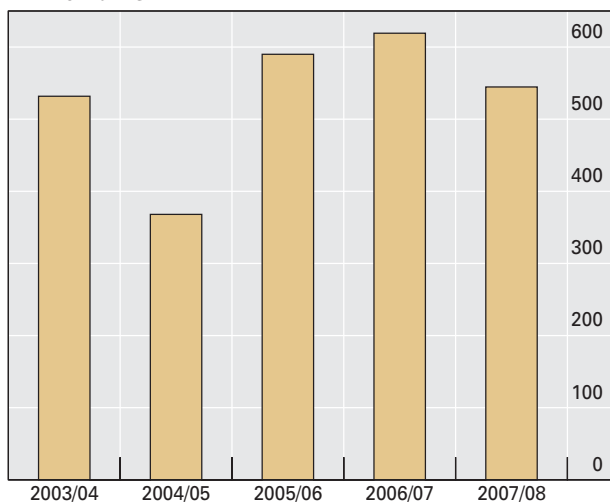
Utile operativo

In milioni di DSP



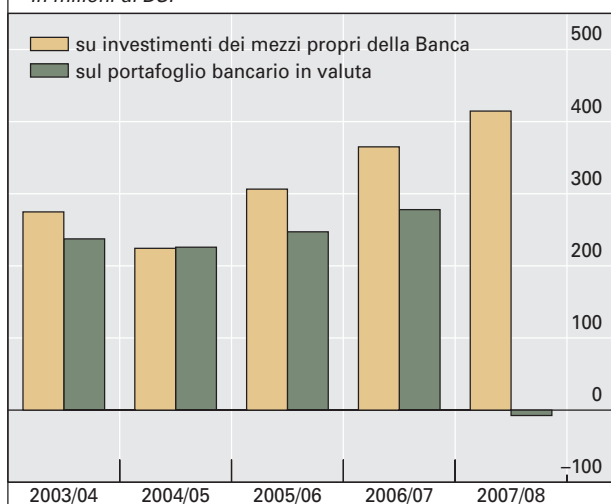
Utile netto

In milioni di DSP



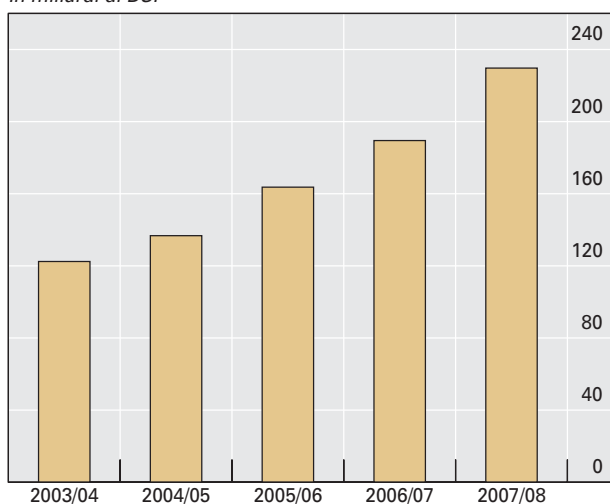
Interessi netti su investimenti in valuta

In milioni di DSP



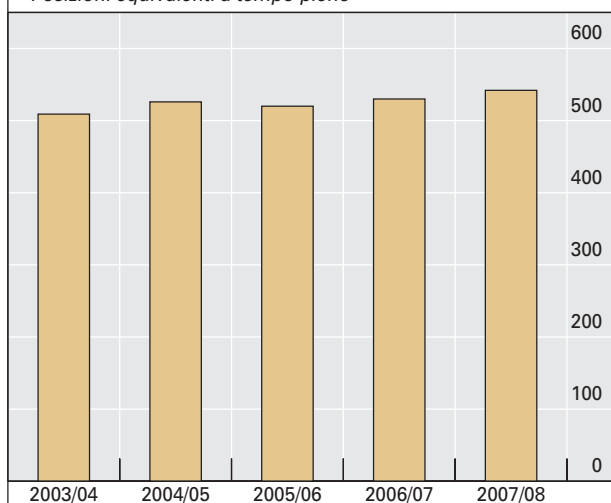
Depositi in valuta (media; in base alla data di regolamento)

In miliardi di DSP



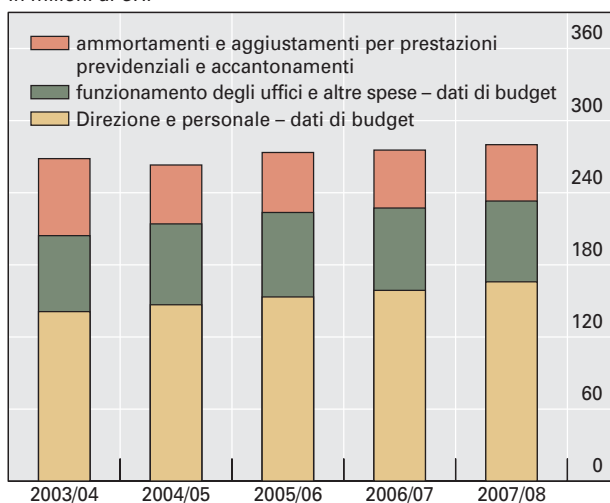
Numero medio di dipendenti

Posizioni equivalenti a tempo pieno



Costi operativi

In milioni di CHF



I dati finanziari riportati nei quattro diagrammi superiori sono stati rettificati a seguito della modifica dei criteri contabili introdotta quest'anno.

