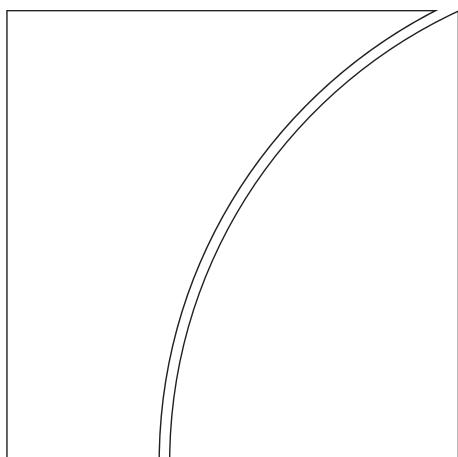




BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI



79^a Relazione annuale

1° aprile 2008-31 marzo 2009

Basilea, 29 giugno 2009

Copie delle pubblicazioni sono disponibili presso:

Banca dei Regolamenti Internazionali
Comunicazione
CH-4002 Basilea, Svizzera

E-mail: publications@bis.org

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

© *Banca dei Regolamenti Internazionali 2009. 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 92-9131-475-7 (stampa)

ISBN 92-9197-475-7 (online)

Pubblicata anche in francese, inglese, spagnolo e tedesco.

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

Indice

Lettera di presentazione	1
I. Risanamento, ripresa, riforma	3
Cosa non ha funzionato?	4
<i>Cause macroeconomiche: squilibri e tassi di interesse</i>	5
<i>Cause microeconomiche: incentivi, misurazione dei rischi e regolamentazione</i>	8
Gli avvertimenti	12
Evoluzione della crisi	14
II. La crisi finanziaria mondiale	19
Le fasi iniziali	20
<i>Prima fase: preludio (fino a metà marzo 2008)</i>	20
<i>Seconda fase: gli eventi culminati nel fallimento di Lehman Brothers (metà marzo-metà settembre 2008)</i>	22
La crisi di fiducia	27
<i>Terza fase: perdita di fiducia a livello mondiale (15 settembre-fine ottobre 2008)</i>	27
Riquadro – I fondi del mercato monetario amplificano l'instabilità all'indomani del fallimento di Lehman Brothers	28
Ricadute macroeconomiche e finanziarie a livello mondiale	36
<i>Quarta fase: l'attenzione degli investitori si focalizza sul rallentamento economico mondiale (fine ottobre 2008-metà marzo 2009)</i>	36
<i>Quinta fase: primi segni di stabilizzazione (da metà marzo 2009)</i>	39
III. Il settore finanziario sotto stress	43
Le istituzioni finanziarie in difficoltà	43
Redditività bancaria	44
<i>Composizione delle perdite bancarie</i>	46
<i>Banche di investimento</i>	47
Capitalizzazione e riduzione della leva finanziaria	50
<i>Riduzione del grado di leva finanziaria</i>	51
Compagnie di assicurazione e fondi pensione	54
Fondi speculativi	55
Implicazioni a lungo termine della crisi per il settore finanziario	56
<i>Le carenze della cartolarizzazione</i>	57
<i>Le interdipendenze fra istituzioni e mercati</i>	58
<i>Raggiunti i limiti della diversificazione internazionale?</i>	59
<i>Le dimensioni del settore finanziario</i>	62
IV. Le ripercussioni sulle economie industriali	63
Prima della crisi	64
Dal boom alla recessione	67
Contrazione economica, bilanci e credito	69

<i>Bilanci delle famiglie</i>	69
<i>Bilanci societari</i>	71
<i>Fase contrattiva del ciclo creditizio</i>	72
<i>Fattori che hanno aggravato e propagato la recessione</i>	75
Andamento dell'inflazione nelle economie industriali	77
Riquadro – L'impatto dell'attuale crisi sul prodotto potenziale	78
Sintesi	81
V. Le ripercussioni sulle economie emergenti	83
Prima della crisi	84
Grave shock per l'economia reale	87
<i>Contrazione dell'attività economica</i>	87
<i>Prospettive per la ripresa</i>	89
Maggiori difficoltà di finanziamento esterno	91
Fattori a sostegno dell'attività economica	97
<i>Offerta di liquidità in valuta estera</i>	97
<i>Resilienza del sistema bancario e del credito</i>	99
Conclusioni	101
VI. Le risposte di politica economica alla crisi	103
Politica monetaria	104
<i>Ampliamento del campo di azione delle banche centrali</i>	106
<i>Rassegna delle risposte delle banche centrali alla crisi</i>	109
Riquadro VI.A – Coordinamento tra le banche centrali durante la crisi	112
Risanamento del sistema finanziario	115
<i>Caratteristiche dei piani di salvataggio dei governi</i>	116
Riquadro VI.B – Soluzione della crisi finanziaria: l'insegnamento dei paesi nordici	117
<i>Reazioni di mercato ai piani di salvataggio</i>	121
<i>Valutazione degli interventi dei governi</i>	122
<i>Considerazioni di più lungo periodo</i>	124
Politiche di bilancio a sostegno della domanda aggregata	124
Rischi	128
VII. I rischi e le opportunità: verso un sistema finanziario a prova di crisi	131
Rischi a breve termine e strategie di uscita: risanamento finanziario, politica di bilancio e politica monetaria	133
<i>Rischi legati al risanamento finanziario: i salvataggi</i>	133
<i>Rischi legati al risanamento finanziario: la regolamentazione bancaria</i> ...	135
<i>Rischi legati alla politica di bilancio</i>	136
<i>Rischi legati alla politica monetaria</i>	139
<i>Linee direttrici dell'azione: perseveranza e sostenibilità</i>	140
Costruire un sistema finanziario più stabile	141
<i>Un quadro di riferimento per affrontare il rischio sistemico nel settore finanziario</i>	141
<i>Migliorare la sicurezza degli strumenti finanziari</i>	142
<i>Migliorare la sicurezza dei mercati finanziari</i>	143
<i>Migliorare la sicurezza degli intermediari finanziari: il quadro macroprudenziale</i>	145
<i>Esposizioni comuni</i>	145
Riquadro VII.A – Misurazione del rischio sistemico e sua allocazione a livello di singole istituzioni finanziarie	147

<i>Prociclicità</i>	148
Riquadro VII.B – Regole alternative per l'uso in chiave anticiclica della riserva di capitale: un'illustrazione	150
<i>Politiche macroeconomiche per rafforzare la stabilità finanziaria</i>	153
Conclusione	154
—————	
Organizzazione, attività e risultati finanziari	159
Banche centrali membri della BRI	162
Consiglio di amministrazione	163
Dirigenti della Banca	164
Situazioni dei conti	203
Relazione della Società di revisione	264
Rappresentazione grafica delle dinamiche degli ultimi cinque anni	265

I capitoli di questa Relazione sono andati in stampa tra l'8 e il 12 giugno 2009.

Grafici

II.1	Le cinque fasi della crisi fino a oggi	19
II.2	Mercato ipotecario e mercato della cartolarizzazione	23
II.3	Principali indici degli spread creditizi <i>investment grade</i> e ad alto rendimento	24
II.4	Mercati della provvista	25
II.5	Misure della volatilità implicita	26
II.6	Tassi di insolvenza, livello degli spread creditizi e volume delle emissioni	30
II.7	Indicatori del mercato azionario	31
II.8	Rendimenti nominali dei titoli del Tesoro e tassi di inflazione di pareggio	32
II.9	Tassi ufficiali e aspettative implicite	34
II.10	Indicatori del settore finanziario	36
II.11	Indicatori dei mercati emergenti	38
III.1	Prezzo dell'assicurazione contro il rischio di difficoltà sistemiche	44
III.2	Indicatori dell'operatività e dell'esposizione al rischio delle banche di investimento	48
III.3	Costo del capitale e dell'indebitamento	49
III.4	Espansione creditizia e criteri di concessione del credito	52
III.5	Mercato dei prestiti collegati a operazioni di <i>leveraged buyout</i> : dimensioni, prezzo e rischio	53
III.6	Credito e prezzi delle attività a seguito di crisi bancarie	54
III.7	Hedge fund: dimensioni, performance e grado di leva	56
III.8	Quota del credito estero sul totale del credito bancario	60
III.9	<i>Gap</i> di finanziamento in dollari USA delle banche attive a livello internazionale	61
IV.1	Prodotto mondiale, interscambio e prezzi al consumo	63
IV.2	Tassi di interesse e debito delle famiglie	65
IV.3	Variazione della spesa in termini reali	68
IV.4	Ricchezza netta delle famiglie in rapporto al reddito disponibile	69
IV.5	Indicatori di vulnerabilità societaria	72
IV.6	Andamenti del credito e della spesa in diversi cicli economici	74
IV.7	Indicatori del clima di fiducia	75
IV.8	Esportazioni e tassi di cambio	76
IV.9	Inflazione dei prezzi delle materie prime e dei prezzi al consumo	77
IV.10	Aspettative di inflazione	79
V.1	Afflussi di capitali privati ed esportazioni	83
V.2	Esportazioni, risparmio e investimenti	84
V.3	Attività economica	88
V.4	Inflazione	89
V.5	Andamenti dei mercati finanziari	92
V.6	Titoli di debito internazionali	93
V.7	Prestiti transfrontalieri	94
V.8	Composizione degli afflussi lordi di capitali privati	96
V.9	Credito bancario interno al settore privato	100
VI.1	Politica monetaria e fiscale	103
VI.2	Tassi ufficiali delle banche centrali	105
VI.3	Effetti di annuncio e di portafoglio	108
VI.4	Attività e passività delle banche centrali	111
VI.5	Garanzie detenute dalle banche centrali	115
VI.6	Reazioni del mercato ai pacchetti di salvataggio	122
VI.7	Pacchetti fiscali nei paesi dell'OCSE	125
VI.8	Necessità e portata dei provvedimenti discrezionali di stimolo fiscale	126
VI.9	Posizioni di bilancio e costo dell'indebitamento	127

Tabelle

I.1	Fasi della crisi	17
II.1	Cronologia degli eventi principali	21
III.1	Redditività delle maggiori banche	45
III.2	Composizione delle perdite bancarie annunciate	47
III.3	Indici patrimoniali e di liquidità delle maggiori banche	50
III.4	Indicatori del grado di concentrazione per linee di attività	59
IV.1	Risparmio e investimenti lordi mondiali	64
V.1	Flussi lordi di capitali privati da e verso i mercati emergenti	86
V.2	Flussi bancari ed emissioni obbligazionarie internazionali	93
V.3	Adeguatezza delle riserve valutarie	98
VI.1	Risposte delle banche centrali alla crisi	110
VI.2	Misure speciali per stabilizzare il sistema finanziario	116

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.

79^a Relazione annuale

*sottoposta all'Assemblea generale ordinaria
della Banca dei Regolamenti Internazionali
tenuta in Basilea il 29 giugno 2009*

Signore, Signori,

ho l'onore di presentare la 79^a Relazione annuale della Banca dei Regolamenti Internazionali per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2009.

L'utile netto di esercizio ammonta a DSP 446,1 milioni, a fronte di DSP 544,7 milioni dell'esercizio precedente. Ulteriori dettagli sui risultati dell'esercizio finanziario 2008/09 sono riportati nella sezione "Risultati finanziari e ripartizione dell'utile", alle pagine 197-201.

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. Il dividendo proposto è pari a quello versato nel precedente esercizio finanziario.

Il Consiglio raccomanda inoltre che vengano trasferiti DSP 30,1 milioni al Fondo di riserva generale e i restanti DSP 271,3 milioni al Fondo di riserva libero.

Se queste proposte saranno accettate, il dividendo della Banca per l'anno finanziario 2008/09 sarà pagabile agli azionisti il 2 luglio 2009.

Basilea, 12 giugno 2009

JAIME CARUANA
Direttore generale

I. Risanamento, ripresa, riforma

Come è potuto accadere? Nessuno pensava che il sistema finanziario sarebbe potuto crollare. Erano stati predisposti presidi adeguati. Esisteva una rete di sicurezza: banche centrali che all'occorrenza avrebbero concesso credito, sistemi di tutela dei depositanti e degli investitori che consentivano di non doversi preoccupare per l'incolumità della propria ricchezza, organi di regolamentazione e di supervisione che vegliavano sulle singole istituzioni e impedivano ai loro manager e proprietari di assumere rischi eccessivi. E quando un paese era confrontato a una crisi bancaria, gli esperti – convinti della superiorità del proprio giudizio – criticavano le autorità per i loro errori. La prosperità e la stabilità erano la prova che il sistema funzionava. L'inflazione era bassa e la crescita elevata, ed entrambe erano stabili. L'assetto delle politiche, fondato su solidi principi economici e un po' di apprendimento, aveva portato alla Grande Moderazione nei paesi industriali, e i paesi emergenti ne stavano saggiamente seguendo le orme.

Quante cose sono cambiate in soli due anni. A partire dall'agosto 2007 il sistema finanziario è andato incontro a una serie di gravi disfunzioni.

Il sistema finanziario è l'impianto idraulico dell'economia. Proprio come l'impianto idraulico di una casa, quando funziona viene dato per scontato, ma attenzione a quando si guasta. Nello stesso modo in cui la vita moderna dipende dal regolare flusso di acqua corrente attraverso le tubature, il moderno sistema economico dipende dal regolare flusso di finanziamenti per il tramite degli intermediari. Ogni giorno vengono effettuati miliardi di pagamenti, ciascuno dei quali richiede il trasferimento di fondi. Ma il grado di dipendenza della vita quotidiana dall'intermediazione finanziaria è ancora maggiore di quanto possa far ritenere questo dato. Molte persone nei paesi industriali sono proprietarie dell'abitazione in cui vivono perché ogni mese hanno risparmiato una parte del loro reddito depositandola presso un'istituzione finanziaria, e successivamente integrato questi risparmi con un mutuo ipotecario. L'acquisizione del mutuo ha comportato quasi sicuramente la sottoscrizione di una polizza incendio presso una società di assicurazione. Le stesse persone pagano verosimilmente ogni mese le bollette della luce, dell'acqua e del riscaldamento tramite addebito diretto sul conto che hanno aperto presso una banca commerciale, conto sul quale viene automaticamente versato anche il loro stipendio. Per recarsi al lavoro ogni giorno usano trasporti pubblici finanziati in parte tramite obbligazioni e imposte, o guidano un'auto, che hanno assicurato, su un'autostrada finanziata da soggetti pubblici o privati. E questa è solo la punta dell'iceberg. La vita moderna si basa sull'ordinato funzionamento di banche, compagnie di assicurazione, società di intermediazione mobiliare, fondi comuni di investimento, società di finanziamento, fondi pensione e amministrazioni pubbliche. Tali istituzioni veicolano le risorse dai

Il sistema finanziario è come l'impianto idraulico dell'economia ...

risparmiatori agli investitori, e dovrebbero teoricamente trasferire il rischio da chi non è in grado di sostenerlo a chi non solo ne ha la capacità, ma è anche disposto ad assumerselo.

Negli ultimi anni questo sistema complesso ed essenziale della finanza è stato seriamente danneggiato. L'esistenza di problemi gravi è emersa con tutta evidenza allorché le banche sono divenute più restie a erogarsi mutualmente credito, dal momento che non sapevano più con certezza come valutare le attività che detenevano e gli impegni che avevano preso non solo le loro omologhe, ma anche esse stesse. Inizialmente il credito offerto dalle banche centrali è bastato ad arginare la situazione. Ma, come si vedrà nel Capitolo II, a partire dall'agosto 2007 le tensioni nel sistema finanziario sono andate aumentando in ondate successive. Nel marzo 2008 Bear Stearns veniva salvata dal fallimento; sei mesi dopo, il 15 settembre, Lehman Brothers dichiarava la bancarotta; e alla fine di settembre lo stesso sistema finanziario internazionale si trovava sull'orlo del collasso.

... ed è stato gravemente danneggiato

Il sistema finanziario si fonda sulla fiducia, ma all'indomani del fallimento di Lehman Brothers questa fiducia è andata persa. La gente comune aveva confidato in coloro che gestivano e monitoravano il sistema finanziario, per poi scoprire che il sistema poteva comunque subire un tracollo. La crisi ha annientato la fiducia dei creditori nella probabilità che un prestito ritenuto di buona qualità venga rimborsato, e quella degli investitori nella sicurezza di lungo periodo dei propri investimenti. Man mano che si procedeva nel lungo e difficile compito di ripulire i bilanci delle singole istituzioni, venivano messi in discussione diritti di proprietà normalmente dati per acquisiti; per cui le istituzioni finanziarie – normalmente amministrate, almeno in parte, dai *trader* e dagli addetti ai fidi, e dai gestori dei rischi che cercano di controllarli – sono state riposte nelle mani dei giuristi. Purtroppo la fiducia, una volta perduta, si riconquista solo lentamente. E prima che possa essere completamente ripristinata, il sistema finanziario dovrà essere ricostruito.

Il sistema finanziario moderno è immensamente complesso, forse troppo per essere veramente compreso. Le interconnessioni in esso presenti danno luogo a rischi sistemici estremamente difficili da capire. Il fatto che le cose funzionassero apparentemente così bene (fino a quando hanno smesso di funzionare *tout court*) ha instillato in ognuno un illusorio senso di tranquillità. Dopo tutto, se le cose vanno bene perché cambiare? Ma questa comprensibile compiacenza, nata da fasi di forte espansione che recano benefici a tutti, getta i semi del tracollo futuro. Pertanto, nel tentativo di spiegare ciò che non ha funzionato e di porvi rimedio, è essenziale avere presente che il nuovo sistema finanziario dovrà tenere in maggiore considerazione i limiti inerenti alla nostra capacità di comprendere meccanismi complessi e di prevederne le potenziali falle.

Cosa non ha funzionato?

Una crisi finanziaria è per molti aspetti simile a una malattia. In entrambi i casi, la ricerca di una cura presuppone che vengano individuate e trattate le cause della patologia. Con riferimento agli ultimi anni, le cause della crisi possono

La crisi è causata da un'ampia gamma di disfunzioni

essere suddivise in due ampi gruppi: quelle macroeconomiche e quelle microeconomiche. Le prime hanno riguardato da un lato i problemi associati all'accumulo di squilibri internazionali e dall'altro le difficoltà create da un lungo periodo di bassi tassi di interesse reali. Le cause microeconomiche sono invece riconducibili a tre aree: incentivi, misurazione dei rischi e regolamentazione¹.

Cause macroeconomiche: squilibri e tassi di interesse

Le cause macroeconomiche sono gli squilibri internazionali ...

Una serie di cause macroeconomiche della crisi in atto è derivata dai famigerati "squilibri globali", ossia dal persistere di avanzi e disavanzi di conto corrente di dimensioni ingenti, che hanno dato luogo a flussi di capitali dalle economie emergenti, povere di capitale, alle economie industriali, specie gli Stati Uniti, ricche di capitale. Tali flussi si associavano a un tasso di risparmio elevato nei mercati emergenti e basso negli Stati Uniti. Nel periodo dal 1999 a metà 2007, ossia dalla fine della crisi asiatica all'inizio di quella attuale, il disavanzo cumulato di conto corrente degli Stati Uniti è stato pari a \$4,6 trilioni. Il Tesoro USA stima che a fine 2007 il debito estero lordo del paese ammontasse a \$13,4 trilioni circa, una cifra pari a quasi quattro volte quella di appena nove anni prima.

Di fronte all'emergere di una tale configurazione internazionale dei flussi di capitali si è acceso un intenso dibattito sulle sue cause. Vi è chi ha ipotizzato che si trattasse di una sovrabbondanza di risparmio (*saving glut*) globale, la quale era a sua volta la conseguenza dell'aumento del tasso di risparmio nei mercati emergenti. Altri hanno puntato il dito contro le scarse opportunità di investimento a livello mondiale. Una terza spiegazione poneva in evidenza il desiderio dei paesi emergenti in forte espansione sia di accrescere la diversificazione internazionale dei propri investimenti, sia di acquisire attività liquide a basso rischio. Si è inoltre sostenuto che le economie emergenti stessero accumulando riserve valutarie per evitare l'apprezzamento del cambio che avrebbe normalmente accompagnato gli avanzi correnti associati alla loro crescita economica trainata dalle esportazioni. Una possibilità collegata è che i paesi emergenti considerassero lo stock di riserve accumulate come uno scudo che li avrebbe protetti da inversioni improvvise dei flussi di capitali come quelle avvenute durante la crisi asiatica.

... associati a una crescita trainata dalle esportazioni o dalla leva finanziaria ...

È difficile formulare prescrizioni riguardo al rapporto di dipendenza che si è venuto a creare fra la crescita trainata dalle esportazioni in gran parte dell'area emergente (Capitolo V) e quella trainata dalla leva finanziaria che ha contraddistinto molti paesi industriali (Capitolo IV). Di certo occorre assicurare che il risparmio nazionale non sia né eccessivamente basso né

¹ Benché nella presente trattazione siano considerate separatamente, è importante ricordare che le cause macroeconomiche e microeconomiche sono collegate. Ad esempio, vi è un nesso fra innovazione finanziaria e boom del credito. Nella crisi finanziaria in atto un importante anello di congiunzione è ravvisabile nelle tecnologie informatiche. Senza i progressi realizzati negli ultimi vent'anni in termini di velocità di elaborazione dei computer, infatti, gli esperti di ingegneria finanziaria non sarebbero stati in grado di valutare gli strumenti complessi che stavano creando. E se non fossero stati in grado di convincere gli investitori della propria capacità di dare un prezzo a tali strumenti, non avrebbero di certo potuto venderli. Di conseguenza, l'innovazione finanziaria, rendendo possibile l'elaborazione rapida e a basso costo dei dati, ha contribuito a generare il boom del credito.

eccessivamente elevato, ma quali interventi porre in atto per centrare questo obiettivo? E ancora: è opportuno intervenire anche sull'entità delle riserve valutarie ufficiali?

È importante ricordare che gli squilibri di parte corrente non sono l'unica cosa che conta. Essi altro non fanno che fornire un'indicazione dei flussi netti di beni e servizi e dei corrispondenti flussi netti di capitali privati, più le variazioni delle riserve ufficiali. Oltre ai flussi netti, tuttavia, è fondamentale considerare anche lo stock totale delle attività, che misura il volume di attività dei residenti di un paese nei confronti dei residenti di un altro paese. Tale grandezza è di rilevanza cruciale per almeno due motivi. In primo luogo, in caso di un improvviso calo dell'attrattiva di investire all'estero, sarà lo stock di attività che gli investitori cercheranno di rimpatriare. In secondo luogo, ed è questo un aspetto ancora più importante nel contesto attuale, qualora un paese stia producendo attività dal prezzo grossolanamente errato e di qualità inferiore a quanto generalmente ritenuto, tali attività possono avere l'effetto di un virus e diffondere la patologia al di fuori del paese di emissione. Gli investitori esteri si ritrovano così a pagare un prezzo eccessivo per attività scadenti, e successivamente a subirne il contagio alla stessa stregua degli investitori del paese di emissione. In una situazione del genere, analoga a quella creata dai titoli garantiti dai mutui *subprime* statunitensi, l'indicatore fondamentale da monitorare è il volume totale delle attività di qualità deteriorate detenute, non la loro variazione netta in un determinato periodo.

Le seconda serie di cause macroeconomiche della crisi in atto è scaturita dal protratto periodo di bassi tassi di interesse reali nella prima metà di questo decennio. La sua causa immediata va ricercata nel concorso fra le scelte di *policy* delle economie sia industriali sia emergenti e i flussi di capitali dei mercati emergenti alla ricerca di investimenti a basso rischio. In tale periodo il timore di deflazione ha indotto le autorità a mantenere i tassi di interesse reali a breve termine su livelli insolitamente contenuti. Negli Stati Uniti il tasso sui *federal fund* si è collocato in termini reali costantemente al di sotto dell'1% da metà 2001 sino a fine 2005, risultando addirittura negativo per gran parte del periodo (Capitolo IV). Il basso livello dei tassi di interesse reali negli Stati Uniti ha prodotto sulle economie e sulle condizioni finanziarie di tutto il mondo un effetto molto maggiore di quanto si potrebbe desumere sulla base delle dimensioni relative dell'economia statunitense, e ciò per due motivi: i contratti internazionali sono spesso denominati in dollari, e molti regimi di cambi fissi o quasi fissi usano il dollaro come valuta di riferimento.

Nelle altre principali economie industriali i tassi di interesse reali non erano molto più elevati di quelli statunitensi. Di fronte al ristagno della crescita economica nell'area dell'euro, la BCE ha mantenuto i tassi di interesse reali a breve termine al di sotto dell'1% durante gran parte del periodo da metà 2001 al 2005, mentre i corrispondenti tassi giapponesi hanno oscillato fra lo 0 e l'1% per buona parte dell'ultimo decennio. E, anche al fine di contenere le pressioni verso un apprezzamento del tasso di cambio, molte economie emergenti hanno seguito l'esempio di quelle industriali.

Il basso livello dei tassi di interesse reali ha avuto vari importanti effetti, alcuni più prevedibili di altri. Fra i primi vi è stato il boom del credito indotto

... e i bassi tassi di interesse ...

... che hanno
indotto un boom
del credito

in vari paesi industriali dal costo contenuto dell'indebitamento. Ad esempio, fra il 2003 e metà 2007 il credito negli Stati Uniti e nel Regno Unito ha registrato un'espansione annua del 7 e 10% rispettivamente (Capitolo III). È sempre arduo individuare chiari nessi causali, ma in questo caso sembra ragionevole pensare che la disponibilità di finanziamenti a basso costo abbia posto le fondamenta dell'aumento degli acquisti di abitazioni, nonché del drastico incremento dei prestiti rotativi contratti dalle famiglie. Un altro effetto prevedibile dei bassi tassi di interesse è stato quello di accrescere il valore attualizzato dei flussi di reddito generati dalle attività fruttifere, che ha a sua volta innalzato le quotazioni delle attività, contribuendo al boom dei prezzi degli immobili residenziali e dei mercati azionari. I prezzi delle abitazioni in termini reali negli Stati Uniti, nel Regno Unito e in vari altri paesi europei sono saliti di oltre il 30% fra il 2003 e il punto di svolta superiore toccato tre-quattro anni dopo, mentre i mercati azionari internazionali hanno guadagnato più del 90% fra il 2003 e metà 2007.

Fra gli effetti meno prevedibili del basso livello dei tassi di interesse figurano gli incentivi creati nell'attività di gestione patrimoniale. Le società finanziarie stipulano abitualmente contratti a lungo termine in base ai quali sono tenute a produrre tassi di rendimento nominali piuttosto elevati. Allorché i tassi di interesse divengono insolitamente bassi, può diventare difficile realizzare i rendimenti promessi da tali contratti. Le società finanziarie reagiscono quindi assumendo rischi maggiori nella speranza di generare i ritorni necessari a mantenere la redditività. Meccanismi analoghi entrano in gioco nel caso dei gestori patrimoniali di clienti che si attendono rendimenti nominali elevati. Anche per loro l'assunzione (in questo caso occultata) di un rischio maggiore rappresenta una delle opzioni per soddisfare le aspettative della clientela. Di conseguenza, un basso livello dei tassi di interesse accresce l'assunzione di rischio².

Il boom ha
provocato
distorsioni ...

Tutto ciò (il boom del mercato delle abitazioni, il boom della spesa per consumi finanziata con l'indebitamento e la ricerca di rendimento) ha contribuito a distorcere la struttura macroeconomica di vari paesi. I segnali più evidenti al riguardo sono stati la drastica espansione dell'edilizia residenziale, quella dei consumi di beni durevoli, specie autoveicoli, e quella delle dimensioni del settore finanziario.

Tali distorsioni hanno avuto importanti ripercussioni a breve e medio termine. Nel breve termine, hanno indotto gli investitori, i consumatori e le autorità nell'errore di credere che la crescita tendenziale fosse superiore al suo valore effettivo, e nel medio termine hanno dato luogo all'esigenza di correzioni sostanziali. Dove si manifestano tali errate percezioni? Come è logico attendersi, le bolle si concentrano nei settori dove la crescita della produttività ha segnato un aumento, sia esso reale o presunto. Negli anni novanta tale fenomeno ha riguardato il settore dell'alta tecnologia, negli ultimi dieci anni quello della finanza. Il meccanismo è semplice: il boom fa sì che per il settore interessato

² Cfr. R. Rajan, "Monetary policy and incentives", intervento presentato alla conferenza del Banco de España *Central Banks in the 21st Century*, Madrid, 8-9 giugno 2006, www.imf.org/external/np/speeches/2006/060806.htm.

il costo del capitale divenga relativamente basso, creando sovraoccupazione, sovrainvestimento e sovrapproduzione. Per quanto nell'episodio più recente abbia rappresentato un problema minore rispetto al decennio passato, tale meccanismo comporta per l'insieme dei settori un aumento temporaneo della produttività media misurata, aumento che chiunque, comprese le autorità, possono facilmente equivocare per un incremento della sua crescita tendenziale.

Le implicazioni di medio termine che le distorsioni indotte dalle bolle hanno per la struttura economica sono più familiari di quelle a breve termine. Esse sono sistematicamente comparse ogniqualvolta i prezzi relativi hanno subito variazioni tali da rendere necessaria una correzione significativa della composizione dello stock di capitale. Fra gli esempi del passato si può ricordare l'impatto dell'aumento improvviso dei prezzi del petrolio nel 1974 e ancora nel 1979, al termine del quale famiglie e imprese si ritrovarono con un insieme di apparecchiature, autoveicoli, macchinari e immobili che consumavano una quantità di energia eccessiva in rapporto al loro nuovo costo di funzionamento. Questa volta, invece, i paesi si trovano alle prese con un settore finanziario gonfiato, con la capacità di produrre più autoveicoli di quanti ne siano necessari alla popolazione e, in alcuni casi, con un'eccedenza di abitazioni.

... che devono essere corrette

Cause microeconomiche: incentivi, misurazione dei rischi e regolamentazione

Le tensioni finanziarie iniziate nell'estate del 2007 hanno portato alla luce una miriade di carenze negli apparati finanziari microeconomici, come problemi di incentivo, lacune nelle tecniche utilizzate per misurare, prezzare e gestire i rischi, nonché negli assetti di *governance* preposti al loro monitoraggio, e falle nel sistema regolamentare. Insieme, tali carenze hanno permesso all'intero settore della finanza di contabilizzare profitti troppo rapidamente, troppo facilmente, e senza effettuare gli opportuni aggiustamenti per il rischio.

Le cause microeconomiche includono problemi di incentivo, di misurazione dei rischi e di regolamentazione

La crisi ha rivelato la presenza di distorsioni negli incentivi dei consumatori, dei dipendenti del settore finanziario e delle agenzie di rating. Per cominciare, i consumatori non hanno esercitato la dovuta cautela. Poche persone si interessano al bilancio delle banche di cui sono clienti o alle finanze delle società di cui acquistano i titoli azionari od obbligazionari. E il livello generale di alfabetizzazione finanziaria della popolazione è basso³. La limitatezza delle conoscenze, insieme all'esistenza di strutture preposte alla sorveglianza finanziaria, ha reso gli individui fin troppo inclini a scambiare per sofisticatezza la complessità del sistema, e a dare per scontato che i propri investimenti fossero al sicuro. In fin dei conti, vi era qualcun altro – poco importa se il loro gestore di fiducia, un analista del mercato azionario, un'agenzia di valutazione del credito o un impiegato del settore pubblico – che stava sorvegliando per

Gli incentivi distorti attongono al monitoraggio ...

³ Sembrerebbe ad esempio che la maggioranza delle persone non abbia nozione del funzionamento dei tassi di interesse. Alla domanda su quanti anni sarebbero necessari affinché un debito raddoppi ipotizzando una capitalizzazione annua a un tasso di interesse annuo del 20% e l'assenza di rimborsi, solo il 36% di 1 000 intervistati ha dato la risposta corretta ("Meno di cinque anni"), mentre quasi il 20% ha risposto "Non so". Cfr. A. Lusardi e P. Tufano, "Debt literacy, financial experiences, and overindebtedness", *NBER Working Papers*, n. 14808, marzo 2009.

loro. Ma nei fatti nessuno lo stava facendo. Quel sistema che i consumatori erano tanto inclini a considerare sofisticato e sicuro era in realtà irresponsabilmente complesso e opaco.

Come se non bastasse, i manager delle società finanziarie erano convinti dell'esigenza di incrementare i rendimenti del capitale per soddisfare gli azionisti. Ciò ha provocato un massiccio ricorso all'indebitamento, per il semplice motivo che il rendimento del capitale proprio equivale al rendimento delle attività moltiplicato per il rapporto fra attività e mezzi propri, e una maggiore leva finanziaria accresce pertanto i rendimenti per i proprietari dell'impresa. Questo incentivo privato ad aumentare la leva finanziaria non ha soltanto indebolito le imprese, ma ha anche reso instabile il sistema finanziario.

... ai compensi ...

I sistemi di remunerazione hanno ulteriormente incoraggiato i manager a privilegiare la redditività di breve periodo a scapito delle prospettive a lungo termine dell'impresa. In alcuni casi la determinazione dei compensi è avvenuta sulla base dei profitti stimati mediante complessi modelli matematici malgrado che le attività sottostanti il calcolo non avessero mercato e non potessero pertanto essere vendute. L'assunzione di rischio ha indebitamente premiato gli azionisti (considerata la loro responsabilità limitata) e i gestori patrimoniali (grazie al sistema dei compensi): essi hanno ricevuto una parte dei guadagni, mentre le perdite sono ricadute in capo ai creditori (o addirittura allo Stato). In aggiunta, all'interno di una determinata categoria di investimenti, il compenso dei gestori patrimoniali dipendeva dalla realizzazione di risultati superiori a un *benchmark* corrispondente alla performance media della categoria. Di conseguenza, anche quando individuavano una bolla dei prezzi, i gestori preferivano non approfittare di questo vantaggio informativo vendendo allo scoperto le attività in questione, per paura che gli investitori ritirassero i fondi loro affidati. Ciò ha dato luogo a comportamenti gregari che hanno pregiudicato l'attività di arbitraggio⁴. La generale difficoltà di distinguere all'interno della performance dei gestori patrimoniali la fortuna dal talento, unitamente a un sistema di compensi basato almeno in parte sul volume di attività, ha finito per spingere gestori e *trader* ad accumulare quantità esorbitanti di rischio.

... e alle agenzie di rating

Ai problemi concernenti il monitoraggio da parte degli individui e i sistemi di remunerazione si sono aggiunte le distorsioni degli incentivi delle agenzie di rating. La funzione di questi organismi è quella di ridurre i problemi informativi gravanti sulla raccolta di capitali di debito mediante la formulazione di una valutazione indipendente sulla probabilità che un mutuatario rimborsi un prestito o un'obbligazione. Tale sistema presenta vari inconvenienti. I rating sono costosi, difficili da produrre e non possono essere mantenuti segreti. Una volta divenute di dominio pubblico, le informazioni possono essere riprodotte a costo zero. Coscienti di ciò, le agenzie di valutazione si fanno remunerare da coloro che più hanno bisogno dei rating:

⁴ Per una trattazione di come l'attività di arbitraggio sia compromessa allorché i singoli investitori non sanno distinguere fra gestori patrimoniali capaci e meno capaci, cfr. J. Stein, "Why are most funds open-end? Competition and the limits of arbitrage", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 120, n. 1, febbraio 2005, pagg. 247-272.

gli emittenti obbligazionari. Questo meccanismo, che pure non è nuovo né unico nel suo genere (le agenzie di rating lo impiegano da decenni, e anche i revisori contabili sono pagati dalle società oggetto di revisione), ha contribuito a distorcere gli incentivi. La complessità degli strumenti finanziari e il ritmo delle emissioni – si pensi alla quantità di *asset-backed securities* (ABS) e di prodotti della finanza strutturata che hanno inondato i mercati negli ultimi dieci anni – hanno inoltre reso l'attività di valutazione più difficile e più redditizia. E, a causa della complessità degli strumenti, anche gli investitori istituzionali più sofisticati hanno fatto crescente affidamento sui rating⁵. Le agenzie, incaricate di valutare il rischio dei titoli a reddito fisso e quindi di tutelare la sicurezza collettiva, hanno finito per essere sopraffatte dagli eventi e, pubblicando rating irrealisticamente elevati, hanno inavvertitamente concorso all'accumulo di rischio sistemico⁶.

Al secondo posto fra le cause microeconomiche della crisi figura la misurazione dei rischi. Le attività di misurazione, attribuzione di un prezzo e gestione dei rischi richiedono tutte l'impiego di moderni strumenti statistici che fanno ampio affidamento sull'esperienza storica. Anche laddove siano disponibili lunghe serie di dati, la convinzione che il mondo sia in lenta ma costante evoluzione significa sottovalutare l'importanza del passato più distante. Ciò implica che un periodo prolungato di relativa stabilità indurrà a credere che il rischio si sia ridotto in modo permanente, provocando un calo del suo prezzo.

Correggere questa errata percezione presenta enormi difficoltà. I rischi più importanti (quelli che richiedono un compenso considerevole) sono rappresentati da eventi infrequenti e di ampia portata. Nel gergo della statistica, occorre quindi valutare accuratamente le dimensioni delle code della distribuzione dei possibili esiti. Siffatta valutazione, tuttavia, può fondarsi unicamente sull'esperienza storica, ma gli eventi infrequenti sono, per l'appunto, infrequenti. Pertanto, i modelli statistici necessari a misurare, prezzare e gestire il rischio sono destinati quasi inevitabilmente a risultare inaccurati per la mancanza di dati. Per semplicità, si suole ipotizzare che i rendimenti di molte attività diverse presentino una distribuzione normale (e quindi code "sottili"). Per quanto rari, tuttavia, gli eventi nella coda della distribuzione sono in realtà più frequenti di quanto implichi una distribuzione normale. Benché questo problema fosse ben noto, si è continuato a impiegare tale ipotesi, con il prevedibile risultato di assegnare un prezzo eccessivamente basso all'assicurazione contro catastrofi infrequenti.

La difficoltà di valutare le code della distribuzione risulta ancora maggiore nel caso di strumenti finanziari di nuova concezione. In assenza di precedenti, la rischiosità di tali strumenti non può essere stimata affatto. Ed è stato questo

Tra i problemi di misurazione del rischio figurano:

la scarsa frequenza degli eventi infrequenti;

gli strumenti di nuova creazione;

⁵ Per un'analisi delle difficoltà di valutazione degli ABS e una trattazione dei limiti dei rating quali misure del rischio, cfr. Comitato sul sistema finanziario globale, *The role of ratings in structured finance: issues and implications*, pubblicazione n. 23 del CSFG, gennaio 2005.

⁶ Le differenze fra le metodologie utilizzate dalle varie agenzie di rating hanno inoltre incentivato gli *originator* a strutturare opportunisticamente le emissioni di ABS in modo da poter ottenere la migliore combinazione di rating (in termini di agenzie di valutazione e di tranche con diverso grado di prelazione). Cfr. I. Fender e J. Kiff, "CDO rating methodology: some thoughts on model risk and its implications", *BIS Working Papers*, n. 163, novembre 2004.

uno dei problemi della cartolarizzazione dei mutui ipotecari *subprime* negli Stati Uniti. La creazione di grandi portafogli di prestiti di qualità oggettivamente scadente e l'emissione, a partire da questi portafogli, di un mix di titoli di qualità elevata e di qualità deteriore hanno consentito l'accesso al mercato del debito di una categoria completamente nuova di mutuatari⁷. Il problema principale, tuttavia, è che di norma gli *originator* trattenevano solo una piccola parte del rischio di insolvenza, per cui man mano che il boom del credito è andato sviluppandosi la qualità dei prestiti è progressivamente peggiorata. Ma quando anche gli *originator* fossero stati obbligati a trattenere una quota significativa di posizioni "di prima perdita", si sarebbero potuti comunque verificare problemi dovuti alla mancanza di precedenti di insolvenza.

l'affidamento
sugli andamenti
storici;

Fare affidamento sugli andamenti storici al fine di misurare, prezzare e gestire il rischio presenta un'altra insidia: può portare a trarre conclusioni errate in merito alla correlazione dei vari rischi. L'attenuazione del rischio viene realizzata mediante: 1) operazioni di copertura, che si fondano sulla convinzione che due rischi si controbilancino perché i relativi *payoff* presentano una correlazione negativa; o 2) la diversificazione, in base alla quale il rischio è ripartito su un insieme di attività i cui rendimenti presentano una correlazione imperfetta. Il problema è che le correlazioni storiche potrebbero fornire indicazioni fuorvianti riguardo alle variazioni di prezzo future. Ad esempio, prima della crisi si riteneva che la diversificazione internazionale degli investimenti riducesse il rischio poiché i prezzi nelle varie regioni del mondo non si sarebbero mossi allo stesso modo. Questa convinzione si è rivelata errata proprio nel momento in cui a tutti avrebbe fatto comodo che fosse vera. Allorché i prezzi di attività che in precedenza si muovevano in maniera indipendente (offrendo possibilità di diversificazione) o in direzioni opposte (offrendo possibilità di copertura) cominciano a muoversi all'unisono, le strategie originariamente volte a ridurre il rischio finiscono per accrescerlo. Con l'arrivo della crisi, le correlazioni sono divenute ampie e positive, e l'attenuazione del rischio si è trasformata in concentrazione del rischio.

e la *governance*

Infine, sono emersi problemi di *governance* per quanto riguarda le prassi di gestione del rischio. Per motivi sia strutturali sia comportamentali, i membri dell'alta direzione e dei consigli di amministrazione non hanno saputo porre le giuste domande o ascoltare le persone giuste. A livello strutturale, gli addetti ai rischi non avevano sufficienti contatti regolari con i decisori di vertice, spesso perché non ricoprivano posizioni gerarchiche abbastanza elevate all'interno delle rispettive organizzazioni. Senza l'appoggio dell'alta direzione, poco importava cosa dicesse il responsabile rischi o chi fossero i suoi interlocutori. Questo problema era aggravato dalla reazione comportamentale di fronte agli ammonimenti di un addetto ai rischi il cui mestiere è quello di dire agli altri di limitarsi o di desistere dalle proprie attività. Se per di più queste attività generano guadagni, convincere i manager e gli amministratori a prestare ascolto può diventare assai arduo.

⁷ Per una descrizione dettagliata di tale meccanismo, cfr. A. Ashcraft e T. Schuermann, "Understanding the securitization of subprime mortgage credit", *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, n. 318, marzo 2008.

Col tempo la gestione dei rischi all'interno delle istituzioni finanziarie ha sicuramente fatto progressi nel risolvere i problemi di incentivo manifestatisi nelle precedenti fasi di boom. Ma tali progressi sono avvenuti in un contesto caratterizzato da un grado inferiore di leva finanziaria e di assunzione di rischio rispetto al boom più recente.

Oltre ai problemi di incentivo e di misurazione del rischio, vi era il fatto che per le società finanziarie risultava relativamente facile spostare la propria attività al di fuori del perimetro regolamentare. All'interno della sfera di influenza delle autorità di vigilanza, infatti, le banche sono tenute a mantenere una dotazione di capitale proporzionata ai rischi che incorrono. Per quanto difficile da credere, i requisiti patrimoniali regolamentari hanno effettivamente limitato l'accumulo di leva finanziaria all'interno dei bilanci bancari. A un grado di leva inferiore corrisponde tuttavia una minore redditività, per cui i manager delle banche hanno cercato il modo di assumere rischi maggiori senza essere costretti ad accrescere la propria dotazione di capitale. È così che sono nati i veicoli di investimento strutturato. Più in generale, la crisi ha dimostrato che il settore finanziario allargato – comprendente sia le banche tradizionali, sia un sistema finanziario parallelo di crescente importanza composto da intermediari non bancari ed entità fuori bilancio – era divenuto molto più rischioso che in passato⁸.

Anche le lacune regolamentari contribuiscono alla crisi

Gli avvertimenti

I segnali di pericolo non mancavano. I diffusi disavanzi di conto corrente erano insostenibili. E le famiglie non potevano continuare a indebitarsi indefinitamente, prima o poi avrebbero dovuto rimborsare i prestiti contratti. In molte regioni i prezzi delle abitazioni stavano crescendo a ritmi senza precedenti e il loro livello superava di gran lunga sia i costi di sostituzione sia i valori che sarebbero stati coerenti con i redditi da locazione. Invece di considerare le abitazioni semplicemente come un luogo in cui vivere e una copertura contro gli incrementi futuri dei prezzi delle case, cosa che avrebbe potuto frenare il boom, molti acquirenti immobiliari hanno pensato di poter trarre vantaggio dall'aumento dei prezzi, alimentandone di fatto la crescita.

Gli avvertimenti non mancavano. Gli osservatori del mercato avevano fatto notare che il prezzo del rischio era eccessivamente basso e che, vincolati dal livello contenuto dei tassi ufficiali, i gestori patrimoniali stavano adottando strategie troppo aggressive nella loro ricerca di rendimento. Alcuni temevano che la politica monetaria non prestasse la necessaria attenzione ai pericoli creati dalla compresenza di un boom dei prezzi delle attività e di un boom del credito⁹. Essi avvertivano che, concentrandosi soprattutto sulla stabilità dei prezzi (così come le autorità di regolamentazione prudenziale si concentravano primariamente sulle singole istituzioni), le autorità monetarie avrebbero

Vi sono stati avvertimenti ...

⁸ Cfr. R. Rajan, "Has financial development made the world riskier?", in *The Greenspan era: lessons for the future*, simposio patrocinato dalla Federal Reserve Bank di Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, agosto 2005, pagg. 313-369.

⁹ Cfr. A. Crockett, "In search of anchors for financial and monetary stability", discorso tenuto al SUERF Colloquium, Vienna, aprile 2000.

potuto perdere di vista le minacce di ordine sistemico derivanti dai boom dei prezzi delle attività e del credito¹⁰. Gli osservatori rilevavano il deterioramento dei criteri di concessione dei fidi, specie quelli applicati ai mutui ipotecari¹¹. E mettevano in guardia contro i rischi che comporta la rapida innovazione finanziaria¹².

... ma scarso
consenso sui
dettagli ...

Molti di questi avvertimenti si sono rivelati fondati, ma sono stati vani¹³. Per quanto tutti concordassero sulla natura generale delle tensioni che si stavano accumulando nel sistema, non vi era accordo sui dettagli. In sostanza, mancava un'adeguata comprensione delle implicazioni di un perimetro regolamentare poroso, che permetteva alle imprese di spostare agevolmente l'attività al di fuori del campo visivo delle autorità, e dell'accumulo di leva finanziaria, che aveva cambiato la struttura patrimoniale accrescendo l'importanza relativa del capitale di prestito e riducendo quella del capitale di rischio. Chi domandava a gran voce una regolamentazione efficace degli hedge fund era molto meno risoluto nell'invocare la necessità di impedire agli intermediari di trasferire prestiti a *conduit* e veicoli di investimento strutturato praticamente privi di mezzi propri. Infine, quasi nessuno ha capito che le attività statunitensi così diffuse presso gli investitori di tutto il mondo si sarebbero rivelate tossiche.

... o sulle
necessarie risposte
di *policy*

Non deve sorprendere che gli esponenti dei governi e gli operatori di mercato siano stati perlopiù sordi ai campanelli di allarme. La loro reazione era spesso quella di chi dice: "E se anche aveste ragione, e il sistema finanziario fosse in pericolo, cosa dovrei fare io?". Per le banche centrali l'unico strumento a disposizione era il tasso di interesse a breve termine, e vi era ampio consenso sul fatto che non sarebbe stato efficace per contrastare la presunta minaccia. A livello macroeconomico si pensava che sarebbe bastato occuparsi della stabilità dei prezzi e che i boom del credito e delle attività si sarebbero corretti autonomamente, mentre a livello microeconomico le autorità ritenevano che l'interesse individuale degli investitori li avrebbe spinti a prestare attenzione ai rischi insiti negli strumenti che acquistavano, e ad autoregolarsi. Occupate a sorvegliare le singole istituzioni regolamentate e convinte dell'efficacia dell'autoregolamentazione, le autorità non erano sufficientemente vigili di fronte alle minacce che incombevano sul sistema nel suo complesso. E la marcata divergenza di opinioni fra un paese e l'altro in merito a cosa si sarebbe potuto e dovuto fare ha fortemente limitato i progressi nella risoluzione di quello che si è rivelato un problema internazionale.

¹⁰ Cfr. ad esempio C. Borio e W. White, "Whither monetary and financial stability? The implications of evolving policy regimes", in *Monetary policy and uncertainty: adapting to a changing economy*, simposio patrocinato dalla Federal Reserve Bank di Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, agosto 2003; BRI, 73ª *Relazione annuale*, Capitolo VIII.

¹¹ Cfr. Comitato sul sistema finanziario globale, "Housing finance in the global financial market", *CGFS Publications*, n. 26, gennaio 2006, www.bis.org/publ/cgfs26.htm; BRI, 74ª *Relazione annuale*, Capitolo I.

¹² Più di venti anni fa il Rapporto Cross faceva notare che gli strumenti finanziari di nuova creazione appaiono sottovalutati a causa della mancanza di precedenti e della scarsa comprensione del rischio sistemico; cfr. Eurocurrency Standing Committee, *Recent innovations in international banking (Cross Report)*, aprile 1986, www.bis.org/publ/ecsc01.htm.

¹³ Cfr. ad esempio BRI, 75ª *Relazione annuale*, Capitoli I e VIII.

Le discussioni sull'esigenza che qualcuno monitorasse e affrontasse il rischio presente nel sistema finanziario nel suo complesso sono perlopiù cadute nel vuoto. Molte autorità si sono seriamente impegnate nel perseguimento dei rispettivi obiettivi di stabilità finanziaria, pubblicando rapporti periodici al riguardo. Alcune di loro, specie in Asia, hanno impiegato strumenti volti a moderare le fasi di forte espansione dei prezzi delle attività e del credito. Si pensi ad esempio all'imposizione di limiti all'emissione di carte di credito in Thailandia, o al controllo dei rapporti fra valore del prestito e valore dell'immobile effettuato sui mutui ipotecari a Hong Kong SAR, o ancora all'aumento dei requisiti patrimoniali e degli accantonamenti in India. In numerosi paesi dell'Europa centrale ed orientale, nonché in Spagna e in alcuni paesi latinoamericani le banche centrali hanno rafforzato la loro attività di monitoraggio e di imposizione dei requisiti in materia di accantonamenti e valutazione dei crediti, e hanno richiesto alle banche di accrescere il patrimonio regolamentare in misura proporzionale ai rischi di fondo. In alcune economie emergenti si è altresì impiegata in modo dinamico la riserva obbligatoria per inasprire o allentare le condizioni di liquidità sia in moneta locale sia in valuta estera. Nel complesso, tuttavia, si è trattato di eccezioni, non della regola. Nelle economie industriali, e in particolar modo negli Stati Uniti, dove il problema si stava facendo più acuto, si è discusso poco su quali strumenti le autorità avrebbero potuto tentare di utilizzare per contrastare i boom immobiliari e creditizi, e il conseguente aumento del rischio sistemico. Ed è facile capire perché. Le vaste modifiche degli assetti della politica monetaria e di regolamentazione che sarebbero occorse avrebbero comportato difficoltà politiche e concettuali pressoché insormontabili. Perché mai correre questo rischio, quando l'apparato esistente sembrava funzionare così bene?

Evoluzione della crisi

I prossimi cinque capitoli di questa Relazione forniscono una descrizione particolareggiata di ciò che è finora avvenuto nel corso della crisi per quanto riguarda i mercati e le istituzioni finanziarie, l'economia reale e le risposte date dalle autorità. A tal fine, essi fanno riferimento a cinque fasi, illustrate in maggiore dettaglio nel Capitolo II: 1) il preludio della crisi, che ha portato all'acquisizione di Bear Stearns nel marzo 2008; 2) il graduale deterioramento delle condizioni finanziarie iniziato a metà marzo e culminato con il fallimento di Lehman Brothers il 15 settembre 2008; 3) la perdita di fiducia a livello mondiale, la fuga massiccia verso la qualità e il quasi tracollo del sistema finanziario da metà settembre agli ultimi di ottobre; 4) il grave declino dell'economia mondiale a partire dagli ultimi di ottobre; 5) l'intensificarsi della contrazione ciclica e i primi segnali di stabilizzazione dopo metà marzo 2009. La tabella I.1 presenta una sintesi di queste fasi.

L'analisi condotta porta a trarre varie conclusioni e mette in luce diversi rischi per il sistema finanziario. In un sistema finanziario moderno il finanziamento bancario e il finanziamento per il tramite dei mercati dovrebbero essere considerati come complementari, anziché antitetici o succedanei. La crisi ha palesato che i presunti vantaggi della diversificazione realizzata con la

La crisi si sviluppa in cinque fasi, descritte nel Capitolo II

Le interconnessioni e il rischio nel sistema finanziario sono maggiori di quanto si pensasse (Capitolo III)

creazione di conglomerati finanziari (una sorta di ipermercati del sistema finanziario) erano un miraggio. Allo scoppio delle turbolenze, infatti, nessuna linea operativa è stata risparmiata. Del pari, sono stati sovrastimati i vantaggi del frazionamento capillare del rischio reso possibile dall'ingegneria finanziaria. Tuttavia, ridimensionare il settore gonfiato della finanza non significa instaurare un'autarchia finanziaria. Il ripiegamento della finanza all'interno dei confini nazionali va contrastato poiché, qualora avesse libero corso, finirebbe per condurre al protezionismo.

La crisi si ripercuote mondialmente sull'economia reale (Capitolo IV)

Per quanto riguarda le economie industriali, nell'ultimo trimestre 2008 hanno cominciato a esplicitarsi gli effetti della forte interazione fra il settore finanziario e l'economia reale. Alla drastica perdita di fiducia si è accompagnata la correzione degli squilibri che si erano andati accumulando nei bilanci di famiglie, imprese e società finanziarie a partire dall'inizio del decennio. Ciò ha dato luogo a un grave rallentamento sia dell'attività reale sia dell'inflazione. Ma poiché il processo di riduzione della leva finanziaria è appena cominciato (il credito ai settori sia finanziari sia non finanziari delle economie interessate da boom creditizi è ancora ben superiore al livello di solo pochi anni fa), è ragionevole prevedere che il rallentamento sarà duraturo e la ripresa lenta.

Le economie emergenti sono colpite da marcate inversioni dei flussi commerciali e finanziari (Capitolo V)

Assai diverse sono le circostanze nelle economie emergenti, che inizialmente avevano dato prova di notevole capacità di tenuta di fronte alla crisi finanziaria. L'elevata integrazione economica e finanziaria che aveva favorito un prolungato periodo di rapida crescita ha nel contempo reso queste economie vulnerabili a brusche inversioni dei flussi di capitali e alla flessione della domanda di loro esportazioni. I paesi che hanno continuato a perseguire politiche prudenti e mantenuto il debito pubblico su livelli contenuti, come in Asia o in alcune parti dell'America latina, dispongono ancora di un margine di flessibilità per intervenire. Tuttavia, alcuni paesi con ampi disavanzi correnti o dove le banche avevano concesso prestiti in valuta estera hanno incontrato difficoltà nel reperire finanziamenti esterni, rendendo necessaria l'assistenza finanziaria ufficiale esterna.

Gli interventi ufficiali non hanno precedenti quanto a dimensioni e portata (Capitolo VI) ...

Le autorità hanno messo in atto un'ampia gamma di interventi volti a ripristinare la fiducia nelle grandi banche e a riparare il sistema finanziario. I tassi di interesse nella maggior parte delle economie industriali sono stati ridotti a più riprese fino a scendere in prossimità o in corrispondenza della soglia zero. Varie banche centrali hanno espanso massicciamente i propri bilanci per allentare le forti tensioni nei mercati finanziari. Nonostante gli impegni sostanziali assunti, tuttavia, i governi continuano a essere riluttanti o impossibilitati a risolvere pienamente il problema delle attività deteriorate presenti nei bilanci bancari.

Le misure convenzionali e non convenzionali intraprese dalle banche centrali sono state accompagnate in molti paesi da azioni altrettanto aggressive di espansione fiscale. Ovviamente, le esigenze e le possibilità di aumento della spesa pubblica variano da paese a paese. Comunque sia, per formulare una valutazione dei vari programmi di spesa si dovrà attendere che essi esplichino pienamente i loro effetti.

Le autorità si trovano confrontate a sfide immani. Devono portare a termine l'urgente incombenza di riparare il sistema finanziario, mantenendone

il funzionamento nel breve periodo. Allo stesso tempo, devono predisporre strategie di uscita dalle varie politiche adottate. E, in parallelo, cercare di mettere in piedi un'architettura solida, creando un sistema capace di tornare celermente al suo normale stato di funzionamento qualora dovessero manifestarsi disordini.

... ma le autorità devono agevolare la correzione, non ostacolarla (Capitolo VII) ...

Un sistema finanziario solido rappresenta una condizione preliminare per una ripresa duratura. Procrastinare la riparazione del sistema finanziario rischia di ostacolare le azioni intraprese su altri fronti. Al fine di imprimere slancio alla ripresa, le autorità devono agire rapidamente e risolutamente per riparare il sistema finanziario, e perseverare fino a che questo compito non sarà ultimato.

Numerose difficoltà sorgeranno al momento di porre termine alle varie politiche adottate in connessione con la crisi. Allorché l'attività reale tornerà nella norma sarà necessario snellire i bilanci delle banche centrali, ora gonfiati, e innalzare tempestivamente i tassi di interesse ufficiali. L'indebitamento del settore pubblico dovrà essere riportato su una traiettoria sostenibile. E l'attività di intermediazione attualmente condotta dalle banche centrali dovrà ritornare in mano privata, mentre il settore finanziario subirà un ridimensionamento.

... e nel lungo periodo le politiche devono essere sostenibili

La stabilità finanziaria presuppone che le politiche macroeconomiche e quelle di regolamentazione e vigilanza vengano ridefinite con l'obiettivo di attenuare i rischi sistemici. Per le politiche macroeconomiche ciò significa opporsi ai boom del credito e dei prezzi delle attività, mentre per quelle di regolamentazione e vigilanza si tratta di adottare una prospettiva macroprudenziale. È essenziale che le riforme si fondino sull'individuazione dei rischi sistemici presenti in tutte le parti del sistema finanziario: rischi che nascono dalla complessità e dall'opacità degli strumenti finanziari, e dalla concentrazione della loro proprietà; dal rischio di controparte e dalle prassi vigenti in materia di margini di garanzia nei mercati finanziari; dal rischio di insolvenze congiunte dovuto alle interconnessioni e alle esposizioni comuni delle istituzioni finanziarie; dal carattere intrinsecamente prociclico della gestione delle istituzioni finanziarie, che può essere aggravato dalla regolamentazione microprudenziale.

La ridefinizione del sistema finanziario deve essere completa

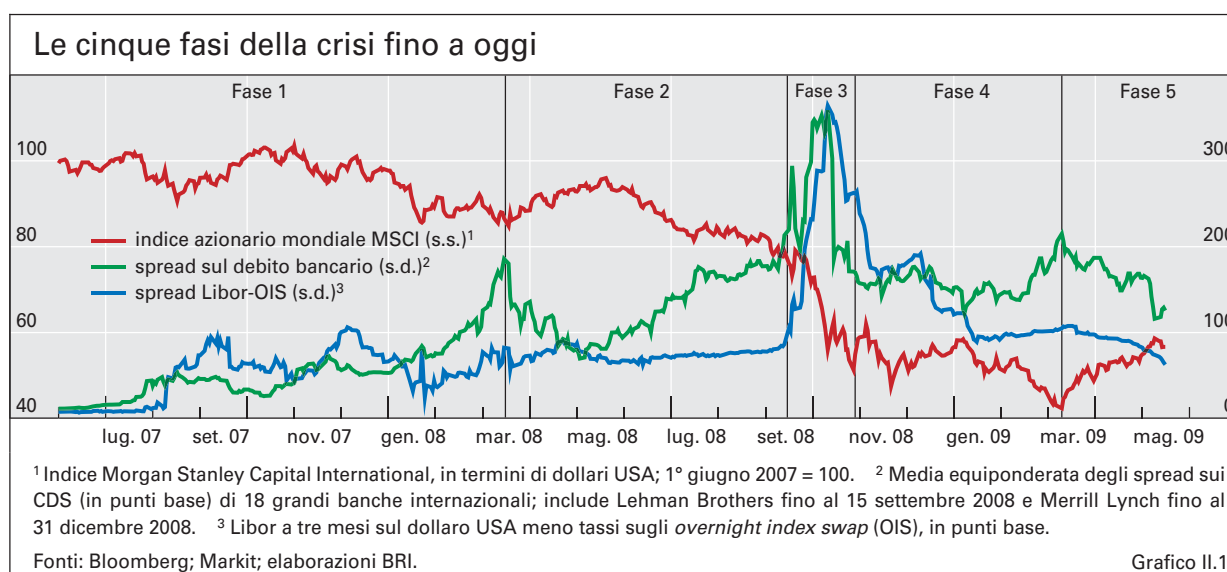
Fasi della crisi	Mercati e istituzioni	Economie industriali		Economie emergenti	
		Condizioni macroeconomiche	Risposte di <i>policy</i>	Condizioni macroeconomiche	Risposte di <i>policy</i>
1. Prima del marzo 2008: preludio	Le insolvenze sui mutui <i>subprime</i> provocano una situazione di diffuso stress finanziario. Vi è incertezza sull'entità e la distribuzione delle perdite. I disordini sui mercati interbancari nell'agosto 2007 inaugurano la crisi, che va intensificandosi in ondate successive fino al marzo 2008.	Indebolimento della crescita.	Le banche centrali (BC) riducono i tassi. Operazioni di potenziamento della liquidità nei mercati monetari.	Crescita robusta e inflazione in aumento. In molti paesi con obiettivi di inflazione l'aumento dei prezzi supera l'obiettivo.	Aumento dei tassi ufficiali in risposta all'elevata inflazione.
2. Metà marzo-metà settembre 2008: verso il tracollo di Lehman Brothers	L'acquisizione di Bear Stearns in marzo rallenta il crollo, che tuttavia va a gravare sui prezzi delle attività, causando l'accumularsi di perdite e svalutazioni bancarie. Sempre più paesi vengono colpiti. Dietro la crisi di liquidità si cela una crisi di solvibilità che accresce le pressioni sulle società finanziarie.	Contrazione delle economie del G3 malgrado il pronunciato calo dei corsi petroliferi a partire da agosto.	Dapprima nuovi tagli ai tassi ufficiali. Potenziamento delle linee di liquidità. Le agenzie federali sono poste in amministrazione controllata agli inizi di settembre.	Dopo giugno la crescita del PIL diminuisce ma si mantiene positiva. Indebolimento delle esportazioni nell'Europa centrale.	Nuovi aumenti dei tassi per contrastare l'inflazione.
3. 15 settembre-fine ottobre 2008: perdita globale della fiducia	Il tracollo di Lehman Brothers il 15 settembre 2008 provoca il caos su importanti mercati di finanziamento. Sempre più società finanziarie falliscono o vengono soccorse dalle autorità. La perdita di fiducia investe mercati e paesi di tutto il mondo. Solo una serie senza precedenti di interventi ufficiali di ampio respiro riesce a instaurare una tregua.	Il crollo della fiducia e l'inasprimento delle condizioni di finanziamento inducono una pesante correzione al ribasso delle previsioni.	Tagli decisi dei tassi, ampliamento delle linee di swap delle BC, rapida crescita dei loro bilanci. Salvataggi bancari su vasta scala, garanzie sui depositi e sul debito.	Crollo della fiducia. Inasprimento delle condizioni di finanziamento. Forti deprezzamenti valutari.	Taglio dei tassi, maggiore flessibilità nella fornitura di liquidità della BC. Garanzie sui depositi e sul debito. Iniezioni di capitale.
4. Fine ottobre 2008-metà marzo 2009: rallentamento mondiale	I mercati restano volatili di fronte ai dati economici sempre più foschi, all'annuncio di utili deludenti e alle incertezze circa le misure intraprese dai governi. Il rallentamento continua a far aumentare le perdite su crediti.	La spesa si riduce, causando la flessione del commercio di beni e del PIL. L'inflazione cala e in alcuni paesi diminuisce il livello dei prezzi.	Riduzione dei tassi in prossimità dello zero, fornitura di liquidità a società non bancarie. Acquisti definitivi di titoli pubblici. Ingenti pacchetti di stimolo fiscale.	Cali pronunciati della crescita del PIL nel 4° trimestre 2008 dovuti alla flessione delle esportazioni. Inversione dei flussi di capitali.	Nuove riduzioni dei tassi, abbassamento della riserva obbligatoria. Interventi nei mercati dei cambi, linee di swap delle BC. Ingenti pacchetti di stimolo fiscale in alcuni paesi.
5. Da metà marzo 2009: il rallentamento si aggrava ma decelera	Parziale recupero dei prezzi delle attività dopo gli ulteriori interventi ufficiali, ma permangono indicazioni di disfunzione dei mercati, poiché le azioni delle autorità non riescono a ripristinare appieno la fiducia nel sistema finanziario internazionale. Nuove perdite su crediti.	I consumi e la produzione continuano a flettere, dando segnali di un possibile raggiungimento del punto di svolta inferiore.	Nuove riduzioni dei tassi in alcuni paesi. Allentamento dei criteri contabili per le banche.	Ripresa dei mercati azionari e stabilizzazione dei tassi di cambio.	Aumento degli aiuti finanziari ufficiali internazionali.

Tabella I.1

II. La crisi finanziaria mondiale

Il periodo successivo alla scorsa Relazione annuale ha visto la crisi finanziaria entrare nel suo secondo anno e trasformarsi in una perdita di fiducia generalizzata nei confronti del sistema finanziario mondiale. L'inizio della crisi nel 2007 aveva fatto seguito a una fase prolungata di tassi di interesse reali insolitamente bassi, condizioni creditizie favorevoli, scarsa volatilità dei mercati finanziari e aumenti diffusi dei prezzi delle attività, che aveva dato origine a vulnerabilità estese ma latenti. Quando queste ultime si sono concretizzate, sulla scia delle ripetute svalutazioni degli attivi, i principali mercati finanziari hanno subito gravi disfunzioni, compromettendo la solvibilità di ampie parti del sistema bancario mondiale. Le autorità hanno attuato a più riprese interventi di portata straordinaria ma, nonostante l'efficacia delle misure ufficiali nell'arginare la crisi finanziaria, il contesto di mercato è rimasto fragile, a segnalare che il processo di normalizzazione era incerto e che si sarebbe probabilmente protratto per vario tempo.

La crisi ha finora attraversato cinque fasi abbastanza distinte e di intensità variabile, cominciando dalla turbolenza connessa con i mutui *subprime* tra giugno 2007 e metà marzo 2008 (grafico II.1). Dopo questa prima fase, durante la quale l'attenzione si è incentrata soprattutto sulla liquidità delle fonti di finanziamento, le banche hanno continuato ad accumulare perdite e svalutazioni, mentre la flessione congiunturale si traduceva lentamente in una nuova debolezza dei prezzi delle attività. Di conseguenza, nella seconda fase, compresa tra marzo e metà settembre 2008, i problemi di finanziamento hanno lasciato spazio a timori per la solvibilità, con il rischio di veri e propri dissesti bancari. Proprio il fallimento della banca di investimento statunitense Lehman Brothers



il 15 settembre ha innescato la terza e più intensa fase della crisi: un crollo di fiducia a livello mondiale, arrestato soltanto grazie a interventi pubblici di dimensioni e portata senza precedenti. Nella quarta fase, da fine ottobre 2008 a metà marzo 2009, i mercati hanno dovuto adeguarsi a prospettive sempre più cupe per la crescita economica mondiale, sullo sfondo di incertezze circa gli effetti degli interventi ufficiali per i mercati e l'economia. Infine, la quinta fase, iniziata a metà marzo 2009, si è contraddistinta per i segnali di un cauto ritorno dell'ottimismo pur in presenza di notizie macroeconomiche e finanziarie ancora in gran parte negative. Tuttavia, una vera e propria normalizzazione, vale a dire la fine della crisi, appare ancora piuttosto lontana.

Le fasi iniziali

Prima fase: preludio (fino a metà marzo 2008)

Durante la prima fase della crisi i timori per le perdite sui prestiti ipotecari *subprime* americani sono sfociati in una situazione di diffuso stress finanziario. In breve, quello che inizialmente sembrava un problema confinato a una piccola parte del sistema finanziario statunitense (grafico II.2) si è rapidamente propagato ad altri comparti man mano che le complesse interdipendenze tra i mercati del credito (grafico II.3) e del finanziamento (grafico II.4) si sono tradotte in misura crescente in tensioni generalizzate nel settore finanziario (tabella II.1)¹.

A partire dal giugno 2007 le perdite sui mutui *subprime* hanno messo a nudo vulnerabilità su vasta scala, come il diffuso ricorso a strategie di leva e al finanziamento fuori bilancio, per cui presunte attività a basso rischio (spesso collegate a esposizioni verso il mercato ipotecario statunitense) erano di fatto finanziate su base rotativa con fondi a breve termine. L'accumularsi di perdite sulle attività sottostanti ha finito per mettere in crisi il modello di finanziamento a breve su cui si fondavano queste posizioni, innescando un processo di reintermediazione obbligata. Il 9 agosto 2007 la turbolenza si è estesa ai mercati interbancari, segnando l'avvento di una crisi finanziaria più ampia. Le perdite di valore sono ancora cresciute nei mesi successivi, incidendo pesantemente sui bilanci bancari fino a provocare a metà marzo 2008 una grave crisi di liquidità presso la banca di investimento Bear Stearns. Tali eventi sono culminati nell'acquisizione di quest'ultima realizzata con il sostegno pubblico da JPMorgan Chase.

Benché si sia potuto evitare un fallimento bancario vero e proprio, la prima fase della crisi ha seriamente indebolito il sistema finanziario. I mercati erano gravati dal forte accumulo di esposizioni creditorie, mentre le banche faticavano a reintegrare la loro dotazione patrimoniale. L'elevata volatilità rispecchiava l'incertezza degli investitori per le prospettive economiche e le connesse ripercussioni sul valore delle attività (grafico II.5). I differenziali sui *credit default swap* (CDS) si collocavano ben al disopra dei livelli storici

Le perdite sui mutui *subprime* sfociano in un diffuso stress finanziario ...

... che culmina con l'acquisizione di Bear Stearns ...

... e indebolisce fortemente il sistema finanziario

¹ Per una descrizione dettagliata degli andamenti nei mercati finanziari durante questa prima parte della crisi, cfr. il Capitolo VI della 78^a *Relazione annuale* della BRI.

Cronologia degli eventi principali^①

2007	
9 agosto	I problemi dei mercati ipotecari e creditizi si propagano ai segmenti monetari interbancari quando alcuni emittenti di <i>commercial paper</i> garantita da attività (ABCP) incontrano difficoltà nel rinnovare i prestiti in scadenza e grandi fondi di investimento congelano i rimborsi delle quote adducendo l'incapacità di valutare i propri portafogli.
12 dicembre	Le banche centrali di cinque importanti aree valutarie annunciano misure coordinate, fra cui la creazione di linee di swap in dollari USA, per fronteggiare le pressioni nei mercati del finanziamento a breve termine.
2008	
16 marzo	JPMorgan Chase accetta di acquisire Bear Stearns con un'operazione patrocinata dalle autorità statunitensi.
4 giugno	Le agenzie di rating Moody's e Standard & Poor's modificano in negativo i rating delle compagnie di assicurazione <i>monoline</i> MBIA e Ambac, rialimentando i timori di perdite sui titoli assicurati da tali compagnie.
13 luglio	Le autorità statunitensi annunciano piani di sostegno per due agenzie di credito ipotecario (Fannie Mae e Freddie Mac), che prevedono l'acquisto di partecipazioni al capitale delle stesse.
15 luglio	La Securities and Exchange Commission (SEC) statunitense impone restrizioni alle vendite di posizioni corte non coperte (<i>naked</i>).
7 settembre	Fannie Mae e Freddie Mac sono poste in amministrazione controllata.
15 settembre	Lehman Brothers Holdings Inc. richiede l'ammissione alla procedura fallimentare ai sensi del Chapter 11.
16 settembre	Reserve Primary, un grande fondo USA del mercato monetario, notifica che il valore della sua quota è sceso al disotto dell'unità, innescando un'ondata di richieste di rimborso; il governo USA interviene a sostegno della compagnia di assicurazione AIG (e si trova costretto ad ampliare e ristrutturare a più riprese il pacchetto di salvataggio nei mesi successivi).
18 settembre	Le banche centrali fronteggiano con misure coordinate la penuria di finanziamenti in dollari USA tramite il potenziamento o la creazione di linee di swap per \$160 miliardi; le autorità britanniche vietano la vendita allo scoperto di azioni finanziarie.
19 settembre	Il Tesoro USA annuncia garanzie temporanee per i fondi del mercato monetario; la SEC impone il divieto di vendita allo scoperto di azioni finanziarie; emergono i primi dettagli di un piano da \$700 miliardi del Tesoro USA per rimuovere le attività deteriorate dai bilanci bancari (Troubled Asset Relief Program, TARP).
25 settembre	Le autorità statunitensi assumono il controllo di Washington Mutual, la principale cassa di risparmio del paese, con attivi per circa \$300 miliardi.
29 settembre	La società di credito ipotecario britannica Bradford & Bingley è nazionalizzata; il gruppo bancario-assicurativo Fortis riceve iniezioni di capitale da tre governi europei; la società tedesca di credito ipotecario commerciale Hypo Real Estate ottiene una linea di credito con l'assistenza del governo; la banca USA Wachovia, in difficoltà, viene rilevata; il progetto TARP è bocciato dalla Camera dei Rappresentanti USA.
30 settembre	Il gruppo finanziario Dexia riceve un'iniezione di capitale pubblico; il governo irlandese annuncia l'estensione della garanzia a tutela di tutti i depositi, i <i>covered bond</i> e il debito senior e subordinato di sei banche del paese; durante le settimane successive altri governi adottano iniziative analoghe.
3 ottobre	Il Congresso USA approva la versione riveduta del piano TARP.
8 ottobre	Le principali banche centrali intraprendono una tornata di riduzioni coordinate dei tassi ufficiali; le autorità britanniche annunciano un ampio pacchetto di sostegno, che prevede iniezioni di capitale per le banche con sede nel Regno Unito.
13 ottobre	Le principali banche centrali annunciano congiuntamente misure tese a fornire disponibilità illimitate di dollari USA per allentare le tensioni sui mercati monetari; i governi dell'area dell'euro si impegnano a ricapitalizzazioni bancarie su scala sistemica; si ha notizia che il Tesoro USA intende investire \$125 miliardi per acquisire partecipazioni in nove importanti banche.
28 ottobre	L'Ungheria riceve un pacchetto di sostegno di \$25 miliardi dall'FMI e da altre organizzazioni multilaterali allo scopo di arginare i crescenti deflussi di capitali e attenuare le pressioni sul cambio.
29 ottobre	Per fronteggiare la perdurante stretta dei finanziamenti in dollari su scala mondiale, la Federal Reserve istituisce linee di swap con le autorità monetarie di Brasile, Corea, Messico e Singapore.

15 novembre	I paesi del G20 si impegnano ad adottare iniziative congiunte per migliorare la cooperazione, rilanciare la crescita internazionale e riformare i sistemi finanziari a livello mondiale.
25 novembre	La Federal Reserve vara un piano da \$200 miliardi per erogare prestiti a fronte di cartolarizzazioni di crediti al consumo e alle piccole imprese; stanziando inoltre fino a \$500 miliardi per l'acquisto di obbligazioni e titoli assistiti da ipoteca (MBS) emessi dalle agenzie federali.
2009	
16 gennaio	Le autorità irlandesi assumono il controllo di Anglo Irish Bank; sulla falsariga dell'approccio già adottato per Citigroup in novembre, le autorità USA decidono di sostenere Bank of America acquistando azioni privilegiate e offrendo garanzie su un portafoglio di attività problematiche.
19 gennaio	Nel quadro di un piano generale di salvataggio per il settore finanziario, le autorità britanniche accrescono la partecipazione al capitale di Royal Bank of Scotland. Nelle giornate successive altre autorità nazionali adottano misure analoghe.
10 febbraio	Le autorità USA presentano un nuovo vasto piano di sostegno al settore finanziario, comprendente il Public-Private Investment Program (PPIP), che prevede l'acquisto di attività deteriorate fino a un massimo di \$1 trilione.
10 febbraio	I Ministri finanziari e i Governatori delle banche centrali del G7 ribadiscono l'impegno a utilizzare l'intera gamma di strumenti disponibili per sostenere la crescita e l'occupazione e rafforzare il settore finanziario.
5 marzo	La Bank of England vara un programma da circa \$100 miliardi per l'acquisto in via definitiva di attività del settore privato e di titoli di Stato per un periodo di tre mesi.
18 marzo	La Federal Reserve annuncia piani di acquisto di titoli del Tesoro a più lunga scadenza per un ammontare massimo di \$300 miliardi e un periodo di sei mesi e innalza i massimali per gli acquisti programmati di titoli collegati alle agenzie di credito federali.
23 marzo	Il Tesoro USA fornisce dettagli del PPIP proposto in febbraio.
2 aprile	Il comunicato del vertice del G20 annuncia iniziative comuni dei governi allo scopo di ripristinare la fiducia e la crescita, comprese misure di rafforzamento del sistema finanziario.
6 aprile	Il Federal Open Market Committee autorizza nuove linee di swap temporanee per lo scambio di liquidità nelle rispettive valute con la Bank of England, la BCE, la Bank of Japan e la Banca nazionale svizzera.
24 aprile	La Federal Reserve rende noti alcuni dettagli delle prove di stress effettuate per valutare la solidità finanziaria delle 19 maggiori istituzioni finanziarie USA, dichiarando che gran parte delle banche presenta livelli patrimoniali ben superiori ai requisiti di adeguatezza.
7 maggio	Il Consiglio direttivo della BCE decide in linea di principio che l'Eurosistema acquisterà <i>covered bond</i> in euro. Le autorità USA pubblicano i risultati delle prove di stress e individuano 10 banche con una carenza patrimoniale complessiva di \$75 miliardi, da colmare soprattutto attraverso aumenti di capitale.
<p>⊙ Per un elenco più completo degli eventi fino a marzo 2008, cfr. il Capitolo VI della <i>78ª Relazione annuale</i> della BRI.</p> <p>Fonti: Bank of England; Federal Reserve Board; Bloomberg; <i>Financial Times</i>; <i>The Wall Street Journal</i>. Tabella II.1</p>	

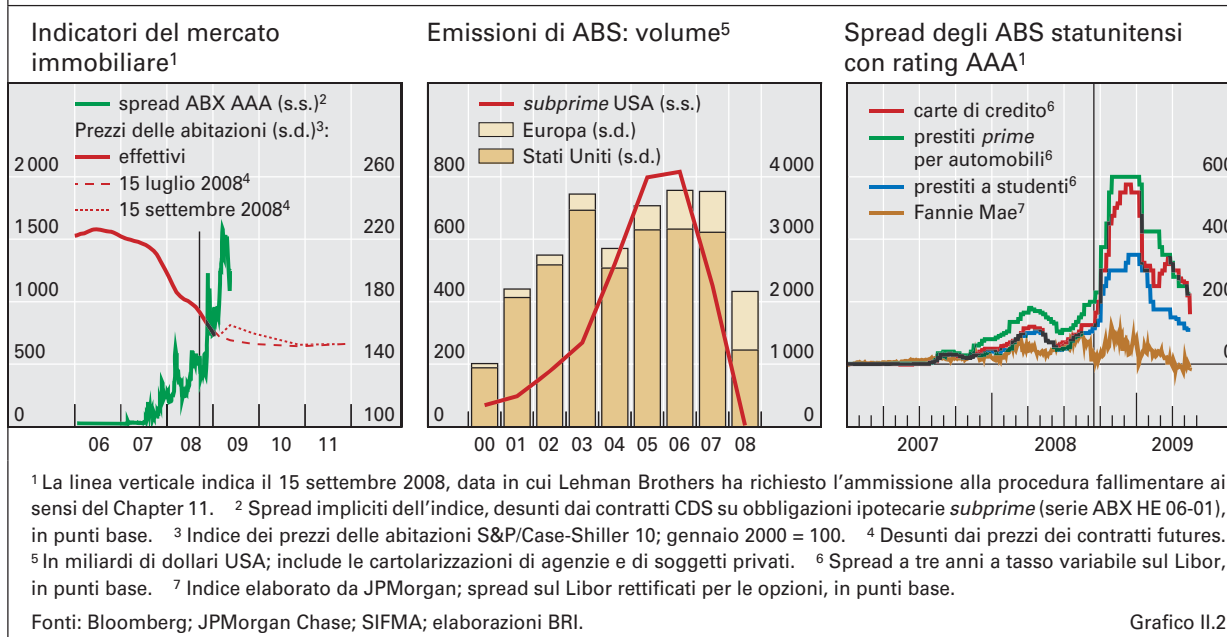
(grafico II.6, diagramma centrale) e i corsi azionari erano notevolmente inferiori ai massimi dell'ottobre 2007 (grafico II.7, diagramma di sinistra). Allo stesso tempo i rendimenti obbligazionari (grafico II.8) e i tassi ufficiali (grafico II.9) nelle principali economie continuavano a riflettere la loro diversa posizione ciclica, nonché l'aspettativa che le ricadute economiche della crisi avrebbero interessato soprattutto gli Stati Uniti. Questa convinzione era inizialmente suffragata dalla robusta crescita interna di molti paesi emergenti nella prima metà del 2008.

Seconda fase: gli eventi culminati nel fallimento di Lehman Brothers (metà marzo-metà settembre 2008)

Durante la seconda fase della crisi, dopo una breve tregua successiva all'acquisizione di Bear Stearns il 16 marzo, i prezzi delle attività finanziarie sono stati oggetto di rinnovate pressioni. Un tratto distintivo del periodo fino

Il deterioramento delle prospettive economiche ...

Mercato ipotecario e mercato della cartolarizzazione

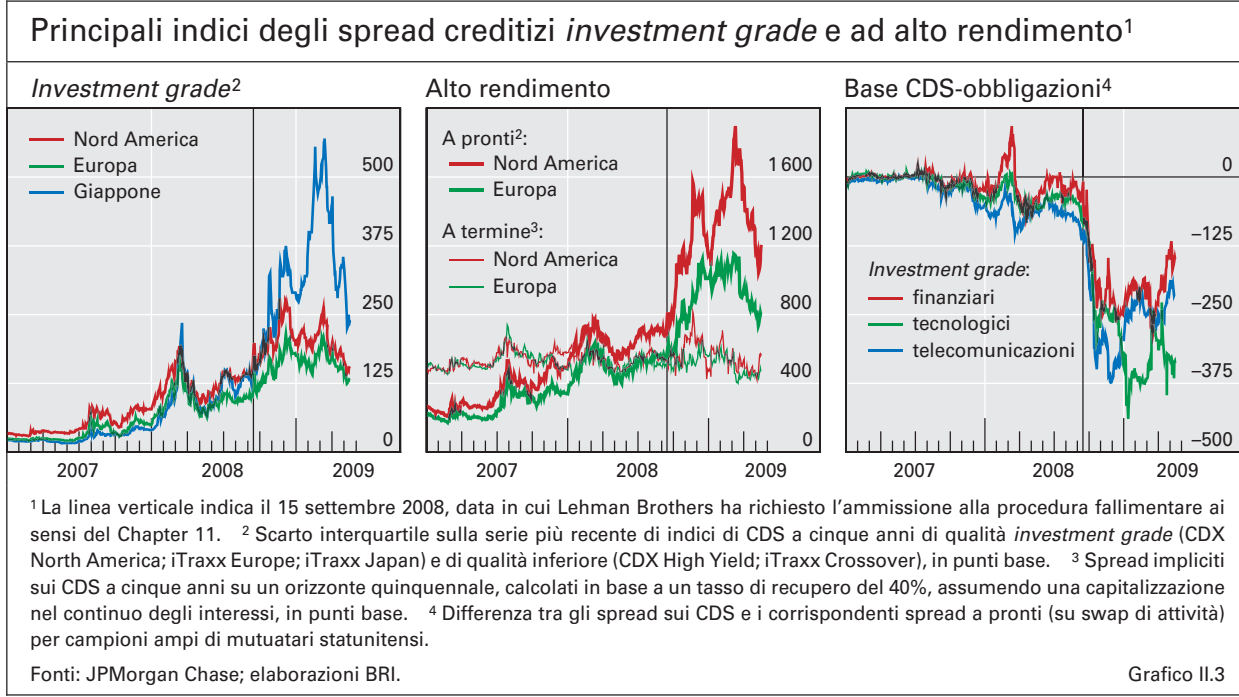


a metà settembre è stato il crescente timore degli investitori per l'emergere di indicazioni secondo cui la sempre più grave recessione statunitense si era ormai propagata ad altre importanti economie, innescando un rallentamento economico sincrono. Le prospettive inerenti a utili, insolvenze e connesse perdite nel settore finanziario che ne sono risultate hanno originato nuove tensioni nei bilanci bancari, sollevando dubbi sulla capacità delle banche di portare a termine i piani di ricapitalizzazione. L'attenzione degli investitori si è quindi progressivamente spostata dai problemi di finanziamento a quelli di solvibilità delle banche, e ciò ha causato particolari difficoltà per le istituzioni che notoriamente presentavano un elevato grado di leva finanziaria e di esposizione ad attività deteriorate.

... e le tensioni sui mercati interbancari ...

Benché il salvataggio di Bear Stearns abbia dato avvio a un periodo di relativa stabilità e di aumento dei prezzi delle attività finanziarie, i mercati interbancari non si sono ripresi. Il differenziale di tasso fra i crediti interbancari a termine e gli swap su indici *overnight* (*overnight index swap*, OIS) si è mantenuto intorno a livelli significativamente superiori a quelli osservati prima dell'agosto 2007 (grafico II.1; grafico II.4, diagramma di sinistra). Le banche si sono pertanto mostrate restie a impegnare risorse in operazioni creditizie con altre banche, e i premi sui prestiti interbancari hanno rispecchiato una maggiore preferenza per la liquidità, congiunta a timori per il rischio di controparte. Questi ultimi sono perdurati nonostante le misure senza precedenti adottate dalle banche centrali al fine di sostenere il funzionamento dei mercati monetari e supplire alla carenza di fondi prima forniti dai mercati finanziari più ampi, anche mediante linee di swap in dollari USA con la Federal Reserve (per maggiori dettagli concernenti queste e le successive risposte delle autorità, cfr. il Capitolo VI).

Forti timori per la situazione patrimoniale delle banche sono riemersi in giugno, a seguito delle notizie negative riguardanti il settore in difficoltà delle



assicurazioni *monoline*². Agli inizi del mese Moody's e Standard and Poor's avevano riveduto in negativo i rating di MBIA e Ambac, due importanti compagnie del settore, mentre nelle settimane successive hanno declassato quelli di varie altre compagnie *monoline*. I risultanti timori per la perdita di valore dei titoli da esse assicurati sono andati ad aggiungersi alle notizie deludenti sugli utili delle banche di investimento. Di conseguenza, a partire da metà giugno le valutazioni sui mercati creditizi e azionari hanno subito un generale deterioramento (grafici Il.3 e Il.7, diagrammi di sinistra), trainato dai titoli del settore finanziario.

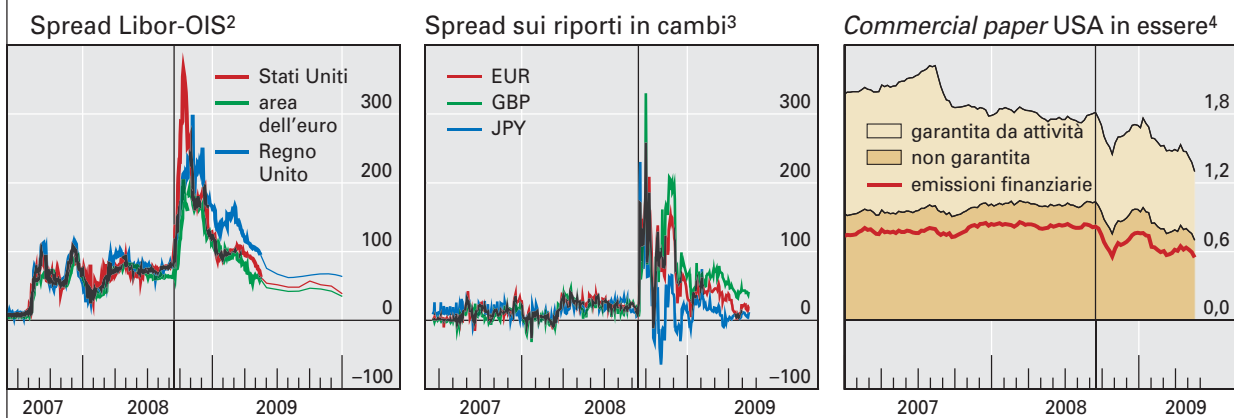
... ridestano timori circa l'adeguatezza patrimoniale ...

Le pressioni più forti nel sistema finanziario hanno tuttavia investito Fannie Mae e Freddie Mac, le due principali agenzie di emanazione governativa USA (*government-sponsored enterprises*, GSE) per il credito ipotecario. Di fronte alla crescente debolezza dei mercati immobiliari, si prevedeva che il calo dei prezzi delle abitazioni negli Stati Uniti si sarebbe protratto ancora a lungo (grafico Il.2, diagramma di sinistra). Pertanto, sebbene le autorità di vigilanza avessero annunciato che le GSE erano ancora adeguatamente capitalizzate, gli spread creditizi sul debito di tali istituzioni e sui titoli assistiti da ipoteca (*mortgage-backed securities*, MBS) da esse sottoscritti sono risaliti a livelli non più osservati da marzo, all'epoca dell'acquisizione di Bear Stearns (grafico Il.2, diagramma di destra). I prezzi delle azioni sono crollati, con perdite di oltre il 70% rispetto a fine maggio 2008. Dal momento che gran parte della restante attività di erogazione di mutui ipotecari dipendeva dalle garanzie delle GSE, domenica 13 luglio l'Amministrazione statunitense è intervenuta abilitando

... con particolari pressioni sulle agenzie di credito ipotecario USA

² Le compagnie di assicurazione *monoline* offrono prodotti di rafforzamento della qualità creditizia per obbligazioni e strumenti della finanza strutturata sotto forma di garanzie a fronte sia di *tranche* senior di titoli basati su mutui ipotecari o attività, sia di obbligazioni emesse da enti locali. Per questo motivo, i rating creditizi delle assicurazioni *monoline* determinano di norma quelli degli strumenti da esse assicurati.

Mercati della provvista¹



¹ La linea verticale indica il 15 settembre 2008, data in cui Lehman Brothers ha richiesto l'ammissione alla procedura fallimentare ai sensi del Chapter 11. ² Libor a tre mesi meno corrispondenti tassi OIS (per l'area dell'euro, tassi swap sull'EONIA), in punti base. Le linee sottili rappresentano gli spread a termine calcolati come differenza fra i tassi a tre mesi sui *forward rate agreement* (FRA) e i corrispondenti tassi OIS impliciti, alla data del 28 aprile 2009. ³ Spread fra il tasso in dollari implicito nei riporti in cambi a tre mesi e il Libor a tre mesi; il tasso in dollari implicito nei riporti in cambi corrisponde al costo implicito sostenuto per raccogliere dollari USA mediante riporti in cambi utilizzando la valuta di finanziamento indicata; in punti base. Per maggiori dettagli sul calcolo, cfr. N. Baba, F. Packer e T. Nagano, "The spillover of money market turbulence to FX swap and cross-currency swap markets", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2008. ⁴ In trilioni di dollari USA.

Fonti: Federal Reserve Board; Bloomberg; elaborazioni BRI.

Grafico II.4

il Tesoro a potenziare la linea di credito già esistente e ad acquistare partecipazioni azionarie al capitale delle agenzie.

Alle misure di sostegno per le GSE ...

Le misure di sostegno alle GSE hanno temporaneamente fornito un certo sollievo ai mercati finanziari. I differenziali di credito si sono ristretti e i valori di borsa hanno iniziato a recuperare parte delle perdite precedenti. Anche i nuovi provvedimenti di emergenza adottati dalla Securities and Exchange Commission (SEC) statunitense per limitare la vendita di azioni allo scoperto da parte delle maggiori banche e società di intermediazione hanno concorso ad allentare le pressioni. Di conseguenza, e di riflesso al generale calo dei premi per il rischio, la volatilità implicita nelle diverse classi di attività è diminuita rispetto ai precedenti massimi, pur mantenendosi superiore ai livelli di inizio della prima fase della crisi a metà 2007 (grafico II.5).

Nel contempo, sui mercati monetari persistevano le incertezze circa il fabbisogno di finanziamento delle banche e il rischio di controparte. Gli spread Libor-OIS delle principali divise, tra cui il dollaro statunitense, sono quindi rimasti elevati. Andamenti analoghi sui mercati dei riporti in cambi hanno rispecchiato un'asimmetria della domanda di finanziamento in dollari USA e nelle altre valute, che ha innalzato il costo della raccolta in dollari (grafico II.4)³. Ciò è avvenuto nonostante le misure ufficiali adottate a fine luglio negli Stati Uniti per migliorare l'efficacia delle linee di liquidità introdotte all'epoca dell'acquisizione di Bear Stearns, come la concessione di prestiti a più lunga scadenza (84 giorni) nel quadro della Term Auction Facility (TAF) e il

³ Per un approfondimento degli effetti di contagio tra i mercati monetari e quelli dei riporti in cambi, cfr. N. Baba e F. Packer, "Interpreting deviations from covered interest parity during the financial market turmoil of 2007-08", *BIS Working Papers*, n. 267, dicembre 2008.

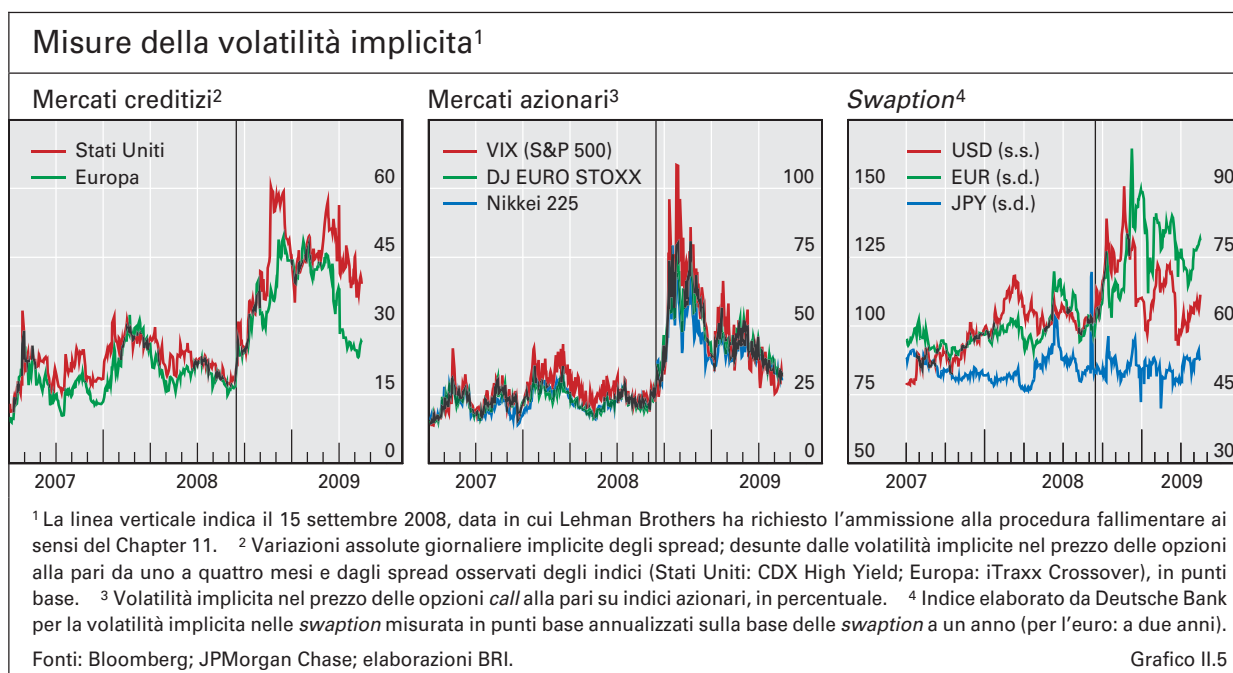
corrispondente allungamento delle scadenze per il rifinanziamento in dollari offerto nelle aste condotte dalla BCE e dalla Banca nazionale svizzera.

Anche le pressioni sui mercati immobiliari sono continuate, ridestando le inquietudini degli investitori per la solidità delle agenzie ipotecarie statunitensi. Le quotazioni delle GSE hanno ripreso a calare e, dopo le notizie di perdite trimestrali superiori alle attese da parte sia di Fannie Mae sia di Freddie Mac in agosto, sono scese a livelli non più osservati dalla fine degli anni ottanta. La fiducia nella solvibilità delle due GSE è venuta meno e domenica 7 settembre il governo statunitense ne ha assunto formalmente il controllo. L'acquisizione ha in larga parte eliminato il rischio di credito per i detentori sia privilegiati che postergati di passività delle agenzie, diluendo al tempo stesso il valore delle partecipazioni azionarie attraverso la quota di azioni privilegiate acquisita dal governo. Tutto ciò prefigurava gli effetti dei futuri salvataggi bancari ed era pertanto fonte di incertezza circa le implicazioni di siffatti interventi per i titoli di credito con differente grado di prelazione.

... fa seguito un vero e proprio salvataggio

L'acquisizione, pur riducendo gli spread sugli MBS e su altri strumenti debitori delle agenzie, non è riuscita a mitigare i timori riguardo al settore finanziario più in generale. Essa ha al contrario richiamato l'attenzione sulla possibilità di ulteriori perdite, in aggiunta ai \$500 miliardi circa di svalutazioni a livello mondiale totalizzate a fine agosto 2008. Inoltre, ha indotto a ritenere che gli interventi messi in atto dalle banche centrali per fornire un canale di finanziamento alternativo al mercato avevano probabilmente esaurito la loro efficacia, dal momento che gli investitori prestavano crescente attenzione ai problemi di solvibilità. In effetti, quando le vicende delle agenzie di credito immobiliare statunitensi sono passate in secondo piano e gli investitori sono tornati a concentrarsi sui bilanci bancari, i valori di borsa e gli spread creditizi delle società finanziarie sono stati oggetto di rinnovate pressioni. Ciò ha a sua volta esacerbato le difficoltà incontrate dalle banche nel ricostituire la loro

Non si allentano le tensioni più generali ...



... e le principali banche di investimento ...

base patrimoniale e nel soddisfare le esigenze di finanziamento in mercati restii ad accettare garanzie che non fossero di qualità primaria. Le risultanti tensioni hanno interessato la generalità degli intermediari. Ciò nonostante, vi erano segnali di una differenziazione in base ai modelli operativi delle banche e alle implicazioni di questi ultimi per le esposizioni verso attività problematiche, la raccolta e la leva finanziaria. In tale contesto, le istituzioni che hanno subito le pressioni maggiori sono state le principali banche di investimento (grafico II.10).

... fra cui in particolare Lehman Brothers, sono alle prese con i problemi più gravi

Agli inizi di settembre, allorché la tanto attesa iniezione di capitale a favore di Lehman Brothers non si è materializzata, la banca di investimento è stata oggetto di pressioni particolarmente intense. Gli spread sui CDS usati per assicurare il suo debito sono aumentati di quasi 200 punti base, a circa 500, inducendo l'agente di compensazione della banca a richiedere poteri aggiuntivi per ottenere il sequestro delle attività costituite in garanzia, e i creditori a breve termine a tagliare le linee di finanziamento. Martedì 9 settembre il titolo di Lehman Brothers, già depresso, ha perso il 45% ed è ulteriormente sceso il giorno successivo, quando sono stati pubblicati risultati deludenti per il terzo trimestre 2008. Malgrado il contestuale annuncio di piani di scorporo delle linee operative, la fiducia nella capacità della banca di procurarsi i finanziamenti di cui aveva urgente bisogno è venuta rapidamente a mancare. Ciò ha creato l'aspettativa che le autorità avrebbero cercato di mediare un'acquisizione, sulla falsariga di quella di Bear Stearns, durante il successivo fine settimana, il 13-14 settembre.

La crisi di fiducia

Terza fase: perdita di fiducia a livello mondiale (15 settembre-fine ottobre 2008)

Il fallimento di Lehman Brothers ...

Il punto critico è stato raggiunto lunedì 15 settembre, quando Lehman Brothers Holdings Inc. ha chiesto di essere ammessa alla procedura fallimentare ai sensi del Chapter 11. Da quel momento, ciò che molti avevano sperato fosse semplicemente un episodio gestibile di turbolenza è sfociato in una vera e propria crisi mondiale. Improvvisamente, mentre i mercati erano in preda a un crescente disordine, sempre più istituzioni finanziarie si sono trovate esposte al rischio di insolvenza. La conseguente crisi di fiducia si è rapidamente estesa ad altri mercati e paesi, evidenziando chiaramente la necessità di ricalibrare gli interventi ufficiali dal sostegno di liquidità a misure di più ampia portata (comprese ricapitalizzazioni bancarie a livello di sistema). Nello stesso tempo, allorché i mercati emergenti hanno risentito del crollo delle esportazioni e dell'inasprimento delle condizioni creditizie è apparsa evidente la natura universale della crisi, e con essa la necessità di una risposta globale da parte delle autorità.

Per quanto riguarda il fallimento di Lehman Brothers, le preoccupazioni si erano concentrate sul ruolo di *broker* ed entità di riferimento (ossia fonte del rischio di insolvenza contro il quale gli acquirenti di protezione desiderano assicurarsi) ricoperto da questa banca nel mercato dei CDS. Nei fatti, ben più critiche sono risultate le esposizioni a fronte dei titoli di debito in essere

I fondi del mercato monetario amplificano l'instabilità all'indomani del fallimento di Lehman Brothers

La perdita di fiducia nei fondi del mercato monetario in dollari USA ha amplificato le tensioni finanziarie risultanti dal dissesto di Lehman Brothers nel settembre 2008. La presente analisi spiega perché la corsa al riscatto di questi fondi abbia coinciso con il deterioramento dei mercati interbancari mondiali.

La catena di eventi culminata nella corsa al riscatto dei fondi del mercato monetario

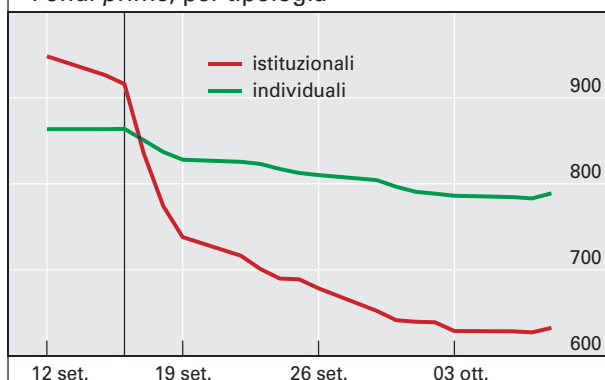
Come più ampiamente documentato nel Capitolo III, il fabbisogno complessivo di dollari USA delle banche non statunitensi costituiva una vulnerabilità latente nel sistema finanziario mondiale prima ancora dell'inizio della crisi. Le banche europee, in particolare, avevano fortemente accresciuto le loro attività in dollari durante il decennio precedente (a più di \$8 trilioni a metà 2007). Per giunta, tali attività superavano di oltre \$800 miliardi le passività stimate in dollari USA, il che implicava un parziale finanziamento in valute diverse da quelle utilizzate per gli impieghi e quindi un massiccio ricorso a strumenti come i riporti in cambi. Per finanziare le loro posizioni, le banche si sono anche rivolte direttamente ad altri mercati interbancari all'ingrosso e a fornitori non bancari di capitali a breve, quali i fondi del mercato monetario^①.

Mano a mano che il canale interbancario è andato prosciugandosi a partire da agosto 2007, le banche europee hanno utilizzato in misura crescente i riporti in cambi per ottenere dollari a fronte delle valute locali, e ciò ha sospinto il corrispondente costo del finanziamento ben al di sopra del già elevato tasso Libor sul dollaro (grafico II.4, diagramma centrale). In presenza di tali tensioni sui mercati interbancari, per le banche non statunitensi è diventato essenziale preservare l'accesso ad altre fonti di finanziamento in dollari e soprattutto a quella di dimensioni maggiori, ossia i fondi comuni del mercato monetario denominati in tale divisa. Gran parte dei fondi che acquistano titoli privati (cosiddetti fondi *prime*) effettua ingenti investimenti in emissioni non statunitensi. Dai bilanci dei 15 principali fondi di questo tipo, con attivi complessivamente superiori al 40% del totale di categoria, emerge che a metà 2008 i loro portafogli erano investiti per la metà in banche non USA (per circa l'85% banche europee). Tali investimenti raggiungevano un valore stimato di \$1 trilione (su un totale di oltre \$2 trilioni di attivi), pari a più del 15% delle passività totali stimate in dollari delle banche europee verso soggetti non bancari.

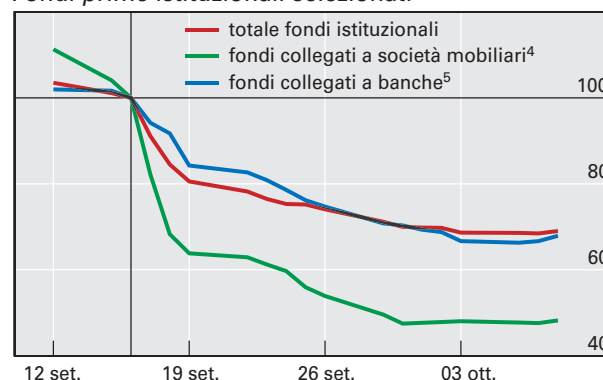
Fino a settembre 2008 i finanziamenti in dollari hanno continuato ad affluire, e i fondi monetari USA paiono aver accresciuto i loro investimenti nelle banche di altri paesi durante il periodo immediatamente

Attività dei fondi *prime* del mercato monetario statunitense

Fondi *prime*, per tipologia^{1,2}



Fondi *prime* istituzionali selezionati^{2,3}



¹ In miliardi di dollari USA. ² La linea verticale indica il 16 settembre 2008, data immediatamente successiva alla richiesta di ammissione alla procedura fallimentare ai sensi del Chapter 11 da parte di Lehman Brothers, e corrispondente all'annuncio da parte di Reserve Management Co. che le quote sia del suo fondo più importante sia del suo fondo caraibico valevano meno di un dollaro. ³ 16 settembre 2008 = 100. ⁴ Goldman Sachs, Merrill Lynch e Morgan Stanley. ⁵ Bank of America (Columbia), Bank of New York (Dreyfus), Barclays, JPMorgan Chase, State Street, Wachovia (Evergreen) e Wells Fargo.

Fonti: Crane Data; elaborazioni BRI.

Grafico II.A

precedente il fallimento di Lehman Brothers. I loro attivi sono fortemente cresciuti nella misura in cui gli investitori hanno liquidato posizioni a breve meno sicure. Le banche non statunitensi hanno tratto beneficio dal fatto che i gestori dei fondi *prime* stessero adottando un mix di portafoglio meno rischioso, privilegiando i certificati di deposito (CD) a scapito della *commercial paper* (CP). Tale riallocazione fa ritenere che questi fondi abbiano potenziato il loro ruolo di fornitori di finanziamenti in dollari su base non garantita alle banche non USA, data l'assai maggiore incidenza nei loro portafogli di tali banche in quanto emittenti di CD piuttosto che di CP. Nello stesso tempo, essa implicava altresì che un'eventuale corsa al disinvestimento dai fondi monetari in dollari si sarebbe inevitabilmente tradotta in difficoltà di finanziamento per le banche europee.

La corsa al disinvestimento dai fondi monetari USA

Il 16 settembre (il giorno dopo il fallimento di Lehman Brothers) Reserve Management Co., gestore della famiglia di fondi cresciuta più rapidamente negli anni precedenti, ha annunciato che a causa delle perdite sui titoli di Lehman il valore delle quote unitarie del suo fondo principale Reserve Primary e di quello caraibico era sceso rispettivamente a 97 e 91 centesimi di dollaro. Reserve Primary è stato quindi il primo grande fondo a scendere al disotto dell'unità ("break the buck") e solo il secondo nella storia di tutti i fondi del mercato monetario. Ciò ha scatenato un'ondata diffusa ma differenziata di richieste di rimborso delle quote, del tutto simile a una corsa agli sportelli bancari. Reserve Primary ha ricevuto richieste di riscatto pari a \$25 miliardi il 15 settembre e a ulteriori \$35 miliardi al 19 settembre, per un totale di \$60 su 62 miliardi. Pur senza scendere al disotto dell'unità, lo U.S. Government Fund di Reserve Management (con attivi per \$10 miliardi) è stato chiamato a rimborsare circa \$6 miliardi. Richieste di riscatto sono pervenute anche ad altri fondi *prime*, mentre si registravano flussi verso i cosiddetti "fondi governativi", che investono principalmente in obbligazioni emesse o garantite dal Governo degli Stati Uniti e dalle sue agenzie².

I soggetti istituzionali hanno disinvestito molto più rapidamente dei privati. Il mercoledì e giovedì successivi al 16 settembre, giorno in cui Reserve Primary era sceso al disotto dell'unità, gli investitori istituzionali hanno liquidato \$142 miliardi di posizioni in 102 fondi *prime* istituzionali, corrispondenti al 16% degli attivi totali degli stessi (grafico II.A, diagramma di sinistra). In quegli stessi giorni hanno acquistato quote per \$54 miliardi in fondi governativi, facendone aumentare gli attivi in percentuale analoga. I privati hanno venduto quote di fondi *prime* per soli \$27 miliardi, pari al 3%, e investito in fondi governativi \$34 miliardi su base netta.

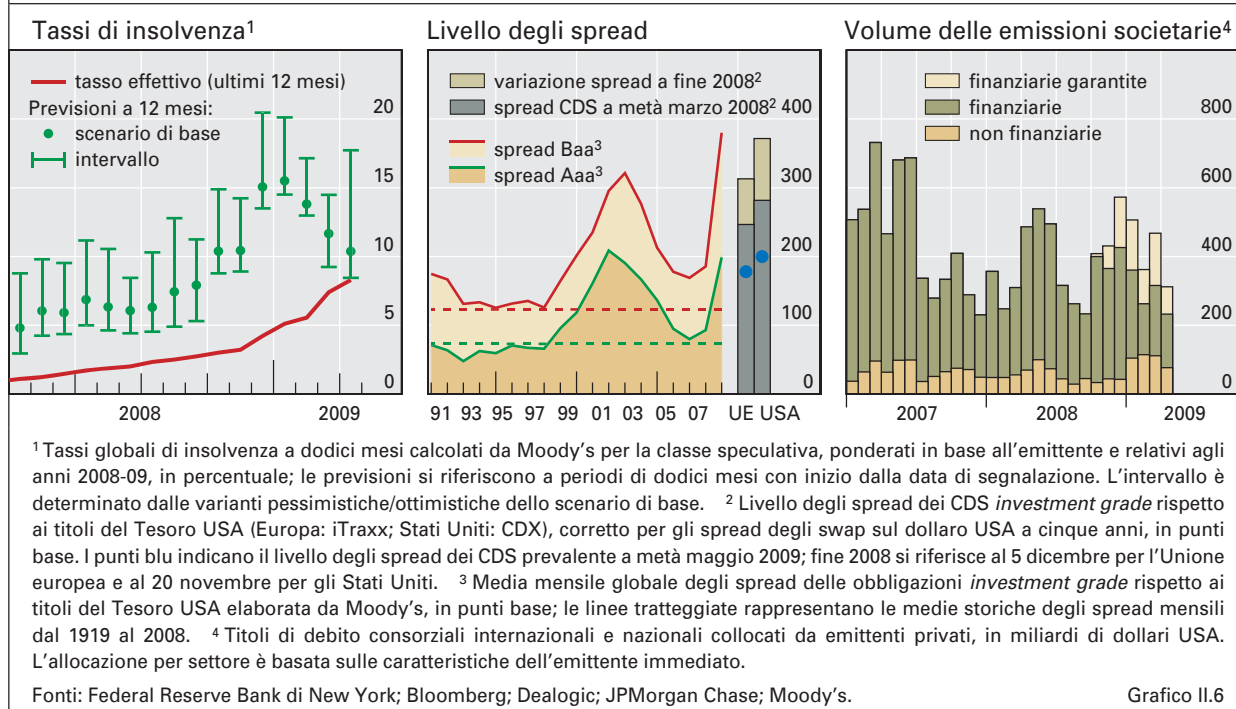
I rimborsi maggiori sono stati richiesti ai fondi *prime* istituzionali gestiti da quegli operatori mobiliari superstiti e piccoli gestori indipendenti di cui gli investitori mettevano in dubbio la capacità operativa. Nelle suddette due giornate i principali fondi istituzionali gestiti dalle tre maggiori società di intermediazione immobiliare hanno ricevuto domande di riscatto comprese tra il 20 e il 38% degli attivi, ben al disopra della media del 16%; i volumi richiesti ai principali fondi gestiti dalle affiliate di sette importanti banche hanno invece oscillato tra il 2 e il 17% degli attivi (grafico II.A, diagramma di destra).

La fuga verso la sicurezza (evidenziata sia dalla maggiore preferenza per i fondi governativi sia dalla ricomposizione dei portafogli) ha fatto crescere la domanda di obbligazioni del Tesoro, titoli di agenzie e contratti pronti contro termine (PcT) a scapito della CP e dei CD bancari. La quota dei PcT sul totale delle attività dei fondi *prime*, pari all'11%, non è stata in molti casi sufficiente a soddisfare neanche le richieste di rimborso pervenute nei primi due giorni. La liquidazione di tali contratti ha allungato le scadenze medie e indotto i fondi a reinvestire soltanto a brevissimo termine.

L'ondata di richieste di rimborso che ha investito i fondi del mercato monetario ha pertanto rischiato di estendersi prima al mercato della CP e poi a quello dei CD (nonché, di conseguenza, alle banche non statunitensi), destabilizzando i già tesi mercati mondiali del credito bancario. Le risposte ufficiali volte ad arrestare la corsa ai riscatti, e la misura in cui hanno determinato una sostituzione di capitali privati con capitali pubblici, sono descritte nel Capitolo VI.

² Cfr. P. McGuire e G. von Peter, "La carenza di dollari USA nel sistema bancario mondiale", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2009. ³ Cfr. N. Baba, R. McCauley e S. Ramaswamy, "I fondi comuni del mercato monetario in dollari e le banche non statunitensi", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2009.

Tassi di insolvenza, livello degli spread creditizi e volume delle emissioni



di Lehman Brothers. Tre eventi hanno concorso a proteggere gli operatori sul mercato dei CDS dal fallimento della banca. In primo luogo, domenica 14 settembre, alla vigilia della richiesta di ammissione alla procedura concorsuale è stata organizzata una seduta di contrattazione speciale con l'obiettivo di aiutare i principali *dealer* in CDS a compensare le posizioni in cui Lehman Brothers fungeva da controparte e a ribilanciare i propri conti tramite la sostituzione di tali posizioni. In secondo luogo, il 16 settembre AIG, grande compagnia assicurativa con posizioni nozionali in CDS (spesso operazioni di tipo assicurativo *monoline* aventi come controparte le banche clienti) stimate a oltre \$440 miliardi, ha ottenuto sostegno finanziario dal governo. Il piano di sostegno, che sarebbe stato ripetutamente ristrutturato e ampliato nei mesi successivi, ha evitato il fallimento disordinato della società. Esso ha inoltre fatto sì che i rischi connessi con i CDS non ricadessero sui bilanci della clientela in un contesto già fragile. In terzo luogo, le esposizioni verso CDS riferiti a Lehman Brothers sono risultate minori di quanto temuto e hanno comportato in definitiva regolamenti netti relativamente modesti (circa \$5,2 miliardi), che hanno potuto essere liquidati senza problemi a fine ottobre. Di conseguenza, l'infrastruttura di mercato dei CDS ha tenuto piuttosto bene. Ciò nonostante, l'opacità del mercato ha acuito le incertezze concernenti l'azione delle autorità nelle giornate immediatamente precedenti la dichiarazione di fallimento e ha esacerbato le tensioni già esistenti sui mercati della provvista⁴. Questi ultimi hanno risentito delle perdite sulle esposizioni dei fondi comuni del mercato monetario verso titoli a breve e a medio termine emessi da Lehman Brothers.

... fa impennare il rischio di controparte ...

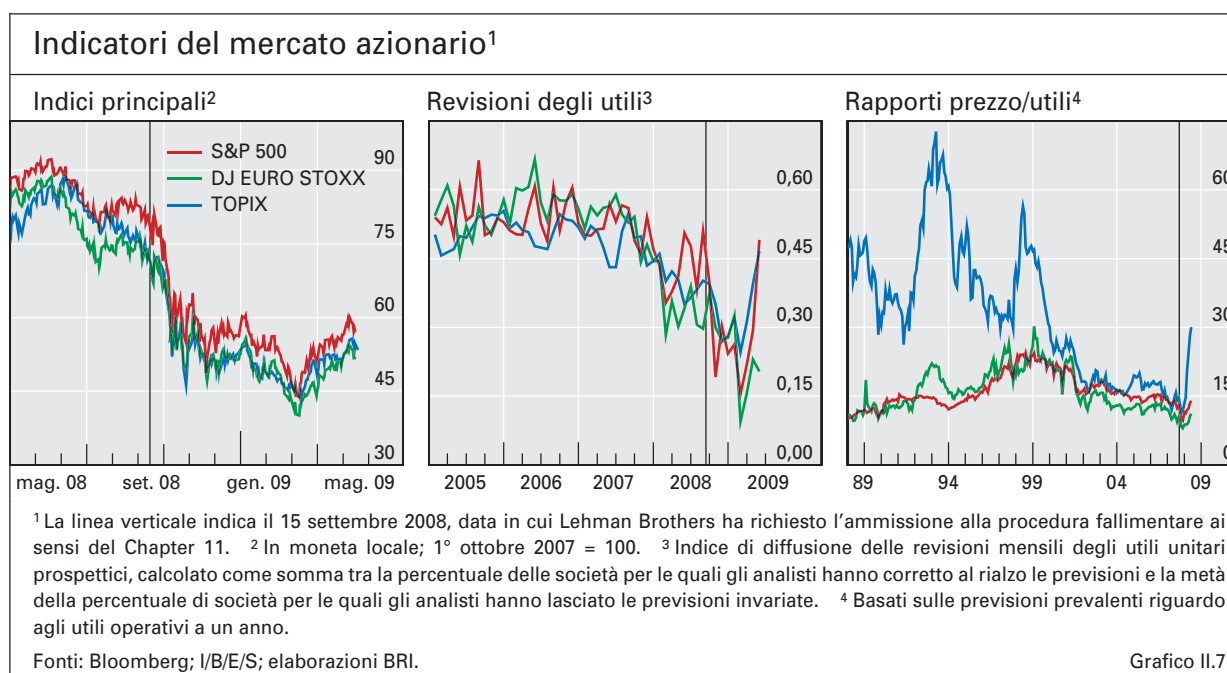
⁴ Per una descrizione più dettagliata, cfr. il "Quadro generale degli sviluppi", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre 2008, pagg. 7-9.

La natura sistemica di queste esposizioni è emersa quando Reserve Primary, un importante fondo statunitense, ha stralciato dal bilancio oltre \$780 milioni di passività di Lehman Brothers (cfr. il riquadro). Reserve Primary è stato così il primo importante fondo a notificare un valore del patrimonio netto unitario inferiore a un dollaro (“break the buck”). Ciò ha a sua volta scatenato negli Stati Uniti la richiesta di un volume senza precedenti di riscatti di quote di fondi comuni del mercato monetario, di fatto una “corsa agli sportelli”, costringendo i gestori a liquidare attività in mercati sostanzialmente illiquidi. Benché non abbiano interessato tutti i fondi nella stessa misura, le tensioni si sono rapidamente propagate ai mercati della *commercial paper* (CP) e dei certificati di deposito bancari nei quali i fondi del mercato monetario sono un gruppo fondamentale di investitori. Il segmento della CP non garantita ha registrato i deflussi maggiori: tra il 10 settembre e il 22 ottobre i volumi di CP in essere negli Stati Uniti sono calati di oltre \$325 miliardi, da un totale di circa \$1,76 trilioni (grafico II.4, diagramma di destra). Le banche estere e le istituzioni statunitensi senza una base di depositi al dettaglio hanno quindi perso l’accesso a un’importante fonte di finanziamento in un momento in cui dovevano sostenere (o assumersi in bilancio) i fondi del mercato monetario da loro patrocinati. Pertanto la domanda di dollari USA sul mercato interbancario è aumentata enormemente, causando un blocco pressoché totale dei mercati monetari e del credito a breve termine.

... mentre la crisi che investe i fondi del mercato monetario ...

... si propaga rapidamente al resto del sistema finanziario

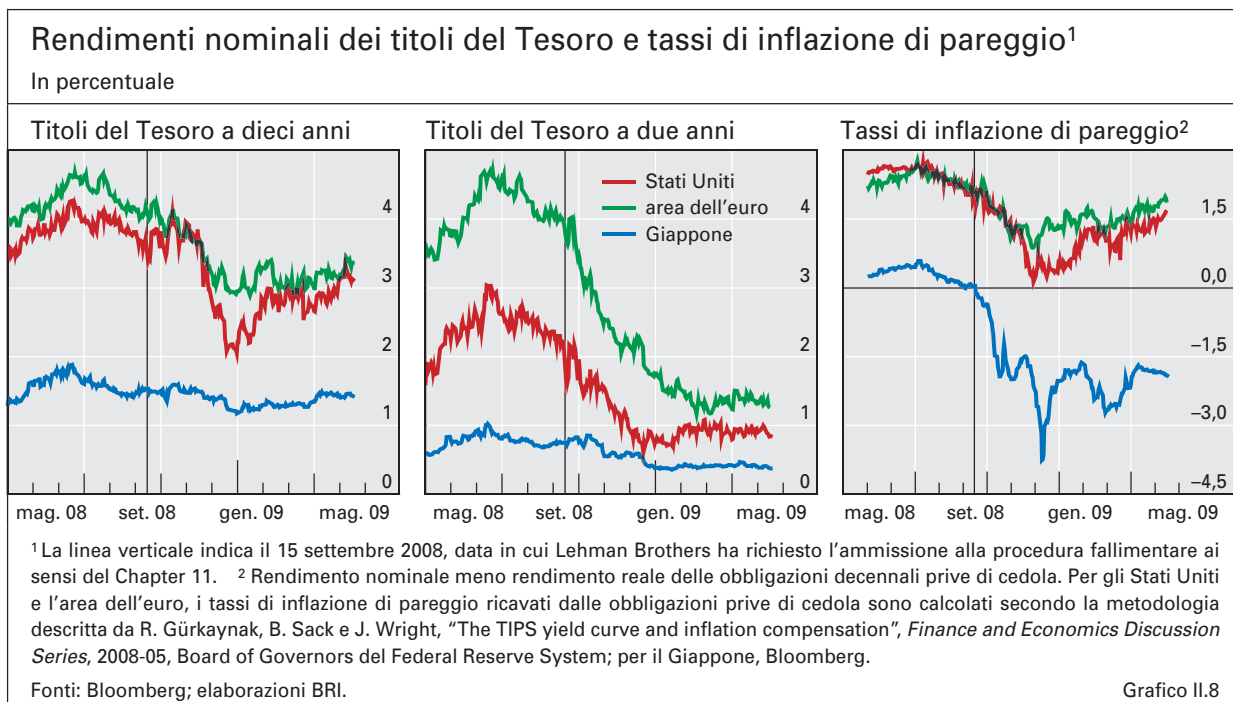
Le conseguenti turbative si sono rapidamente trasmesse al sistema finanziario mondiale. La corsa delle banche per accaparrarsi liquidità ha determinato un forte aumento degli spread Libor-OIS in dollari, dal livello già elevato di circa 80 punti base agli inizi di settembre a quasi 250 punti alla fine dello stesso mese. Gli andamenti in altri mercati, come quelli dell’euro e della sterlina, hanno mostrato analoghi segni di disfunzione. Le tensioni sono apparse particolarmente evidenti nel caso dei riporti in cambi, dove l’aumento



degli spread creditizi del settore finanziario e la forte espansione della domanda mondiale di dollari USA hanno portato il costo implicito della moneta statunitense a livelli storicamente elevati in rapporto al Libor (grafico Il.4). Con l'improvviso diffondersi di dubbi circa la solvibilità di importanti operatori e l'impennata del rischio di controparte percepito dal mercato, nella sola giornata del 15 settembre lo spread sull'indice di riferimento USA dei CDS di qualità *investment grade* ha segnato un balzo di 42 punti base e quello corrispondente del comparto ad alto rendimento di 118 punti (grafico Il.3). Negli altri principali mercati gli spread creditizi hanno subito variazioni analoghe in sintonia con gli andamenti nel mercato statunitense. Il giorno del fallimento di Lehman Brothers i corsi azionari hanno perso circa il 4% sia negli Stati Uniti che in Europa e hanno continuato a calare fino al 17 settembre (grafico Il.7).

In un contesto di acute pressioni sistemiche, i responsabili delle politiche hanno intensificato il ritmo delle loro iniziative e ne hanno ampliato la portata. Il 18 settembre la banca britannica HBOS è stata costretta a una fusione mediata dal governo con una delle sue concorrenti. Al contempo, le autorità del Regno Unito hanno cercato di allentare le pressioni sui titoli finanziari sospendendone la vendita allo scoperto, una mossa emulata il giorno seguente dalle autorità statunitensi. Oltre a ciò, le principali banche centrali hanno reagito con una nuova serie di misure concertate per sopperire alla penuria di finanziamenti a breve in dollari USA. A questi interventi ha fatto seguito, il 19 settembre, l'annuncio da parte del Tesoro USA di una garanzia temporanea destinata agli investitori nei fondi del mercato monetario nell'intento di arrestare l'ondata dei ritiri di capitale da questi intermediari. I riscatti sono effettivamente diminuiti e le attività totali dei fondi comuni USA sono infine ritornate ai livelli precedenti il 15 settembre.

Nonostante una prima tornata di iniziative ufficiali ...



... le pressioni sul settore finanziario non si attenuano ...

Dopo la reazione iniziale al fallimento di Lehman Brothers i mercati si sono ripresi, ma le pressioni sulle banche e su altre società finanziarie non sono diminuite. Grazie alle prime indicazioni di un progetto statunitense del valore di \$700 miliardi volto a rimuovere le attività problematiche dai bilanci delle istituzioni finanziarie, gli spread creditizi sono temporaneamente ridiscesi dai massimi toccati nei giorni precedenti. Anche i mercati azionari hanno segnato una ripresa, favorita in parte dal recente divieto di vendita allo scoperto. Il 19 settembre l'indice S&P 500 ha recuperato il 4%, con rialzi ancor maggiori messi a segno dai titoli di varie importanti banche, mentre lo stesso giorno le borse europee hanno guadagnato oltre l'8%. Nondimeno, domenica 21 settembre le autorità degli Stati Uniti hanno autorizzato le banche di investimento Goldman Sachs e Morgan Stanley a trasformarsi in gruppi bancari, una mossa intesa ad arrestare i continui trasferimenti di posizioni e i deflussi di fondi della clientela verso parti terze. La settimana successiva le stesse autorità hanno acquisito la cassa di risparmio Washington Mutual.

... inducendo sempre più governi ad adottare programmi di sostegno

La prova ultima della profondità e dell'ampiezza della crisi si è avuta lunedì 29 settembre, quando le autorità di vari paesi europei hanno dovuto fronteggiare le minacce che incombevano sulla stabilità di diverse istituzioni dei rispettivi sistemi bancari. Dopo varie trattative nel corso del fine settimana, il governo britannico ha deciso di nazionalizzare la società di credito immobiliare Bradford & Bingley, mentre il gruppo bancario-assicurativo Fortis ha ottenuto un'iniezione di capitale congiunta da tre paesi europei. Lo stesso giorno la società tedesca di credito immobiliare non residenziale Hypo Real Estate ha ricevuto una linea di credito sotto l'egida governativa, cui si sono in seguito aggiunte ulteriori misure di sostegno.

Viene meno la fiducia nella solidità delle banche ...

Queste iniziative ufficiali non hanno tuttavia ripristinato la fiducia nella stabilità del sistema bancario, poiché l'attenzione dei mercati finanziari era ormai chiaramente focalizzata sulla necessità di un'azione ufficiale di ampio raggio. Nel corso dello stesso 29 settembre, quando la Camera dei Rappresentanti USA ha respinto la prima versione del piano proposto dal Tesoro a sostegno del settore finanziario (poi approvato e convertito in legge nella sua versione emendata alla fine di quella settimana), la reazione dei mercati è stata rapida: l'S&P 500 è calato dell'8,8%, ancora una volta trainato dai titoli finanziari, e altri indici hanno registrato flessioni analoghe che si sarebbero tradotte a fine ottobre in perdite cumulate del 30% circa. Anche i mercati creditizi hanno subito pressioni estreme, e gli spread sui principali indici CDS sono balzati a livelli superiori ai massimi dei giorni immediatamente successivi al fallimento di Lehman Brothers. I rendimenti sui titoli di Stato a più lunga scadenza sono diminuiti (grafico II.8) e gli indici di volatilità delle varie classi di attività hanno registrato un'impennata (grafico II.5) mano a mano che l'aggravarsi della crisi provocava una generale fuga verso la qualità.

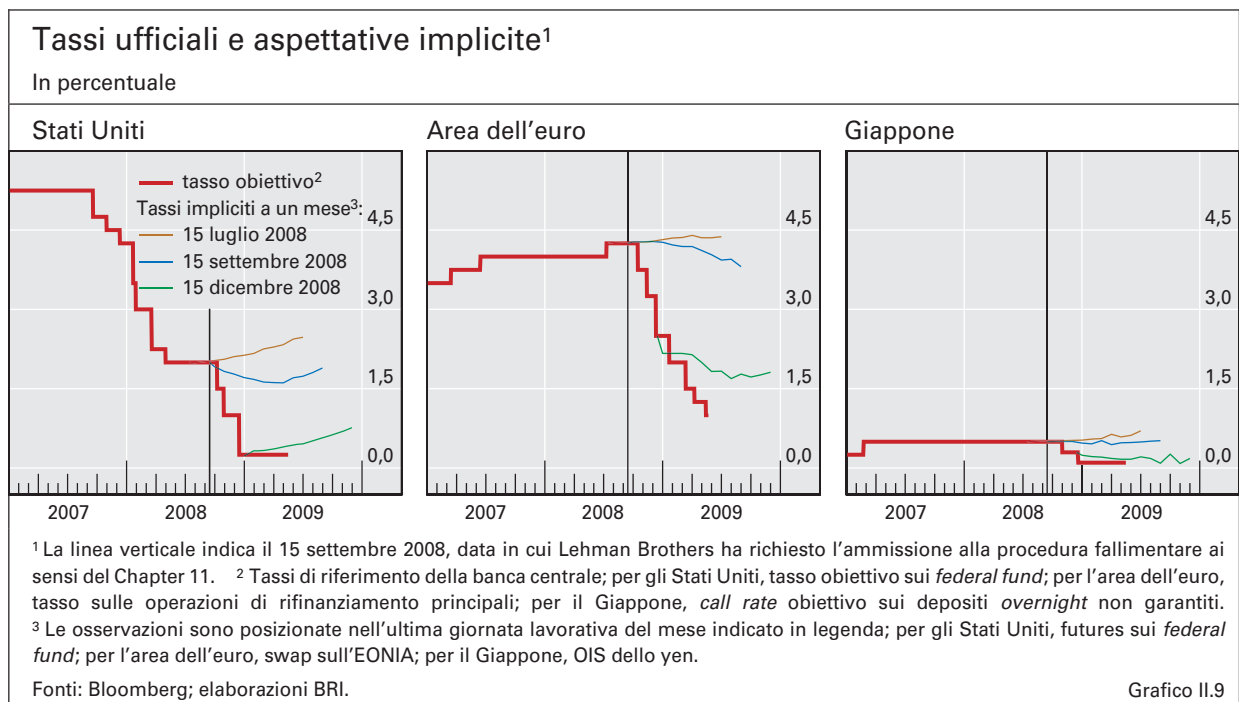
... su scala mondiale ...

Le economie emergenti sono state sempre più risucchiate nel vortice della turbolenza, anche se la loro esposizione diretta alle attività deteriorate era notoriamente limitata. Dopo aver registrato una performance superiore a quella dei corrispondenti titoli dei paesi industriali tra l'inizio della crisi (agosto 2007) e il maggio 2008, i titoli dei mercati emergenti misurati dall'indice MSCI hanno perso circa il 28% in termini di moneta locale (contro una flessione di

circa il 12% dell'S&P 500) tra metà maggio e il giorno precedente il fallimento di Lehman Brothers. Fino ad allora le perdite erano state indotte in larga misura dalle implicazioni della crisi per la domanda di esportazioni, sia direttamente sia tramite l'impatto della minore domanda sui prezzi delle materie prime (Capitolo V). Dopo il fallimento di Lehman Brothers, le attività dei mercati emergenti in generale si sono ulteriormente indebolite, in quanto i dubbi sulla solidità dei sistemi bancari delle principali economie hanno suscitato timori riguardanti a un tempo il tracollo della crescita mondiale, il ribasso delle materie prime e la disponibilità di fonti esterne di finanziamento. Di conseguenza, i differenziali sul debito sovrano si sono ampliati drasticamente, e i valori di borsa, precipitati in parallelo con quelli delle economie industriali, hanno segnato un declino sensibilmente superiore rispetto ai precedenti periodi di turbolenza (grafico II.11).

Benché le pressioni siano state particolarmente intense per i paesi che gli investitori consideravano più vulnerabili, nel corso di ottobre sono emersi segnali di vendite più generalizzate. Agli inizi del mese si sono manifestati timori circa l'accesso al finanziamento estero allorché il tracollo quasi contemporaneo di tre banche islandesi ha indotto gli investitori internazionali a riconsiderare le proprie esposizioni verso le economie che presentavano ampi disavanzi correnti e un corrispondente elevato fabbisogno di finanziamento, comprese quelle dell'Europa centrale e orientale (Capitolo V). Negli ultimi anni una parte cospicua degli afflussi di capitali verso le economie con sistemi bancari a predominanza estera – e il conseguente accesso a un'ampia base di depositi in valuta – era stata destinata all'erogazione di prestiti a imprese e famiglie in monete diverse da quella locale. Ora i finanziatori erano più restii a rinnovare i prestiti in essere o a erogarne di nuovi. Inoltre, dal momento che segmenti fondamentali del sistema finanziario mondiale

... e le attività dei mercati emergenti ...



... subiscono un'ondata crescente di vendite

avevano cessato di funzionare, il crollo dei prezzi delle attività nei paesi industriali ha originato in misura crescente pesanti deflussi bancari e di portafoglio dai mercati emergenti. Le pressioni sui corsi delle attività si sono notevolmente accresciute e con esse la volatilità di mercato. Ciò ha accelerato l'ondata di vendite, nonostante gli interventi attuati dalle banche centrali delle economie emergenti per potenziare le operazioni di prestito in moneta locale ed estera e l'annuncio di garanzie totali o parziali sui depositi bancari in diversi paesi. L'indice MSCI dei mercati emergenti ha così perso circa il 40% rispetto al livello immediatamente precedente il fallimento di Lehman Brothers, scendendo su valori non più osservati dall'ottobre 2004.

La crisi di fiducia si arresta ...

A metà ottobre 2008, mentre la serie di iniziative senza precedenti prese dalle autorità di varie economie andava sempre più configurandosi come un approccio congiunto, dai mercati sono infine provenute indicazioni secondo cui la crisi di fiducia era stata arginata. L'8 ottobre le autorità del Regno Unito hanno annunciato misure di vasta portata per ricapitalizzare le banche britanniche. Questa iniziativa è stata seguita da una tornata inedita di riduzioni coordinate dei tassi ufficiali da parte di sei importanti banche centrali, fra cui la BCE, la Bank of England e la Federal Reserve. L'azione tesa ad attuare ulteriori misure su ampia scala è proseguita nelle settimane successive: il 13 ottobre, ad esempio, la Federal Reserve e altre importanti banche centrali hanno ampliato le linee di swap esistenti, in modo da rendere disponibili quantità illimitate di fondi in dollari USA. Lo stesso giorno i paesi appartenenti all'area dell'euro hanno annunciato congiuntamente l'estensione di garanzie e iniezioni di capitale volte a stabilizzare il settore bancario. A ciò ha fatto seguito, il 14 ottobre, la notizia che il Tesoro USA avrebbe destinato alla ricapitalizzazione di grandi banche una parte (\$250 miliardi) del pacchetto di salvataggio finanziario di \$700 miliardi precedentemente approvato. Poiché un volume ingente di passività senior delle istituzioni finanziarie era stato di fatto trasformato in debito quasi-pubblico, gli investitori hanno reagito facendo scendere gli spread delle società del settore finanziario dai picchi già toccati durante il periodo in rassegna (grafico II.10, diagramma di sinistra).

... sulla scia di interventi ufficiali coordinati ...

... e nei mercati emergono segnali di un allentamento delle pressioni

Segni di allentamento delle pressioni sono emersi anche in altri mercati. Lo spread Libor-OIS in dollari a tre mesi, che il 10 ottobre era salito a un massimo di 364 punti base, è andato costantemente calando fino a scendere al di sotto dei 100 punti base a gennaio 2009 (grafico II.4, diagramma di sinistra). Gli spread Libor-OIS dell'euro e della sterlina hanno seguito un profilo analogo, a indicazione che i mercati interbancari avevano iniziato a stabilizzarsi. Nel contempo, i principali indici azionari hanno mostrato un recupero temporaneo, risalendo dai minimi di fine ottobre. Anche le condizioni nei mercati emergenti si sono stabilizzate dopo che una serie di paesi è riuscita a ottenere aiuti dall'FMI e da altri organismi internazionali, e in seguito alla notizia, il 29 ottobre, che la Federal Reserve aveva istituito linee di swap in dollari USA con le autorità monetarie di importanti mercati emergenti. I prezzi delle attività hanno tuttavia continuato a risentire delle vulnerabilità a livello di singoli paesi, un aspetto che ha contribuito all'andamento relativamente sfavorevole degli indici del mercato creditizio e azionario nei paesi emergenti europei (grafico II.11, diagrammi di sinistra e centrale).

Ricadute macroeconomiche e finanziarie a livello mondiale

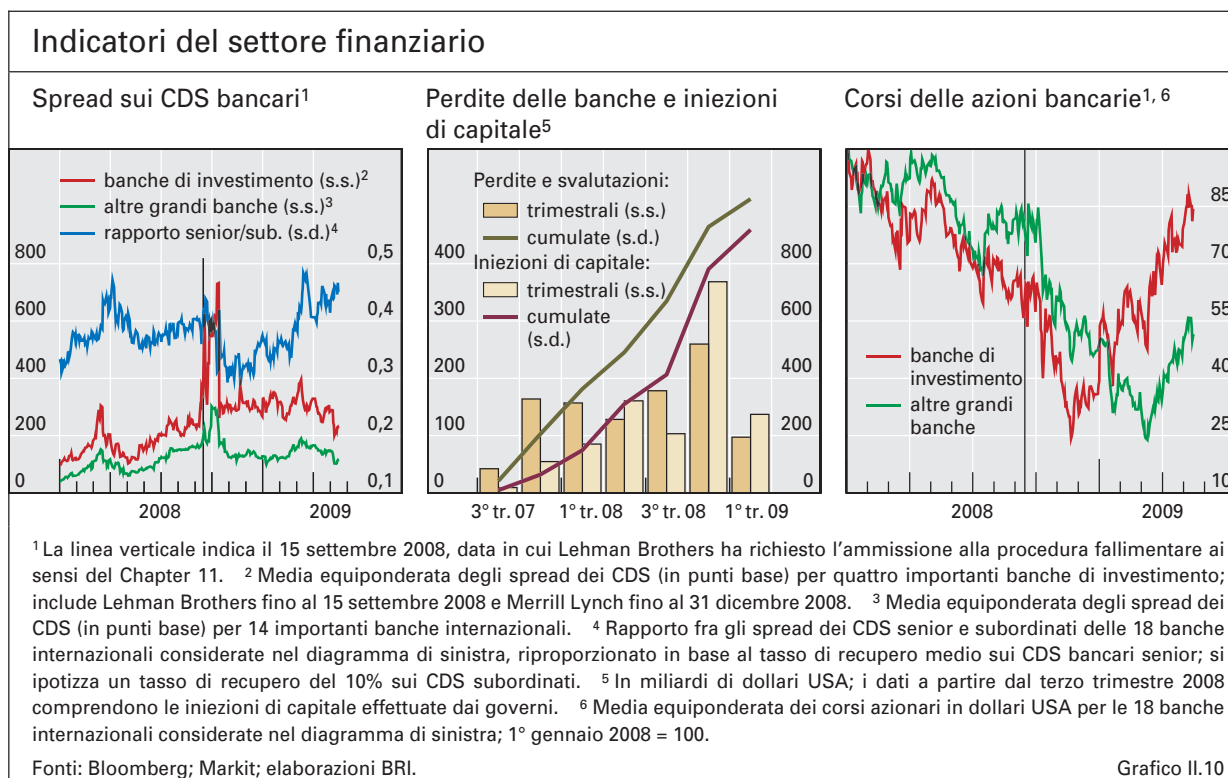
Quarta fase: l'attenzione degli investitori si focalizza sul rallentamento economico mondiale (fine ottobre 2008-metà marzo 2009)

La fase successiva della crisi, iniziata a fine ottobre, è stata contraddistinta dalle incertezze riguardanti sia la stabilità del settore finanziario sia la probabilità di un aggravamento della recessione mondiale. Benché la crisi globale di fiducia si fosse arrestata, le autorità hanno continuato ad attuare interventi su scala internazionale per agevolare il funzionamento dei mercati e mitigare gli effetti della rapida contrazione dell'economia. Ciò nonostante, poiché molti dettagli restavano in attesa di definizione, sono sorti interrogativi circa la concezione, l'impatto e la coerenza di tali interventi. I mercati finanziari sono stati quindi turbati dalla pubblicazione di dati macroeconomici e segnalazioni sugli utili societari sempre più deludenti, pur attraversando brevi periodi di ottimismo, spesso in risposta all'annuncio di ulteriori azioni ufficiali.

I timori di recessione hanno prodotto un chiaro influsso sui rendimenti dei titoli di Stato, che a novembre e dicembre hanno continuato a calare. Le riduzioni dei tassi ufficiali e la fuga verso la sicurezza hanno fatto diminuire drasticamente i rendimenti a due anni delle obbligazioni statunitensi e dell'area dell'euro, portandoli rispettivamente al di sotto dell'1 e 2% a metà dicembre (grafico Il.8, diagramma centrale). Il 30 dicembre i rendimenti decennali USA hanno a loro volta toccato un minimo prossimo al 2,05% (il precedente record, stabilito nel 1941, era del 2,10% circa). In linea con tale configurazione dei rendimenti, le attese circa l'evoluzione a breve termine dei tassi ufficiali sono state riviste al ribasso. Nel contempo, i prezzi dei futures sui *federal fund* indicavano che negli Stati Uniti le aspettative erano orientate verso un livello

I timori di recessione balzano in primo piano ...

... mentre i rendimenti subiscono spinte al ribasso ...



... le aspettative di inflazione vengono riviste ...

basso e sostanzialmente stabile dei tassi ufficiali per gran parte del 2009, coerente con le previsioni di una crescita depressa o negativa nei trimestri successivi. Nell'area dell'euro i prezzi degli swap di tasso di interesse segnalavano le attese di un'ulteriore riduzione dei tassi di riferimento della BCE nei dodici mesi a venire, anche in considerazione del ritmo relativamente moderato con cui i tassi erano stati ritoccati dall'inizio della crisi. In Giappone i rendimenti a termine incorporavano le aspettative di tassi ufficiali invariati per gran parte del 2009, dopo la riduzione di fine ottobre 2008. I tassi di inflazione di pareggio (dati dalla differenza di rendimento fra le obbligazioni nominali e quelle indicizzate all'inflazione) erano a loro volta in linea con le attese di una rapida disinflazione, soprattutto sugli orizzonti più brevi. Nello stesso tempo, il profilo dei tassi di pareggio a lungo termine sembrava riflettere soprattutto fattori tecnici, quali la preferenza per la liquidità offerta dai titoli del Tesoro nominali rispetto a quelli indicizzati. Introducendo una distorsione pessimistica, questi fattori tecnici hanno quindi limitato l'utilità dei tassi di inflazione di pareggio a lungo termine quali indicatori delle aspettative di inflazione (grafico II.8, diagramma di destra)⁵.

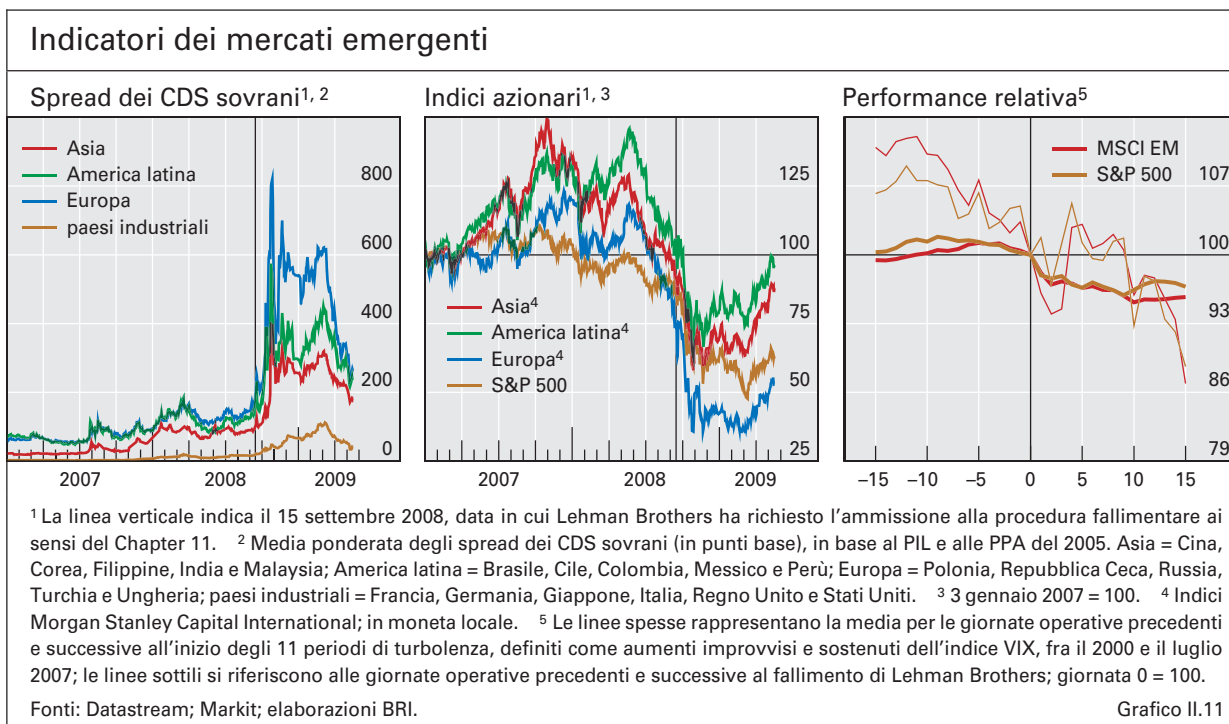
Sia i mercati creditizi sia quelli azionari hanno registrato una lieve ripresa all'inizio del nuovo anno, quando le misure ufficiali precedentemente adottate hanno cominciato a esplicare i loro effetti. Un esempio di timida normalizzazione indotta dall'azione delle autorità in un mercato fortemente perturbato è dato dal settore USA delle cartolarizzazioni, dove gli spread su obbligazioni e MBS emessi dalle agenzie, oltre che sui titoli garantiti da prestiti al consumo, si sono ristretti in risposta a una serie di misure di sostegno annunciate dalla Federal Reserve dopo il primo intervento del 25 novembre (grafico II.2, diagramma di destra).

... e i prezzi delle attività sono trascinati verso il basso

Tuttavia, quando a gennaio 2009 la portata del rallentamento economico mondiale si è manifestata in tutta la sua evidenza, i prezzi delle attività finanziarie sono stati ancora una volta trascinati verso il basso. Sullo sfondo della pubblicazione di dati deludenti per il quarto trimestre, in base ai quali il cedimento dell'attività economica risultava il più grave da decenni (cfr. il Capitolo IV per maggiori dettagli), i mercati hanno ripreso a flettere. I principali indici azionari sono calati sulla scia del deterioramento degli utili e hanno continuato a ridursi fino a marzo, portandosi al disotto dei minimi di novembre (grafico II.7, diagrammi di sinistra e centrale): il 9 marzo l'S&P 500 è sceso a circa 676 punti, un livello non più toccato dall'ottobre 1996. Anche i mercati creditizi sono tornati a indebolirsi, dal momento che la contrazione economica in atto prefigurava un ulteriore peggioramento della qualità dei crediti. Il rialzo particolarmente forte degli spread giapponesi (grafico II.3, diagramma di sinistra) è stato amplificato sia da effetti connessi alla composizione degli indici in termini di settore o di merito creditizio, sia dalla scarsa liquidità del mercato.

Pressioni analoghe hanno interessato le economie emergenti. I dati sul PIL del quarto trimestre confermavano l'impatto sempre maggiore della crisi finanziaria nei paesi, soprattutto asiatici, che fino ad allora avevano fatto

⁵ Per ulteriori dettagli, cfr. il "Quadro generale degli sviluppi", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2009, pagg. 11-12.



affidamento sulle esportazioni per sostenere la crescita. Il PIL della Corea risultava sceso di oltre il 3% su base annua, e la Cina registrava un rallentamento della crescita superiore a 4 punti percentuali, in parte per effetto della minore domanda di esportazioni (per ulteriori dettagli, cfr. il Capitolo V). Considerati i problemi del settore finanziario, il collasso dell'interscambio è stato probabilmente esacerbato dai timori per il rischio di controparte nutriti dalle banche attive nel credito al commercio estero e dalle connesse turbative nei flussi creditizi netti tra paesi esportatori e importatori. Il crollo delle esportazioni ha a sua volta causato un calo dei prezzi delle attività. Ciò nonostante, rispetto alla crisi di fiducia di settembre e di inizio ottobre 2008, gli andamenti nei diversi paesi e regioni sono stati più differenziati (grafico Il.11, diagrammi di sinistra e centrale). Ciò ha concorso ad attutire l'impatto sugli indici azionari generali dei mercati emergenti, che durante questa quarta fase della crisi hanno complessivamente registrato una performance migliore di quelli dei paesi industriali. Ad esempio, l'indice MSCI riferito a tali mercati, pur essendosi indebolito dai primi di gennaio, non è ridisceso ai minimi di fine ottobre poiché l'andamento sfavorevole delle economie emergenti europee è stato controbilanciato da quello di altre aree geografiche (grafico Il.11, diagramma centrale).

Anche nei paesi industriali i perduranti problemi del settore finanziario sono stati in parte all'origine del rinnovato indebolimento dei mercati azionari e creditizi. Agli inizi del 2009 è emerso che, nonostante le iniezioni di capitali pubblici e privati per un totale di \$925 miliardi dal terzo trimestre 2007 (grafico Il.10, diagramma centrale), la stabilità del settore non era stata ripristinata su base durevole. Per arginare le perdite di una grande banca tedesca, l'8 gennaio il governo ha predisposto un piano di salvataggio, e misure analoghe sono state adottate in vari altri paesi europei e negli Stati Uniti.

Il crollo delle esportazioni pesa sulle attività dei mercati emergenti ...

... e riaffiorano le debolezze del settore finanziario ...

I prezzi dei titoli di debito e di capitale del settore finanziario hanno pertanto provocato un deterioramento degli indici generali fino a marzo (grafico II.7).

... sullo sfondo delle incertezze circa la portata ...

Nello stesso tempo, le garanzie esistenti e le attese di ulteriori misure di sostegno hanno in genere limitato i movimenti degli spread sulle passività delle società finanziarie. Tuttavia, mentre le garanzie statali hanno concorso al forte aumento delle emissioni del settore (grafico II.6, diagramma di destra), l'aspettativa di un sostegno pubblico non è bastata a restringere i differenziali. Contrariamente a quanto era avvenuto a fine 2008, gli investitori sono quindi parsi sempre più incerti sulla portata necessaria degli interventi ufficiali e sull'impatto che questi avrebbero avuto sui loro portafogli. Analoghe incertezze hanno talora contribuito a determinare differenze di prezzo significative tra le varie categorie di debito, di riflesso alle diverse attese circa i tassi relativi di recupero alla luce degli interventi pubblici (grafico II.10, diagramma di sinistra). I forti sconti sul debito subordinato hanno a loro volta indotto numerose banche a riscattare i titoli di propria emissione, rafforzando così il patrimonio sotto forma di riserve di utili. Al contempo, i corsi azionari delle banche di investimento oggetto di recente acquisizione hanno surclassato quelli del settore bancario più ampio. Tale differenza concordava con il rafforzamento della loro base di capitale e con la percezione che, per effetto del deterioramento ciclico, i timori degli investitori riguardo alle esposizioni delle banche si fossero spostati dal portafoglio di negoziazione agli impieghi creditizi (grafico II.10, diagramma di destra; cfr. anche il Capitolo III).

... e le implicazioni del sostegno pubblico

Gli spread sui CDS sovrani si ampliano ...

Un'ulteriore causa di incertezza originava dal fatto che gli estesi piani di salvataggio del settore finanziario e il sostegno all'economia cominciavano a gravare pesantemente sulle finanze pubbliche. Già a partire dall'introduzione delle prime misure ufficiali nell'estate 2008 gli spread dei CDS sul debito sovrano dei paesi industriali si erano ampliati rispetto ai bassi livelli precedenti, e hanno continuato ad aumentare fino a marzo (grafico II.11, diagramma di sinistra). Ciò è avvenuto sulla scia dei crescenti impegni di bilancio assunti, e le correlazioni fra gli spread dei diversi emittenti sovrani indicavano la presenza di una forte determinante comune. In particolare, la correlazione tra gli spread dei CDS sovrani e quelli del debito senior del settore finanziario è aumentata rispetto al periodo precedente il fallimento di Lehman Brothers. Questo andamento rispecchia la convinzione degli investitori che i governi dei principali paesi si fossero accollati i rischi di segmenti importanti del sistema bancario, ma non necessariamente le specificità di tali impegni a livello di singolo paese. Sviluppi analoghi si sono potuti osservare sui mercati dei titoli di Stato, dove l'aspettativa di ingenti emissioni future ha cominciato a neutralizzare le pressioni al ribasso sui rendimenti esercitate dalla ricerca di impieghi sicuri e dalle sfavorevoli prospettive economiche (grafico II.8).

... all'idea che le autorità si siano accollate parte dei rischi bancari

Quinta fase: primi segni di stabilizzazione (da metà marzo 2009)

Nuova svolta degli eventi ...

Gli eventi hanno segnato una nuova svolta a metà marzo. La volatilità è scesa e i prezzi delle attività sono tornati a salire rispetto ai precedenti minimi, in presenza di ulteriori e più decisi interventi pubblici che hanno indotto i mercati a un certo ottimismo, nonostante il contesto macroeconomico e finanziario restasse perlopiù sfavorevole. Nello stesso tempo, e malgrado l'ulteriore

miglioramento delle condizioni in vari mercati, continuavano a manifestarsi disfunzioni e conseguenti distorsioni, a indicazione che gli sforzi congiunti dei governi e delle banche centrali non avevano ancora completamente ripristinato la fiducia nel sistema finanziario mondiale. Pertanto, il processo di normalizzazione pareva destinato a protrarsi nel tempo, e soggetto a rischi considerevoli.

Un fattore fondamentale per il recupero dei prezzi delle attività è stato l'effetto di fiducia esercitato dagli annunci delle principali banche centrali, che si dichiaravano disposte ad ampliare sia la gamma sia l'ammontare degli acquisti definitivi di titoli. Agli inizi di marzo la Bank of England ha reso noti piani per l'acquisto di attività del settore privato e di titoli obbligazionari pubblici; il 18 dello stesso mese la Federal Reserve ha annunciato l'intenzione di acquistare fino a \$300 miliardi di titoli del Tesoro a più lunga scadenza. In previsione della domanda addizionale, i rendimenti dei titoli di Stato decennali hanno subito il maggior calo giornaliero da oltre vent'anni (pari a 47 punti base). Sono diminuiti anche i rendimenti a più breve termine, così come quelli sui titoli di Stato giapponesi, in questo caso per effetto dell'annuncio delle autorità, alla stessa data, dell'intenzione di accrescere del 29% l'ammontare annuo destinato agli acquisti definitivi di tali titoli. Nonostante il margine di manovra offerto da tassi ufficiali che restavano superiori a quelli delle altre principali economie (grafico II.9), anche nell'area dell'euro i rendimenti obbligazionari hanno risentito delle speculazioni circa la possibile adozione di misure analoghe da parte della BCE. Sebbene i cali dei rendimenti siano stati rapidamente riassorbiti, gli acquisti annunciati hanno contrastato almeno temporaneamente le pressioni provenienti dalla crescente offerta di titoli di Stato (grafico II.8). Analoghi effetti segnaletici (Capitolo VI) si sono manifestati nei mercati USA delle cartolarizzazioni di prestiti al consumo, dove il sostegno apportato dai programmi introdotti dal governo ha favorito un restringimento degli spread (grafico II.2, diagramma di destra), e successivamente anche in Europa dopo l'annuncio, agli inizi di maggio, che la BCE avrebbe iniziato ad acquistare *covered bond* in euro (tabella II.1).

Anche i mercati più ampi delle attività si sono ripresi, sebbene da livelli depressi. Gli annunci degli acquisti obbligazionari hanno accresciuto l'ottimismo che si era diffuso lo stesso mese dopo la pubblicazione, il 10 e 11 marzo, di dati favorevoli sui risultati delle grandi banche USA. I mercati sia azionari sia creditizi sono di conseguenza risaliti dai minimi precedenti, trainati ancora una volta dal settore finanziario. Nelle settimane successive entrambi i mercati hanno consolidato questi guadagni, grazie all'annuncio di ulteriori interventi pubblici, alla convinzione degli investitori che le iniziative varate in occasione del vertice del G20 a Londra avrebbero concorso a stimolare l'economia mondiale, e ai robusti utili registrati da importanti banche e società nel primo trimestre. Sostenuto anche dai primi segnali di miglioramento dei principali indicatori macroeconomici, l'indice S&P 500 è aumentato del 29% tra il 9 marzo e la fine di aprile, e incrementi analoghi sono stati registrati da altri importanti indici. Anche le attività dei mercati emergenti sono migliorate nello stesso periodo, di riflesso agli andamenti positivi nei principali mercati, come la Cina, e alla ripresa dei corsi azionari nei paesi

... quando ulteriori
azioni ufficiali ...

... e le migliori
notizie sul settore
finanziario ...

... sostengono i
mercati finanziari

emergenti europei, i cui indici generali hanno sopravanzato quelli dei paesi industriali (grafico Il.11, diagramma centrale).

Persistono tuttavia segni di disfunzione ...

Tuttavia, nonostante questi sviluppi positivi, il persistere di fragilità nel settore finanziario trovava conferma negli ulteriori segnali di disfunzione dei mercati. Benché le ripetute iniezioni di liquidità da parte delle banche centrali e l'introduzione di garanzie governative avessero concorso a calmare il mercato dei prestiti interbancari e ad abbassare gli spread Libor-OIS, questi ultimi rimanevano su livelli notevolmente superiori a quelli del periodo precedente l'inizio della crisi nel 2007, in parte a causa del permanere di notevoli incertezze circa la portata e l'efficacia del sostegno pubblico (grafico Il.4, diagramma di sinistra). I tassi a termine, a loro volta, segnalavano attese di miglioramenti solo limitati degli spread Libor-OIS sino alla fine del 2009. Preoccupazioni analoghe riguardavano i mercati creditizi. Il differenziale di prezzo tra i contratti CDS e le corrispondenti obbligazioni del mercato a pronti, la cosiddetta "base CDS-obbligazioni", si era portato su livelli insolitamente negativi a seguito del fallimento di Lehman Brothers. L'attività di arbitraggio, che in condizioni normali avrebbe teso a comprimere questo differenziale, richiede che gli investitori impegnino sia capitale proprio sia capitale di prestito. Pertanto, l'ampiezza del differenziale segnalava la persistenza di vincoli di bilancio, unitamente a elevati premi per il rischio di liquidità nei diversi mercati (grafico Il.3, diagramma di destra)⁶.

... a indicazione che il processo di normalizzazione richiederà tempo

A metà maggio, nonostante l'ulteriore apprezzamento di diverse categorie di attività all'indomani delle prove di stress condotte dalle autorità statunitensi sui bilanci delle maggiori banche, le condizioni dei mercati restavano fragili. Gli interventi senza precedenti di parte ufficiale erano riusciti ad arrestare la crisi finanziaria, ma il processo di normalizzazione sembrava destinato a protrarsi nel tempo. Nell'improbabilità di una ripresa solida in assenza di una stabilizzazione durevole del settore finanziario, permanevano dubbi circa il grado di efficacia delle misure pubbliche passate e future nel preservare il migliorato clima di mercato (cfr. anche il Capitolo VI). Le forti riduzioni dei tassi ufficiali e dei rendimenti rispecchiavano azioni aggressive da parte delle autorità, oltre che il deterioramento del quadro macroeconomico (grafici Il.8 e Il.9). I principali mercati azionari erano scesi a livelli inferiori di circa il 45% ai massimi dell'ottobre 2007 e le valutazioni, misurate dai rapporti prezzo/utili prospettici, erano tornate su livelli non più osservati dai primi anni novanta (grafico Il.7, diagrammi di sinistra e di destra). Gli spread creditizi, che pure avevano registrato un notevole calo dai massimi precedenti, restavano ampi rispetto ai parametri storici, rispecchiando attese di forti aumenti dei tassi di insolvenza e delle connesse perdite sui portafogli di obbligazioni e prestiti (grafico Il.6, diagrammi di sinistra e centrale; cfr. anche il Capitolo III). Sebbene il deterioramento ciclico della qualità creditizia fosse quindi destinato a proseguire, gli spread a termine sui CDS indicavano per il medio periodo le aspettative di un ritorno dei premi per il rischio su livelli più normali (grafico Il.3, diagramma centrale).

⁶ Tra le determinanti della base CDS-obbligazioni figurano di norma i vincoli di finanziamento, il rischio di credito di controparte e le condizioni relative di liquidità. Cfr. J. De Wit, "Exploring the CDS-bond basis", *Working Paper* della Banque Nationale de Belgique, n. 104, novembre 2006.

III. Il settore finanziario sotto stress

Durante il periodo in rassegna le imprese del settore finanziario sono state soggette a tensioni estreme. La turbolenza originatasi agli inizi del 2007 nel mercato dei mutui ipotecari *subprime* è andata trasformandosi in un'autentica crisi, che a metà settembre 2008 ha assunto proporzioni storiche. Per le società finanziarie si è inaugurato un protratto periodo di illiquidità dei mercati delle attività e delle fonti di provvista, e di perdite enormi. Molte di esse sono fallite. Fra tutte spicca Lehman Brothers, il cui tracollo ha avuto un ruolo catalitico nella dinamica della crisi (Capitolo II). Altre istituzioni hanno sfiorato la bancarotta prima di essere assorbite da imprese maggiori o dall'operatore pubblico. Le autorità hanno attuato interventi di portata e di natura senza precedenti.

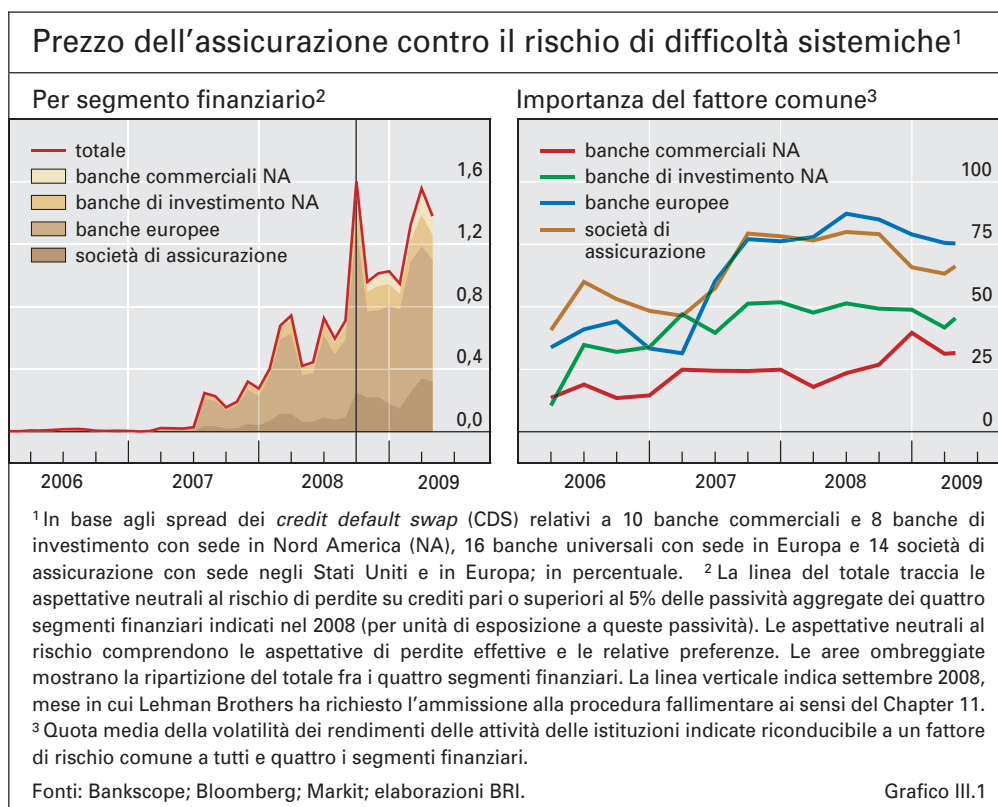
A medio termine lo stato di salute delle imprese finanziarie dipenderà dall'interazione fra le modalità di risposta alle perdite e gli andamenti macroeconomici. Tale interazione diventa particolarmente forte allorché si erode la base patrimoniale. Nella prima fase della crisi il capitale fornito dagli investitori privati ha sopportato l'onere delle svalutazioni dei portafogli mobiliari. Nelle fasi successive esso ha dovuto essere integrato su vasta scala con risorse del settore pubblico per far fronte alle crescenti perdite su crediti indotte dal rapido deteriorarsi del contesto macroeconomico. I tempi e i modi della ripresa dipenderanno in maniera cruciale dalla capacità degli intermediari finanziari di gestire le loro posizioni di leva e di capitale proprio in un contesto operativo difficile, senza ridurre oltremisura il flusso di credito all'economia.

In un'ottica di più lungo periodo la crisi reca importanti insegnamenti in ordine alla struttura e alla stabilità del sistema finanziario. Gli eventi degli ultimi due anni hanno messo in chiara evidenza come possano divenire forti le interdipendenze fra le diverse componenti del sistema finanziario. Gli operatori del mercato, e presumibilmente anche le autorità di vigilanza, hanno sottostimato le complementarità dei ruoli svolti dai diversi attori lungo la catena della cartolarizzazione, le strette interconnessioni fra i mercati e le istituzioni, e l'interazione fra i mercati delle attività e la provvista di liquidità.

Le decisioni degli operatori privati e delle autorità di fronte alla crisi contribuiranno a plasmare la nuova fisionomia del settore finanziario. La loro azione è destinata ad esempio a influire non soltanto sui tempi con cui l'attività di intermediazione saprà adeguarsi alla disponibilità di capitale nell'attuale congiuntura, bensì anche sul tipo di istituzioni che emergeranno dalla crisi. Le scelte di parte privata e ufficiale determineranno inoltre se proseguirà la secolare tendenza verso una maggiore apertura internazionale.

Le istituzioni finanziarie in difficoltà

Lo scorso anno la performance delle imprese finanziarie ha subito un drastico deterioramento. Sono ancora aumentate le svalutazioni di attivi rispetto ai



livelli registrati nella fase iniziale della crisi, prima del marzo 2008. I proventi si sono ridotti e nel contempo sono decisamente cresciuti i costi di finanziamento. La crisi ha colpito un ampio ventaglio di istituzioni e di paesi. Le pressioni sul sistema finanziario sono state amplificate dagli effetti di retroazione prodotti dal rapido declino dell'attività economica mondiale, che ha ulteriormente gravato su bilanci e utili.

Una crisi sistemica

I crescenti timori del mercato circa la solvibilità del settore finanziario hanno causato un'impennata del costo dell'assicurazione per il rischio di insolvenza di singole società e del sistema più in generale. I premi sui *credit default swap* (CDS) riferiti a tali società si sono ampliati in tutti i segmenti del settore finanziario e in tutte le aree geografiche. Il prezzo dell'assicurazione contro le perdite di portata sistemica nel settore finanziario è aumentato in una serie di ondate successive. Esso ha segnato un nuovo massimo durante la terza e più acuta fase della crisi, iniziata a metà settembre 2008, raddoppiando rispetto al picco di sei mesi prima (grafico III.1, diagramma di sinistra). La natura sistemica dell'episodio trova riflesso nell'accresciuta importanza di un fattore comune di rischio di insolvenza nei vari segmenti del sistema finanziario globale, particolarmente evidente nel caso delle compagnie di assicurazione e delle banche europee (grafico III.1, diagramma di destra).

Redditività bancaria

Lo scorso anno la redditività delle banche si è fortemente degradata a causa delle perdite registrate sui portafogli titoli valutati ai prezzi correnti e del progressivo scadimento della qualità dei crediti dovuto all'aggravarsi della

Proventi delle banche in caduta ...

recessione. Benché il declino dei profitti bancari abbia avuto portata mondiale, il modo in cui le aziende hanno risentito della crisi ha differito a seconda delle circostanze dei rispettivi mercati nazionali.

... negli Stati Uniti ...

Negli Stati Uniti lo scorso anno i profitti bancari al lordo delle imposte si sono più che dimezzati rispetto al livello di un anno prima (tabella III.1). Il risultato per l'intero esercizio non rende tuttavia conto del netto deterioramento intervenuto nella seconda parte del 2008. Ad esempio, nel quarto trimestre una banca statunitense su tre ha registrato un utile negativo, e il settore nel suo insieme ha segnato la prima perdita trimestrale dal 1990. Anche il margine di interesse netto si è ridotto, specie nel caso delle banche minori, per le quali è stato difficile abbassare i tassi sui depositi. Tutto ciò si è tradotto in un forte aumento dei dissesti bancari. Nel 2008 sono fallite 25 istituzioni raccoglitrice di depositi, con attività totali per \$372 miliardi, un importo circa dieci volte superiore a quello registrato in occasione del precedente picco dei dissesti bancari nel 1993. Il solo fallimento di Washington Mutual è ammontato a \$307 miliardi, la cifra più elevata della storia bancaria americana (tabella II.1). L'istituto è stato infine assorbito da JPMorgan Chase, un'altra grande banca, con l'assistenza delle autorità di vigilanza. Inoltre, l'elenco delle banche problematiche stilato dal fondo di tutela dei depositi è salito a ben 252 unità, per un totale di bilancio di circa \$159 miliardi. Altri importanti fallimenti sono stati evitati grazie all'acquisizione delle banche in difficoltà a opera di istituti con bilanci più solidi.

... e in Europa

In Europa il quadro generale dei risultati economici delle banche nel 2008 è stato sostanzialmente analogo a quello del Nord America. I profitti sono calati ovunque, e le maggiori banche nei Paesi Bassi, nel Regno Unito e in Svizzera hanno accusato in aggregato una perdita netta. In Irlanda, Regno Unito e

Redditività delle maggiori banche ¹												
In percentuale sul totale medio dell'attivo												
	Utili lordi di imposta			Margine di interesse netto			Oneri per accantonamenti			Costi operativi		
	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008
Australia (4)	1,54	1,42	0,95	1,87	1,70	1,66	0,12	0,13	0,26	1,56	1,38	1,51
Austria (3)	1,48	1,12	0,66	1,72	1,95	2,10	0,34	0,24	0,45	2,17	2,11	2,29
Canada (5)	1,22	1,12	0,48	1,52	1,48	1,42	0,09	0,13	0,21	2,37	2,27	2,00
Francia (5)	0,73	0,41	0,05	0,59	0,49	0,70	0,05	0,09	0,21	1,20	1,19	1,23
Germania (6)	0,43	0,25	-0,41	0,51	0,51	0,63	0,05	0,05	0,19	0,96	0,88	1,18
Giappone (13)	0,46	0,29	0,12	0,48	0,49	0,50	0,04	0,11	0,19	0,49	0,55	0,65
Italia (5)	1,05	0,88	0,29	1,77	1,68	1,94	0,25	0,25	0,42	2,18	1,99	2,31
Paesi Bassi (4)	0,48	0,30	-0,79	1,03	0,85	0,96	0,10	0,09	0,27	1,13	1,01	1,33
Regno Unito (9)	0,90	0,74	-0,10	1,16	1,02	0,81	0,25	0,22	0,40	1,56	1,37	1,28
Spagna (5)	1,37	1,44	1,10	1,64	1,72	1,83	0,31	0,37	0,53	1,75	1,77	1,89
Stati Uniti (9)	1,71	0,98	0,36	2,35	2,28	2,16	0,19	0,51	1,11	2,95	3,31	3,44
Svezia (4)	0,96	0,89	0,67	0,98	0,97	0,99	-0,02	0,02	0,11	0,99	0,96	1,00
Svizzera (6)	0,80	0,38	-1,94	0,51	0,53	0,49	0,00	0,03	0,07	1,53	1,78	2,55

¹ Il numero delle banche considerate nel campione 2008 (per il totale dell'attivo) è indicato fra parentesi. Nel caso di UniCredit Bank Austria e di tutte le banche giapponesi considerate, i dati per il 2008 si riferiscono alle osservazioni di settembre.

Fonte: Bankscope. Tabella III.1

Spagna, data l'intensità del precedente boom degli immobili residenziali, le banche hanno dovuto confrontarsi con sfide particolarmente ardue allorché il mercato delle abitazioni ha iniziato a rallentare. Anche talune banche tedesche hanno sofferto per le esposizioni verso il mercato immobiliare, seppure principalmente in via indiretta, tramite le posizioni in titoli e gli impieghi verso il settore non residenziale. Per le istituzioni francesi e italiane le perdite sugli investimenti nella finanza strutturata sono state più contenute, data la maggiore rilevanza della loro attività al dettaglio nei rispettivi mercati nazionali. Le banche dell'Europa continentale, a differenza delle loro omologhe britanniche, hanno in parte assorbito le perdite mediante un aumento dei margini di interesse netti.

Vari istituti europei hanno evitato il fallimento grazie al sostegno diretto del settore pubblico (cfr. il Capitolo VI per una trattazione degli interventi di salvataggio in favore del settore finanziario). Di particolare interesse è il caso del gruppo bancario-assicurativo Fortis, la cui notevole operatività internazionale è stata frammentata in conseguenza dell'intervento delle autorità di vigilanza e dell'apporto di fondi pubblici resosi così necessario. In Germania la crisi ha impartito un certo impulso alla ristrutturazione del settore bancario interno, agendo da catalizzatore dell'aggregazione fra vari istituti creditizi, comprese alcune Landesbanken. Al tempo stesso il governo ha promosso altre fusioni, ponendole come condizione per l'ottenimento di assistenza finanziaria.

Essendosi lasciate alle spalle il problema dei crediti in sofferenza del precedente decennio, le banche giapponesi apparivano ben posizionate per trarre vantaggio dalla debolezza delle concorrenti internazionali. Nei primi mesi del 2008 esse hanno effettivamente dato prova di una discreta capacità di tenuta di fronte alle difficoltà che hanno investito le istituzioni creditizie delle altre economie avanzate, grazie alla minore esposizione verso il mercato *subprime* e i prodotti strutturati. Taluni grandi istituti hanno effettuato timidi investimenti nella ricapitalizzazione di banche estere. Tuttavia, la redditività delle aziende di credito nipponiche è rimasta bassa, anche a causa della strutturale ristrettezza dei margini di interesse. Di conseguenza, anche la loro base patrimoniale si è mantenuta debole. I progetti di espansione internazionale sono stati sospesi nella seconda metà dell'anno, allorché l'economia nazionale è entrata in recessione e le perdite si sono intensificate.

Composizione delle perdite bancarie

Con il peggiorare delle condizioni macroeconomiche durante lo scorso anno le istituzioni bancarie hanno subito una progressiva erosione degli utili e crescenti perdite sulle esposizioni creditorie. La mutevole origine delle perdite riflette l'evoluzione della natura dei problemi cui ha dovuto fare fronte il settore.

Nella prima fase della crisi le svalutazioni sono state strettamente legate ai portafogli di negoziazione di prodotti strutturati e titoli collegati alla cartolarizzazione di mutui ipotecari *subprime*. Le perdite sono state amplificate dall'illiquidità dei mercati di tali strumenti, che ha fortemente depresso le loro valutazioni ai prezzi correnti (Capitolo II e tabella III.2). Nonostante la notevole incertezza circa l'ampiezza delle perdite e la loro distribuzione all'interno del sistema, si riteneva che esse fossero circoscritte a una sola categoria di attività.

Fallimenti bancari

Le iniziali perdite per le rettifiche del valore di mercato ...

Composizione delle perdite bancarie annunciate ¹				
In miliardi di dollari USA				
	3° trim.-4° trim. 2007	1° trim.-2° trim. 2008	3° trim.-4° trim. 2008	1° trim. 2009
Titoli	120,5	97,0	106,1	21,0
Accantonamenti	39,2	96,9	149,3	43,9
Immobili	3,2	11,6	55,9	3,0
Prestiti per LBO	8,3	16,4	10,4	2,0
<i>Monoline</i>	7,4	26,5	13,7	13,3
Altri	27,4	47,7	100,4	10,6
Totale	206,0	296,0	435,8	93,7

¹ Le svalutazioni nella valuta originale sono convertite in dollari USA al tasso di cambio di fine periodo. La classificazione si basa sui dati segnalati dalle grandi banche internazionali, i quali potrebbero non essere perfettamente comparabili.

Fonti: Bloomberg; elaborazioni BRI. Tabella III.2

... cedono il passo a perdite su crediti con l'aggravarsi della recessione

Il rallentamento economico generale intervenuto nelle fasi successive, specie dopo la crisi globale di fiducia del settembre e ottobre 2008, ha fatto sì che le perdite bancarie divenissero più strettamente correlate agli andamenti macroeconomici. In questo periodo la maggior parte delle svalutazioni è stata direttamente connessa con il forte aumento delle insolvenze dei mutuatari (grafico II.6, diagramma di sinistra; grafico IV.5, diagramma di destra), nonché con le insolvenze attese, come mostra l'incremento dell'ammontare e dell'importanza relativa degli accantonamenti.

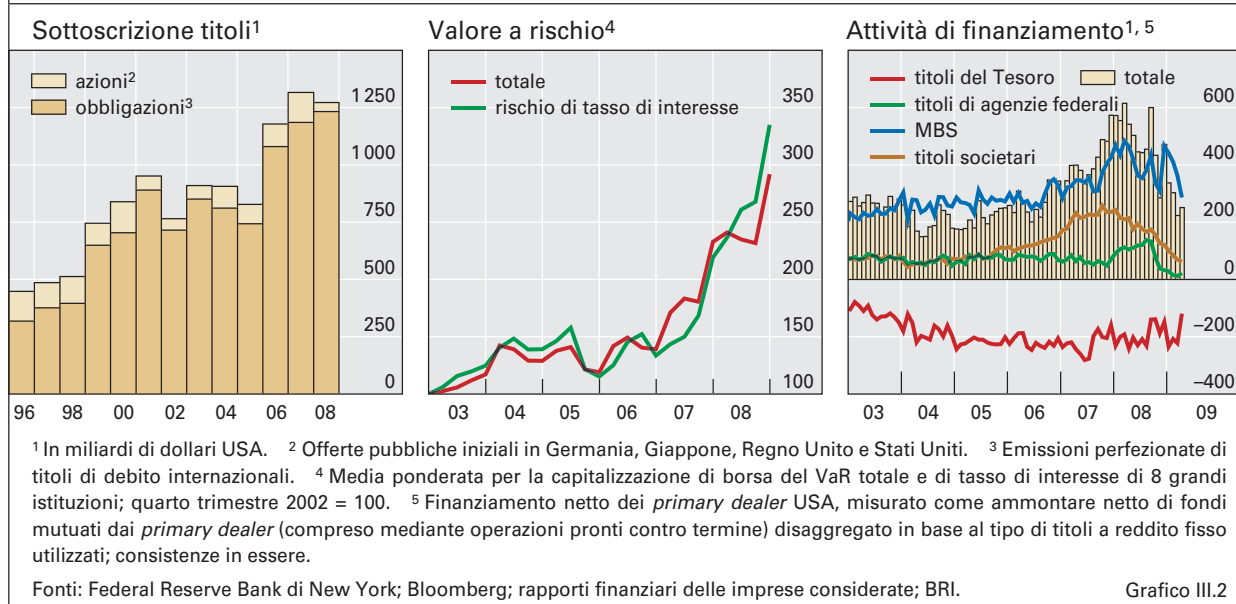
In effetti, nel 2008 gli accantonamenti per perdite su crediti in rapporto alle attività bancarie sono risultati ovunque maggiori che negli anni passati (tabella III.1). Rispetto al 2007, tale rapporto è almeno raddoppiato nel caso delle banche australiane, francesi, statunitensi e svizzere, ed è aumentato in misura ancora superiore per quelle olandesi, svedesi e tedesche. È probabile che i costi dell'intermediazione creditizia continuino a crescere, giacché il rallentamento economico avrà verosimilmente effetti deleteri sulla capacità del settore privato di assicurare il servizio del debito. Le agenzie di rating prevedono un ulteriore aumento degli indici di morosità. Inoltre, la performance dei prestiti bancari alle famiglie dipenderà dalla durata e dall'entità della contrazione dei redditi. I problemi emersi nei portafogli di carte di credito negli Stati Uniti fanno ritenere che gli effetti di trasmissione prodotti dalla disoccupazione sulla morosità siano più forti di quanto indichi l'esperienza storica. La stretta interdipendenza fra i risultati del settore finanziario, l'offerta di credito e la capacità di servizio del debito accresce l'incertezza circa le prospettive generali delle istituzioni bancarie.

Banche di investimento

Il contesto di mercato ostile ...

La crisi ha lasciato profonde cicatrici nel segmento dell'*investment banking*, il più duramente colpito del settore finanziario. L'entità delle perdite, insieme alle difficili condizioni di negoziazione e finanziamento, è risultata particolarmente penalizzante. I portafogli di queste istituzioni presentavano un'esposizione elevata alle classi di attività soggette alle maggiori perdite. Ingenti disponibilità

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



in titoli strutturati, compresi quelli a più alto rischio, ed esposizioni non coperte lungo la catena della cartolarizzazione hanno subito drastiche svalutazioni. L'illiquidità dei mercati di negoziazione e di finanziamento ha avuto effetti particolarmente deleteri sul modello operativo dell'*investment banking*. Infatti, le istituzioni non hanno più potuto contare su un volume crescente di transazioni per generare maggiori redditi o su fonti di finanziamento a breve poco costose e prontamente accessibili per sostenere un elevato grado di leva finanziaria.

Stando agli analisti del settore, nel terzo trimestre 2008, allorché si è bloccata l'attività del mercato, il reddito netto generato dalle maggiori operazioni di *investment banking* è sceso di oltre il 90% rispetto allo stesso periodo dell'anno prima. La crisi ha investito tutte le linee operative. L'attività di sottoscrizione, e i connessi proventi, sono calati parallelamente alle emissioni sul mercato primario (grafico III.2). L'attività di consulenza per le operazioni di fusione e acquisizione ha dato prova di migliore tenuta, ma è anch'essa rallentata nel primo trimestre 2009.

La fine del modello di banca di investimento indipendente costituisce uno degli aspetti più salienti della crisi, che nella sua seconda fase ha visto il quasi tracollo di Bear Stearns, nel marzo 2008, e il fallimento di Lehman Brothers, nel settembre successivo, due fra le maggiori istituzioni indipendenti (Capitolo II). Durante questi sei mesi tutte le altre principali società di Wall Street in condizioni di stress sono state assorbite da organizzazioni bancarie più vaste oppure si sono trasformate in banche ordinarie per poter beneficiare della rete di sicurezza prudenziale. Più in generale, a prescindere dal modello organizzativo adottato, le operazioni di *investment banking* hanno subito un drastico ridimensionamento, con tagli radicali dei posti di lavoro. L'organico di Bear Stearns e Lehman Brothers è stato decurtato di oltre la metà allorché le

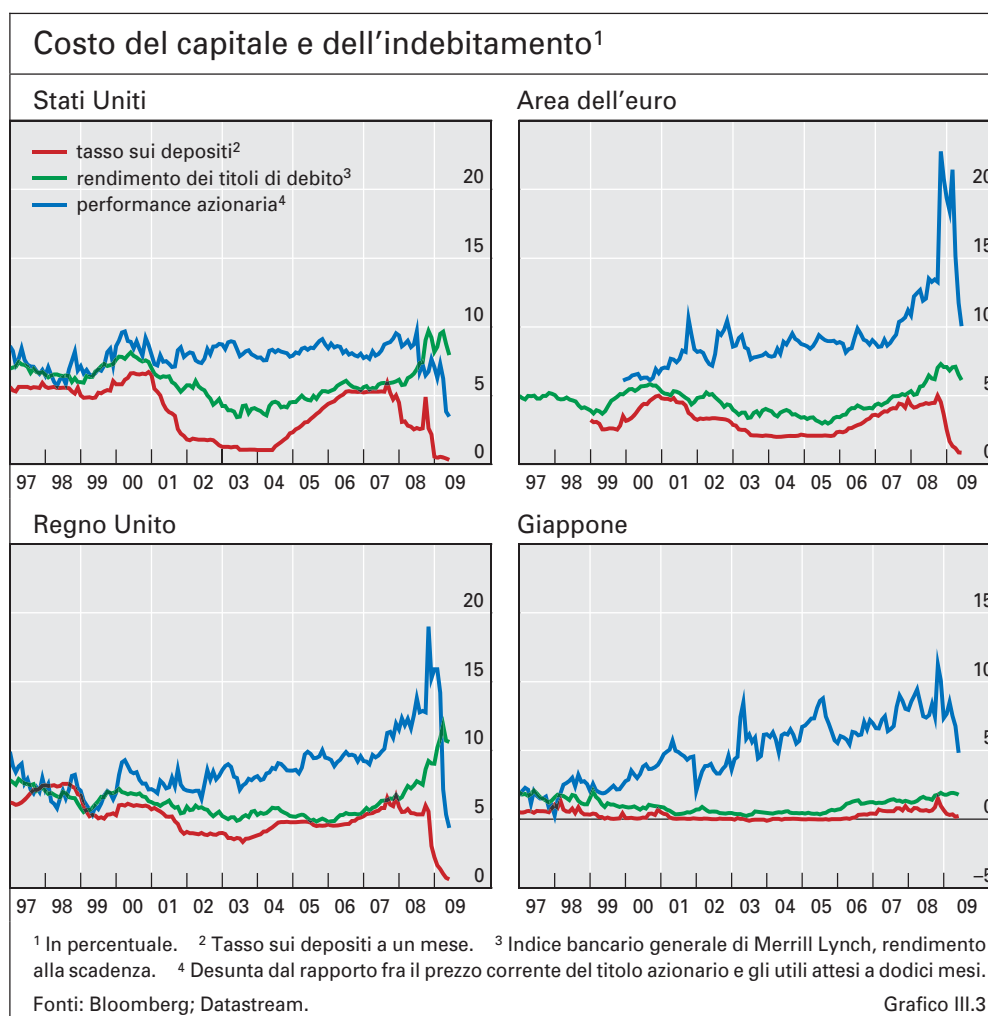
... segna il tramonto delle banche di investimento indipendenti ...

... e impone una ristrutturazione

loro operazioni sono state assunte da altre istituzioni. La riduzione degli effettivi nelle altre imprese ha sostanzialmente rispecchiato l'entità delle perdite subite.

La ristrutturazione del settore non concerne tuttavia solo il personale. Le imprese in perdita cercano di aggiustare i bilanci ristrutturando e riorientando l'operatività in risposta ai minori introiti da commissioni e nell'intento di abbassare il grado di leva e l'esposizione al rischio. Alcune hanno diversificato le proprie fonti di finanziamento, riducendo il ricorso al mercato dei capitali all'ingrosso e aumentando quello a canali operativamente più costosi, ma presumibilmente più stabili, come i depositi. È pertanto diminuito il volume dei finanziamenti tramite titoli, comprese le operazioni pronti contro termine (grafico III.2, diagramma di destra).

Poiché l'operatività delle grandi istituzioni si è ridotta in termini di volume, ma non di complessità, sono emerse entità minori più specializzate. Alcune sono state create da professionisti che hanno lasciato le istituzioni leader sia in seguito a ristrutturazioni, sia in previsione di tagli retributivi, date le polemiche sulle remunerazioni dei dirigenti nel settore finanziario. Queste piccole imprese, denominate *boutique firm*, segnano una cesura rispetto alla strategia finora prevalente nel settore, che vedeva nel consolidamento la strada maestra per accrescere la redditività. Posto che abbiano un futuro, esse potranno rappresentare una valida alternativa a società più vaste e più



integrate, come le banche universali che hanno assorbito le grandi banche di investimento dissestate.

Capitalizzazione e riduzione della leva finanziaria

La crisi ha seriamente deteriorato i bilanci delle aziende bancarie. Le perdite hanno indebolito la loro base patrimoniale, costringendole a reperire nuovo capitale oppure a ridimensionare in misura corrispondente l'operatività.

Nel corso dell'intera crisi le banche hanno cercato con difficoltà di mantenere la propria base di capitale al livello ritenuto adeguato dai mercati e dalle autorità di vigilanza. Durante la prima fase esse hanno reperito capitale attingendo risorse da varie fonti private. Alcune hanno emesso nuove azioni sul mercato pubblico, mentre altre hanno concluso accordi diretti con investitori privati o fondi sovrani esteri. Con l'ulteriore aggravarsi delle perdite nella seconda e terza fase della crisi, questi canali sono divenuti sempre più onerosi o perfino inaccessibili. Il costo del capitale proprio è ad esempio lievitato in seguito alla caduta delle azioni bancarie (grafico III.3). I più elevati costi di finanziamento rispecchiano l'incertezza circa la capacità di tenuta dei bilanci bancari e l'aspettativa che il rallentamento economico avrà nuove ripercussioni negative sugli utili. Nell'ultima fase della crisi, ai finanziamenti privati sono subentrati quelli del settore pubblico, sotto forma di iniezioni di capitale o di garanzie sulle passività bancarie (Capitolo VI).

In generale, ci si aspettava che le banche innalzassero i livelli di capitalizzazione anche se a fine 2008 i coefficienti patrimoniali risultavano di norma superiori a quelli osservati durante gli anni di rapida crescita dei bilanci prima del 2007 (tabella III.3). I mercati e le autorità di vigilanza hanno attentamente

La capitalizzazione delle banche accusa un duro colpo ...

... allorché le aspettative del mercato si fanno più esigenti

Indici patrimoniali e di liquidità delle maggiori banche ¹									
	Patrimonio di base/attività ponderate per il rischio			Sofferenze/ totale dell'attivo			Prestiti netti/ depositi totali		
	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008
Australia (4)	7,2	6,8	7,8	0,2	0,2	0,3	89,8	83,2	80,0
Austria (3)	8,9	7,9	7,5	2,1	2,3	...	58,1	63,2	65,7
Canada (5)	10,4	9,6	9,6	0,2	0,2	0,4	56,2	57,2	60,2
Francia (5)	8,0	7,6	8,0	1,1	0,9	1,0	32,8	33,4	31,9
Germania (6)	8,3	7,8	8,9	0,9	0,7	0,4	29,4	28,0	25,2
Giappone (13)	7,6	8,1	7,9	1,0	0,9	1,0	54,8	56,0	57,9
Italia (5)	6,9	6,5	7,3	3,7	3,0	3,5	68,9	71,5	71,9
Paesi Bassi (4)	9,0	10,0	10,2	0,6	0,4	0,9	50,4	49,7	58,0
Regno Unito (9)	7,8	7,6	7,6	0,8	0,8	1,1	59,6	55,1	40,7
Spagna (5)	7,6	7,9	8,3	0,5	0,6	1,7	76,7	75,9	73,1
Stati Uniti (9)	8,6	8,3	9,0	0,3	0,6	1,0	63,2	61,9	54,8
Svezia (4)	7,2	7,2	8,0	0,4	0,3	0,5	74,2	74,9	70,3
Svizzera (6)	11,6	11,4	13,7	0,4	0,3	0,3	35,3	34,3	39,6

¹ Media ponderata in base alle attività delle banche. Il numero delle banche considerate nel campione 2008 (per il totale dell'attivo) è indicato fra parentesi. Nel caso di UniCredit Bank Austria e di tutte le banche giapponesi considerate, i dati per il 2008 si riferiscono alle osservazioni di settembre.

Fonte: Bankscope.

Tabella III.3

scrutinato tanto il livello della base di capitale delle imprese bancarie quanto la sua idoneità ad assorbire le perdite. Gli operatori, gli investitori e le controparti non erano del tutto rassicurati da riserve patrimoniali appena in linea con i requisiti prudenziali minimi. Veniva inoltre attribuito meno valore agli strumenti di capitale ibridi, che potevano essere in parte schermati dalle perdite. Al tempo stesso, i fondi pubblici non erano visti come un sostituto adeguato dei capitali privati, e ciò per varie ragioni. Primo, dal punto di vista della concorrenza il sostegno pubblico alle banche ha effetti distorsivi sul mantenimento della parità di condizioni e allenta la disciplina di mercato. Secondo, dal punto di vista degli investitori le iniezioni di fondi pubblici non offrono necessariamente la migliore forma di protezione se, come spesso avviene, si traducono nell'acquisizione di azioni privilegiate che godono di un diritto di prelazione e di altre priorità rispetto alle azioni ordinarie, e non hanno quindi la stessa attitudine ad assorbire perdite. Infine, dal punto di vista del management bancario, gli interventi pubblici si accompagnano a restrizioni più o meno esplicite alla potestà decisionale.

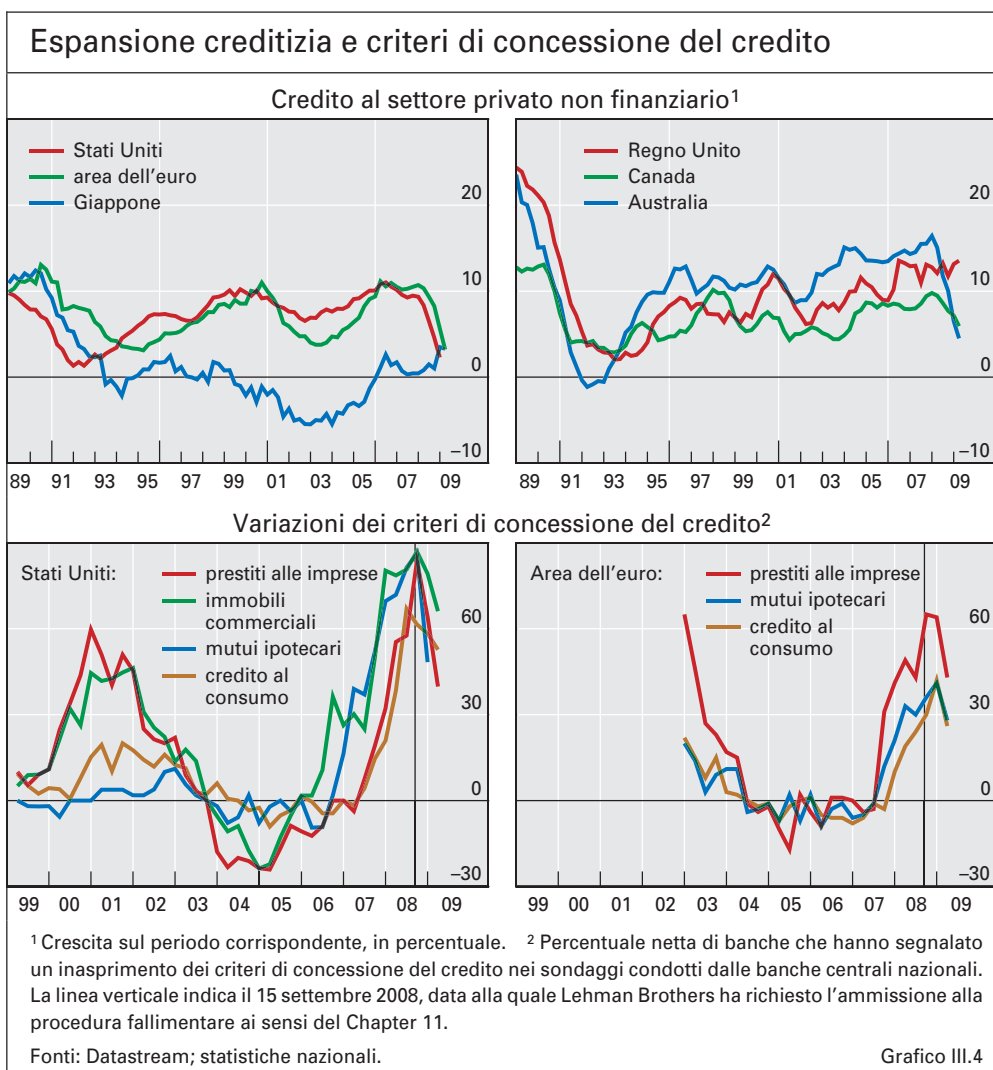
Alcune banche reagiscono con opportunismo

Diverse istituzioni hanno agito in modo opportunistico nel gestire la propria posizione patrimoniale. Alcune, con sorpresa degli investitori, hanno trasgredito a una prassi tradizionale, decidendo di non riscattare le emissioni di debito subordinato prima dell'aumento delle cedole previsto dai contratti, e preferendo così sopportare un costo più elevato piuttosto che offrire sul mercato una nuova emissione. Altre hanno approfittato del livello depresso dei prezzi sul mercato secondario per riacquistare obbligazioni emesse in precedenza. La differenza fra il prezzo di mercato e il valore contabile di tali passività è andata a incrementare la base patrimoniale. In risposta alle carenze di capitale poste in luce dalle prove di stress condotte dalle autorità di vigilanza sui bilanci delle maggiori banche statunitensi, varie istituzioni hanno annunciato programmi di ricapitalizzazione per il secondo semestre 2009.

Le difficoltà incontrate dalle banche nel mantenere una dotazione patrimoniale soddisfacente per gli investitori, le controparti e le autorità di vigilanza mostrano come l'interazione fra la disponibilità di capitale e l'incertezza riguardo al rischio latente possa essere fortemente prociclica. L'incertezza circa l'andamento dei redditi futuri e le inquietudini destinate dalle continue perdite hanno indotto a esigere livelli di protezione più elevati nel momento stesso in cui le banche erano confrontate a un forte aumento delle svalutazioni degli attivi. La medesima incertezza limita d'altra parte l'offerta di capitale alle banche nei periodi di stress sistemico, proprio quando essa è più necessaria. Siffatte esperienze offrono valide argomentazioni a sostegno di un assetto regolamentare che nei periodi favorevoli incentivi le istituzioni a costituire riserve di capitale utilizzabili nei momenti di maggiore difficoltà (Capitolo VII).

Riduzione del grado di leva finanziaria

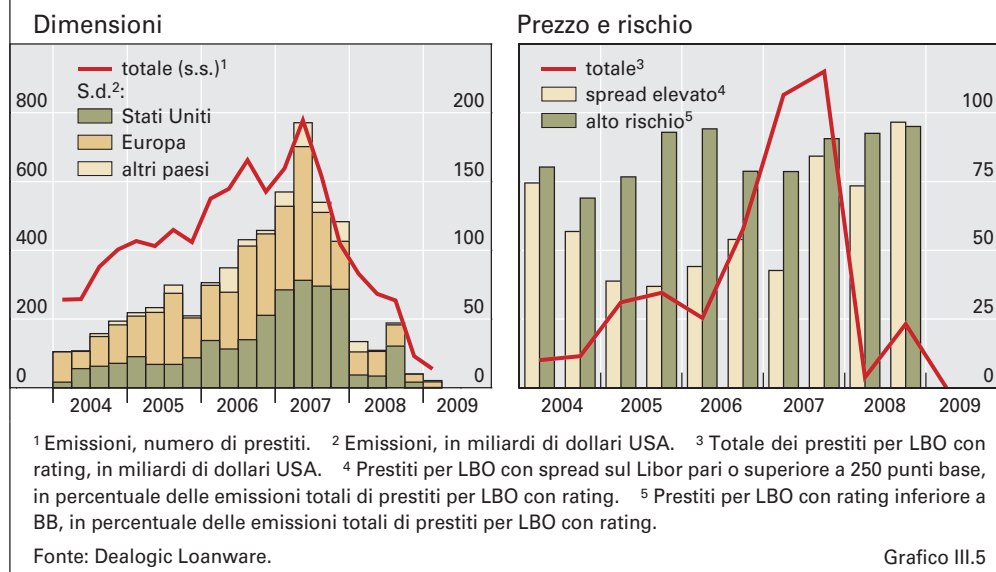
L'elevato costo del finanziamento ha costretto le banche a ridimensionare gli impieghi. Il grado effettivo di leva finanziaria è calato rispetto ai picchi raggiunti prima del 2007, anche se l'impatto sull'erogazione totale di credito non è facilmente discernibile nelle statistiche aggregate.



I flussi creditizi risultano essere stati un indicatore ritardato dell'impatto della crisi sull'intermediazione finanziaria. Le statistiche aggregate mostrano infatti un forte rallentamento della crescita del credito al settore privato solo a partire dalla fine della prima fase della crisi (grafico III.4, diagrammi superiori). Questi dati non rendono tuttavia conto di cambiamenti più marcati nell'atteggiamento dei prestatori, e sono inoltre stati influenzati dalla chiusura di fatto di molti mercati degli strumenti cartolarizzati. Le banche hanno irrigidito i criteri di affidamento durante l'arco delle prime tre fasi della crisi. Benché esteso all'insieme delle tipologie di credito, l'inasprimento è stato presumibilmente più forte nel caso dei prestiti alle famiglie, compresi quelli ipotecari (grafico III.4, diagrammi inferiori), e ha inciso sui nuovi finanziamenti. Durante le prime fasi l'espansione del credito segnalata è rimasta sostenuta, ma ciò appare in larga parte imputabile a circostanze straordinarie. In primo luogo, i mercati e le autorità hanno sollecitato le banche a consolidare le esposizioni verso le società di cartolarizzazione prima detenute fuori bilancio. Ciò ha teso a dilatare i bilanci senza che, ovviamente, vi sia stata nuova erogazione di credito. Inoltre, molti mutuatari hanno prelevato anticipatamente fondi bancari in previsione di una stretta creditizia, attingendo a linee di credito ottenute prima dell'inizio delle

Il credito totale si comporta come un indicatore ritardato

Mercato dei prestiti collegati a operazioni di *leveraged buyout*: dimensioni, prezzo e rischio

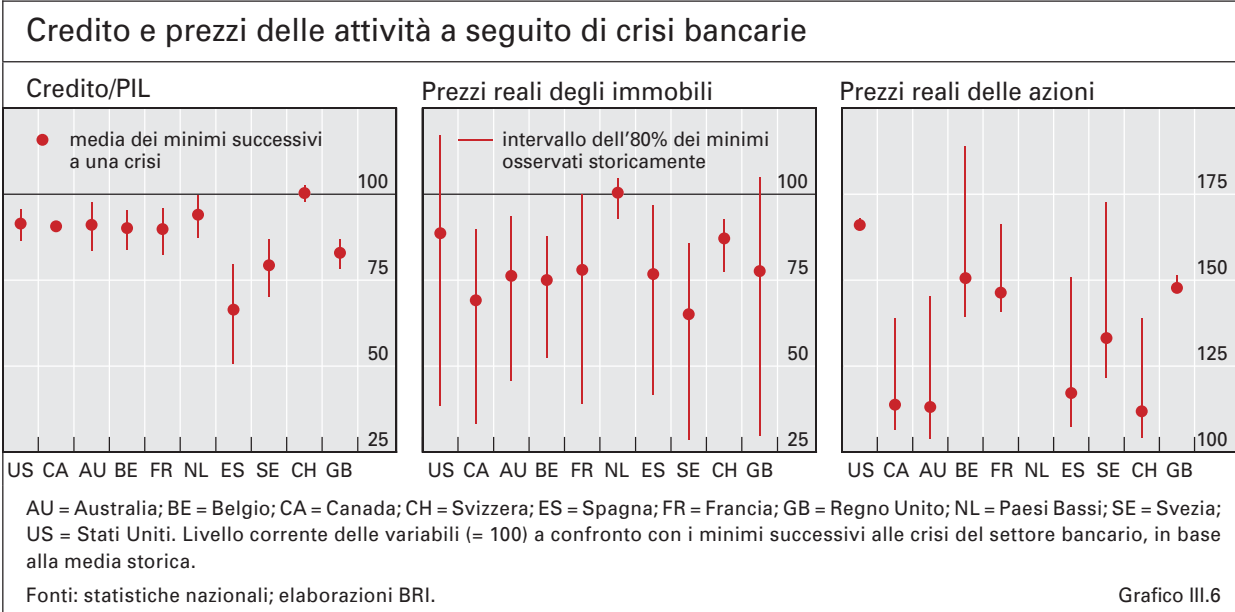


turbolenze, spesso a condizioni assai favorevoli. Nelle fasi più avanzate della crisi, allorché i problemi si sono trasmessi dal settore finanziario all'economia reale, il calo della crescita degli aggregati creditizi ha presumibilmente rispecchiato anche una minore domanda. L'attenzione delle imprese e delle famiglie si è rifocalizzata sulla salvaguardia dei patrimoni e sulla gestione delle capacità eccedenti e degli elevati livelli di indebitamento. L'ulteriore incremento dei costi dell'intermediazione creditizia legato ai più elevati tassi di insolvenza fa ritenere che il processo di aggiustamento sia tutt'altro che compiuto. Si può inoltre immaginare che l'espansione del credito continui a diminuire anche nelle prime fasi di un'eventuale ripresa economica.

L'impatto del processo di riduzione della leva è chiaramente osservabile nel calo dell'emissione di debito collegata a operazioni di *leveraged buyout* (LBO). La rapida crescita dei fondi di *private equity* negli anni anteriori alla crisi si era accompagnata a un boom nell'emissione di passività, che aveva toccato il punto di massimo agli inizi del 2007. Lo scorso anno, sotto l'effetto congiunto dell'accumulo di debito, di condizioni creditizie più stringenti e della correzione al ribasso delle prospettive reddituali delle società, il mercato delle LBO si è di fatto prosciugato (grafico III.5). Alcuni fondi, nell'impossibilità di trovare sbocchi redditizi, hanno restituito capitali agli investitori; altri hanno cercato di gestire i propri livelli di indebitamento richiedendo concessioni ai creditori.

Dagli sviluppi osservati all'indomani di precedenti crisi finanziarie si possono trarre elementi di paragone per valutare i potenziali effetti sul credito della crisi odierna (grafico III.6). In vari paesi l'attuale calo del rapporto fra credito e PIL rispetto al suo recente picco risulta pari a circa quattro quinti del calo medio postcrisi. I prezzi degli immobili, fattore importante nella dinamica di questo ciclo del credito, paiono parimenti essere diminuiti meno che in passato. Per contro, la perdita dei corsi azionari appare superiore al valore medio delle trascorse esperienze. Un aspetto degno di nota che relativizza il

I raffronti storici possono essere fuorvianti



significato di tali raffronti è il carattere internazionale dell'attuale episodio. I problemi nel settore finanziario appaiono particolarmente radicati e sincroni in tutto il mondo industriale. Analogamente, il rallentamento dell'attività economica è di natura globale. Ciò indica che l'attuale crisi potrebbe rivelarsi più duratura, e il processo di ripresa dell'economia più lento, rispetto a episodi passati dal carattere meno internazionale.

Compagnie di assicurazione e fondi pensione

Le imprese assicurative e i fondi pensione hanno risentito della crisi in vari modi. La discesa dei prezzi delle attività e i più bassi tassi di interesse a lungo termine hanno inciso negativamente su entrambi i lati dei bilanci, mentre per determinati istituti l'avventura nel mercato dei prodotti di assicurazione contro il rischio di credito è stata fonte di grossi problemi.

Per la maggior parte delle società di assicurazione la crisi ha avuto ricadute sulla performance del portafoglio finanziario piuttosto che sulla gestione premi. Essa non sembra infatti aver avuto un forte impatto immediato sulla vendita di prodotti assicurativi. La raccolta premi del ramo vita è aumentata, anche se a un ritmo inferiore rispetto agli anni passati, mentre ha ristagnato quella del ramo danni. Questa tendenza potrebbe però non proseguire qualora i clienti con difficoltà di tesoreria decidessero di rescindere le polizze per realizzare liquidità. La caduta del mercato delle attività si è rispecchiata soprattutto nella performance dei portafogli finanziari. Le società hanno in generale subito perdite per la svalutazione di un ampio ventaglio di strumenti. In singoli casi si sono inoltre avute ingenti perdite su prodotti collegati ai mutui *subprime*. Per le compagnie del ramo vita il calo dei tassi di interesse a lungo termine ha poi comportato un aumento delle passività a fronte delle polizze a lunga scadenza. L'annuncio delle perdite nel settore assicurativo è avvenuto con un certo ritardo rispetto a quello bancario,

Perdite di portafoglio per le imprese assicurative ...

anche a causa di differenze nella prassi contabile, che si traducono in una rilevazione più tardiva dei risultati reddituali del portafoglio investimenti.

Le società più duramente colpite sono state quelle coinvolte direttamente nell'offerta di assicurazione contro il rischio di credito. Le compagnie *monoline*, specializzate nel fornire garanzie creditizie, sono venute a trovarsi in gravi difficoltà, e si è reso necessario l'intervento delle autorità per evitare fallimenti su vasta scala. Con il deteriorarsi del merito di credito dei mutuatari sono cresciuti i timori circa la capacità di dette istituzioni di onorare i loro impegni, causando cospicue perdite di portafoglio alle banche che avevano acquistato prodotti assicurativi (tabella III.2). Il quasi tracollo di AIG, un conglomerato assicurativo, è direttamente ricollegabile alla sottoscrizione di rischio di credito. Le sue perdite sono lievitate di pari passo con l'ampliarsi degli spread sui CDS. La dimensione delle passività del gruppo e il ruolo cardinale da esso svolto come controparte nel mercato OTC dei derivati creditizi hanno richiesto ripetuti interventi straordinari delle autorità e l'apporto di un sostegno finanziario di grande ammontare.

... e i fondi
pensione

Si stima che il valore delle attività detenute dai fondi pensione sia calato di circa il 20% nel corso del 2008. Essendo nel contempo lievitate le passività, si sono decisamente ridotti gli indici di copertura dei fondi e, di conseguenza, la loro propensione al rischio. Pertanto, molti di essi hanno incrementato la quota dei titoli di Stato nei propri portafogli. In prospettiva, il disimpegno da investimenti più rischiosi potrebbe agire al ribasso sui corsi azionari, ritardandone la ripresa. Parallelamente, la perdita di ricchezza per le famiglie partecipanti a schemi pensionistici a contribuzione definita e per le imprese che finanziano schemi pensionistici a prestazioni definite è destinata a ripercuotersi sulla spesa aggregata (Capitolo IV).

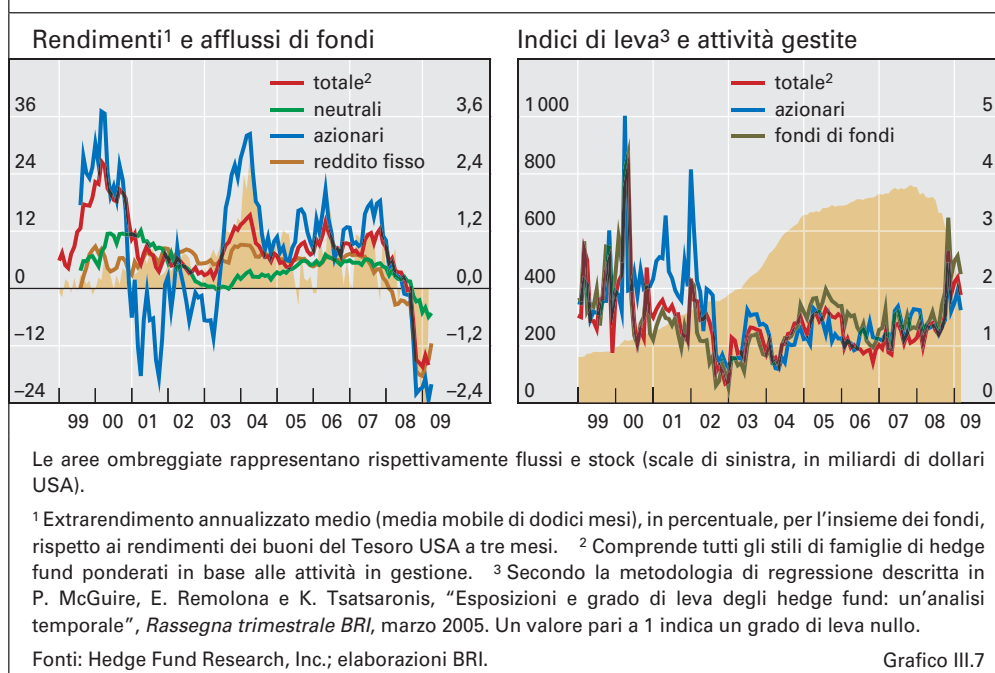
Fondi speculativi

I fondi speculativi o hedge fund non hanno avuto un ruolo di primo piano nel determinare le dinamiche della crisi, ma hanno comunque fortemente risentito degli eventi. La performance dei loro portafogli ha subito un duro colpo e le condizioni di finanziamento sono drasticamente peggiorate. Di conseguenza, molti di essi si sono trovati in una situazione estremamente problematica.

Cattivi risultati e
deflussi di capitale

Per i fondi speculativi lo scorso anno è stato uno dei peggiori sul piano della performance. Sotto l'effetto congiunto della caduta dei prezzi sui mercati delle attività e dei maggiori costi della raccolta, i risultati finanziari sono stati negativi per pressoché tutte le strategie di investimento, e anche per i fondi di fondi (grafico III.7). Hanno inoltre avuto un impatto deleterio la generale carenza di liquidità e la riluttanza degli investitori ad assumere rischi. Le controparti hanno preteso maggiori margini di garanzia sulle transazioni, mentre gli investitori hanno ritirato fondi in misura senza precedenti, cosicché il settore ha subito una drastica contrazione. Nel corso del secondo semestre 2008 il valore stimato delle attività amministrato è sceso di oltre un terzo, a causa sia delle perdite di valore sia del ritiro di capitali. Diversi fondi hanno chiuso i battenti. In molti casi i gestori hanno tentato di preservare il patrimonio mediante restrizioni ai ritiri, estendendo così di fatto il periodo di immobilizzo.

Hedge fund: dimensioni, performance e grado di leva



È probabile che in questo settore la crisi acceleri la tendenza, già in atto da qualche tempo, verso un'accresciuta presenza degli investitori istituzionali e una maggiore trasparenza. Nell'intento di evitare la sorte subita da varie entità di minori dimensioni, liquidate in seguito al ritiro di capitali, numerosi grandi fondi hanno maggiormente orientato le proprie strategie di marketing verso gli investitori istituzionali. Ciò avrà come conseguenza la richiesta di maggiore trasparenza sulle strategie di investimento e un più rigoroso scrutinio dei processi di gestione del rischio. Effetti analoghi avranno molto probabilmente le rivelazioni sulla massiccia frode perpetrata da un importante fondo basato a New York. Anche se è bene non trarre conclusioni generalizzate a partire da questo particolare incidente, esso dovrebbe nondimeno intensificare la diligenza esercitata dai gestori di patrimoni che incanalano i capitali di investitori privati facoltosi verso i fondi speculativi. In reazione alle sfide poste dal contesto operativo, alcuni fra i maggiori fondi hanno lanciato schemi che prevedono commissioni più contenute e strategie più consone alle esigenze dei grandi clienti istituzionali. Infine, varie raccomandazioni ufficiali per la riforma dell'assetto prudenziale auspicano una più stretta sorveglianza del settore in parola, e in particolare la registrazione di tutti i fondi speculativi, l'applicazione di requisiti di informativa più stringenti per i maggiori istituti e una vigilanza diretta per i fondi con un'attività potenzialmente in grado di influire sulla stabilità sistemica.

Maggiore
istituzionalizzazione

Implicazioni a lungo termine della crisi per il settore finanziario

La crisi ha già avuto pesanti ripercussioni sul sistema finanziario globale. L'entità delle perdite sofferte è stata tale da danneggiare gravemente i bilanci delle imprese finanziarie. Tuttavia, le misure intraprese dalle istituzioni al fine

di rimettersi in forza avranno conseguenze non soltanto sulla loro performance a breve termine, bensì anche sulla struttura finanziaria al di là del presente episodio. Del pari, le iniziative ufficiali dirette in via primaria a superare la crisi eserciteranno verosimilmente un'influenza duratura sul paesaggio finanziario.

La crisi è destinata a condizionare la comprensione del rischio finanziario a livello sia di singole istituzioni sia di sistema finanziario. In particolare, essa ha messo in luce come fossero state mal valutate le interazioni fra le diverse componenti del sistema e fra quest'ultimo e l'economia reale. Al livello delle imprese la crisi ha evidenziato talune carenze nel funzionamento dei mercati della cartolarizzazione che, se trascurate, possono stravolgere i benefici potenzialmente offerti da tali mercati in termini di diversificazione. Al tempo stesso essa ha palesato la vulnerabilità che può derivare per le istituzioni finanziarie dal ricorso a canali di finanziamento basati sul mercato, specie se in combinazione con un elevato grado di leva. A livello sistemico, infine, ha mostrato che le interconnessioni fra i mercati finanziari e le istituzioni pongono un limite naturale alla misura in cui il rischio sistemico può essere ridotto dalla presenza di molteplici canali di intermediazione.

Le carenze della cartolarizzazione

La crisi ha messo a nudo una serie di carenze nel cosiddetto modello "originate-to-distribute". Nelle prime fasi alcuni osservatori l'avevano addirittura definita la prima crisi dell'era della cartolarizzazione. Anche se presumibilmente sopravvaluta il ruolo causale della cartolarizzazione, tale definizione rispecchia nondimeno il fatto che sono state le esposizioni verso crediti cartolarizzati ad aver inizialmente causato gran parte delle perdite del settore finanziario. Le disfunzioni nei flussi informativi lungo la catena della cartolarizzazione hanno avuto un ruolo chiave nel determinare le dinamiche della crisi.

I benefici potenziali della cartolarizzazione sono intuitivi. Poiché dissocia l'erogazione originale del credito dall'assunzione finale del rischio e consente quindi di realizzare una maggiore dispersione del rischio medesimo, essa può migliorare l'efficienza complessiva dell'intermediazione finanziaria. I partecipanti alla catena della cartolarizzazione sono infatti in grado di sfruttare al meglio i propri vantaggi comparati nel gestire l'informazione o particolari tipi di rischio.

Gli eventi della crisi hanno però dimostrato come tali benefici possano essere compromessi dalle debolezze insite nelle interazioni fra gli incentivi individuali e la qualità del flusso informativo lungo la catena della cartolarizzazione. *Originator*, intermediari, investitori e soggetti terzi chiamati a valutare il rischio hanno ciascuno responsabilità specifiche e prospettive differenti. L'integrità del processo di cartolarizzazione dipende in modo cruciale dal fatto che questi molteplici interessi rafforzino l'incentivo di ognuno a ricercare e utilizzare l'informazione. Di fatto, gli incentivi ad accrescere l'attività generati da strutture reddituali collegate al volume delle operazioni hanno finito per prevalere sui potenziali costi reputazionali insiti in una valutazione e un monitoraggio inadeguati del rischio da parte degli *originator* e degli intermediari. Gli incentivi di autoconservazione degli investitori sono poi parsi come attutiti in un contesto in cui la presunzione di liquidità portava a

I benefici
potenziali della
cartolarizzazione ...

... sono
compromessi da
flussi informativi
inadeguati

rivalutare i portafogli dei titoli in essere sulla base dei prezzi delle nuove emissioni. La complessità delle strutture di cartolarizzazione ha contribuito a distorcere gli incentivi rendendo opaca la relazione fra i crediti originari e i rischi sottostanti. Ben pochi hanno compreso appieno le implicazioni di tale complessità per le caratteristiche di rischio/rendimento dei titoli in questione e in particolare per la sensibilità della loro valutazione alle ipotesi sottostanti. Si aggiunga che la complessità delle operazioni, unitamente alla rapida crescita dei mercati, ha indotto gli investitori a fare eccessivo affidamento sulla valutazione del rischio fornita dalle agenzie di rating. In retrospettiva, la mediocre qualità dei rating ha contribuito a falsare la valutazione di prezzo dei prodotti cartolarizzati.

La crisi ha evidenziato come sia essenziale che tutte le parti in causa dispongano di informazioni di prima qualità, che le rispettive responsabilità siano chiaramente definite e che la disciplina venga rafforzata, assicurando che ognuno mantenga un adeguato grado di esposizione verso il rischio complessivo. Un insegnamento fondamentale è che la diversificazione del rischio offerta ai singoli partecipanti alla catena della cartolarizzazione dalla dispersione delle esposizioni può risultare meramente illusoria se il sistema nel suo insieme è esposto a concentrazioni di rischio non valutate correttamente.

Le interdipendenze fra istituzioni e mercati

Un sistema finanziario efficiente incanala le risorse dai risparmiatori agli investitori e alloca il rischio, nel modo meno costoso, ai soggetti più idonei a sopportarlo. Il fatto che per espletare queste funzioni esistano mercati basati su transazioni fra soggetti indipendenti accanto a imprese finanziarie che intermediano i fondi attraverso i propri bilanci è considerata una caratteristica positiva dei sistemi finanziari evoluti. La sostituibilità fra questi due canali alternativi è vista come un fattore di stabilità e robustezza, nella misura in cui la diversificazione delle fonti di finanziamento riduce il rischio di strozzature sistemiche.

La crisi ha palesato ancora una volta come questa visione non tenga adeguatamente conto delle forti interdipendenze esistenti fra l'intermediazione di bilancio e quella realizzata sul mercato. Le istituzioni dipendono dai mercati per realizzare profitti, gestire il rischio e finanziarsi, mentre il buon funzionamento dei mercati dipende dal fatto che le istituzioni offrano servizi di *market-making*, sottoscrizione titoli e linee creditizie. Tali interdipendenze sono state evidenziate in modo esemplare dalle difficoltà che le istituzioni hanno incontrato nel finanziare le proprie operazioni su mercati divenuti illiquidi e, specularmente, dai problemi sorti nel funzionamento dei mercati quando le istituzioni partecipanti erano sotto stress. L'acuito timore per il rischio di controparte ha portato a una paralisi dei mercati e ha compromesso la liquidità dei portafogli e le strategie di finanziamento delle imprese, causando pesanti perdite. Un importante messaggio ricavabile dalla crisi è che la stabilità di ambedue i canali di intermediazione si fonda su una stessa base di capitale. La tabella III.4 illustra il ruolo cardine svolto dalle grandi imprese finanziarie tanto nell'intermediazione di bilancio quanto in quella di mercato,

Le interdipendenze fra i mercati e le istituzioni ...

Indicatori del grado di concentrazione per linee di attività			
In percentuale			
Cinque istituti principali, per attività e periodo	Quota di mercato degli istituti ¹		
	Sottoscrizione di emissioni obbligazionarie internazionali	Sottoscrizione di emissioni azionarie internazionali	Allestimento di prestiti consorziali
Sottoscrizione di emissioni obbligazionarie			
1991-1996	39,5	35,4	.
1997-2002	45,7	38,1	48,6 ²
2003-2008	40,2	30,8	40,4
Sottoscrizione di emissioni azionarie			
1991-1996	28,1	53,8	.
1997-2002	34,0	52,3	18,2 ²
2003-2008	29,0	44,8	24,1
Allestimento di prestiti consorziali			
1998-2002	42,4	27,8	78,3 ²
2003-2008	33,6	24,8	84,8
Intermediazione in strumenti derivati			
1994-1996	26,1	25,9	.
1997-2002	37,8	28,4	48,1 ²
2003-2008	32,1	32,5	28,4

¹ Quota dei cinque istituti principali per le attività e i periodi indicati in ciascuna riga, in percentuale del volume totale di attività relativo alle linee di business in ciascuna colonna. Ad esempio, nel 1991-1996, ai cinque principali sottoscrittori di emissioni obbligazionarie era riconducibile il 39,5% del volume totale delle sottoscrizioni di emissioni obbligazionarie internazionali e il 35,4% del volume totale delle sottoscrizioni di emissioni azionarie internazionali. ² 1998-2002.

Fonti: Dealogic; Dealogic Loanware; Swaps Monitor; elaborazioni BRI. Tabella III.4

evidenziando come il medesimo gruppo di istituzioni sia attivo in entrambe le funzioni.

... pongono ardue sfide alla politica di vigilanza

Siffatte interdipendenze pongono sfide notevoli alle politiche di vigilanza volte ad assicurare che i problemi a livello di singole istituzioni non generino disfunzioni sistemiche. Per poter contrastare efficacemente il rischio sistemico occorre che gli strumenti della politica prudenziale siano concepiti e calibrati in modo da tenere conto dei nessi fra le diverse componenti del settore finanziario e, più in generale, che vengano applicati in una prospettiva sistemica (Capitolo VII).

Raggiunti i limiti della diversificazione internazionale?

La tendenza verso la globalizzazione dell'attività bancaria ...

La secolare tendenza verso l'internazionalizzazione dell'attività bancaria rappresenta un'importante caratteristica del sistema finanziario. Le istituzioni operanti a livello internazionale hanno ampliato i loro portafogli di investimento e intensificato la loro presenza all'estero. L'ammontare in essere degli impieghi esteri delle banche dichiaranti alla BRI è salito da \$11 trilioni nel 2000 a oltre

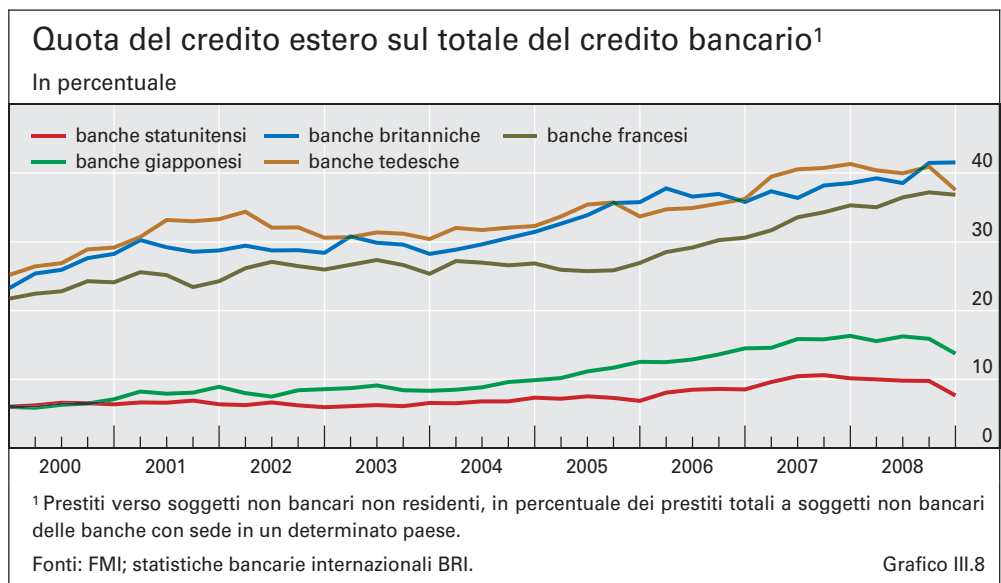
\$30 trilioni a metà 2007, un'espansione ingente anche se rapportata alle misure dell'attività economica. Un importante fattore alla base di tale processo è stata la ricerca di opportunità di crescita e di diversificazione. La crisi ha però messo in questione la presunta diversificazione dell'attivo e del passivo realizzata dalle banche con operatività transnazionale. Le reazioni delle singole istituzioni, insieme alle modifiche introdotte nel quadro regolamentare, potrebbero pertanto preannunciare un rallentamento di tale tendenza.

Dal lato dell'attivo, una più acuta percezione del rischio connesso con le esposizioni verso l'estero potrebbe originare una preferenza per il mercato locale (*home bias*) nella concessione del credito. In una crisi sistemica globale i benefici della diversificazione internazionale sono ovviamente ridotti, dal momento che le esposizioni interne ed estere si deteriorano simultaneamente e che i paesi ospitanti importano, sotto forma di una minore offerta di credito, le difficoltà incontrate in patria dalle banche estere. Inoltre, è di regola più facile attuare tagli di costi all'estero che nel paese di origine, dove maggiori sono le pressioni dell'opinione pubblica e delle istanze politiche. In effetti, vi sono indicazioni secondo cui il processo di ridimensionamento avrebbe inciso in modo asimmetrico sulle posizioni interne ed estere delle banche: negli ultimi trimestri le attività verso i soggetti non bancari esteri sono calate in misura sensibile (grafico III.8). I segnali di disimpegno dall'attività creditizia internazionale sono in particolare evidenti per le banche statunitensi e tedesche, e appaiono più pronunciati se si considerano le esposizioni verso le economie emergenti (Capitolo V).

Dal lato del passivo, lo scorso anno le banche europee bisognose di finanziare le proprie esposizioni in dollari hanno patito in modo particolare la carenza di liquidità sui mercati. Le istituzioni europee avevano accumulato oltre \$5 trilioni di attività verso il settore privato, tra cui prestiti al dettaglio e alle imprese, nonché prodotti strutturati collegati a mutui ipotecari statunitensi (grafico III.9, diagramma in alto a sinistra). Per finanziare tali posizioni esse hanno ottenuto disponibilità in dollari USA sul mercato interbancario globale

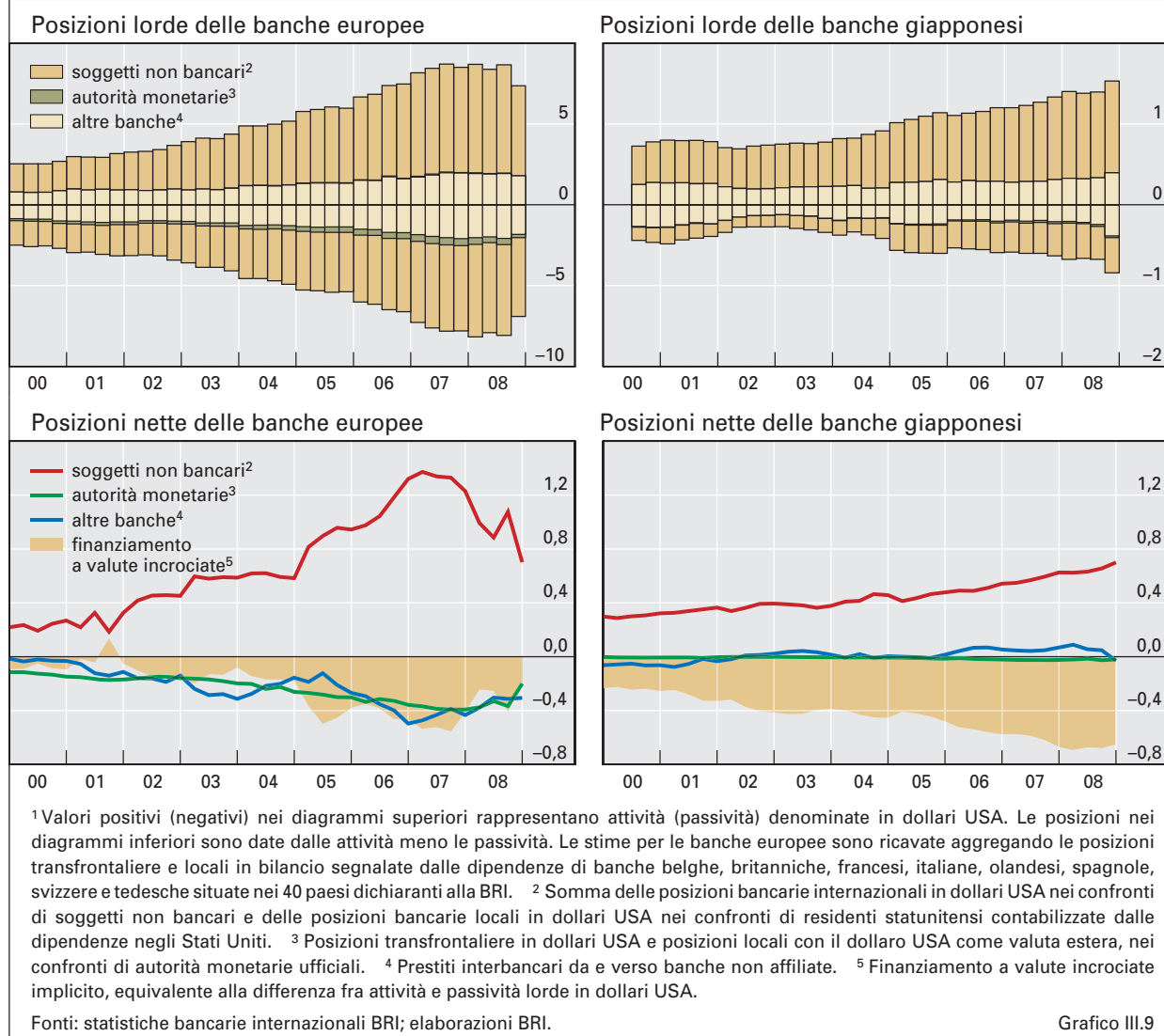
... segna una battuta di arresto durante la crisi ...

... allorché le banche sono confrontate a grossi problemi di finanziamento ...



Gap di finanziamento in dollari USA delle banche attive a livello internazionale¹

In trilioni di dollari USA, in base al settore della controparte



da banche centrali con eccedenze di riserve e da soggetti non bancari. Il resto del finanziamento delle posizioni in dollari è provenuto da fondi in moneta nazionale raccolti presso residenti interni (area ombreggiata nel diagramma in basso a sinistra del grafico III.9). Il rischio di cambio connesso con tale finanziamento a valute incrociate è stato presumibilmente neutralizzato in larga misura con operazioni di swap. Le banche si sono così espone a un disallineamento delle scadenze, poiché sia i crediti interbancari che gli swap erano in genere di durata inferiore agli impieghi da finanziare. Questo sbilancio ha reso le banche vulnerabili di fronte alle disfunzioni intervenute sui mercati interbancari e degli swap dall'agosto 2007. I problemi delle istituzioni europee si sono poi acuiti con il ritiro dei fondi del mercato monetario all'indomani del fallimento di Lehman Brothers (Capitolo II). La conseguente scarsità di dollari ha indotto la Federal Reserve a concludere swap di valuta con altre autorità monetarie affinché queste potessero offrire liquidità in dollari alle banche delle rispettive giurisdizioni (Capitolo VI).

Anche le misure di contrasto alla crisi poste in atto dalle autorità potrebbero contribuire a frenare il processo di internazionalizzazione. La crisi ha evidenziato i limiti che si pongono alle autorità nazionali nel gestire le situazioni problematiche concernenti banche attive a livello internazionale, nonché la difficoltà di affrontare i problemi sul mercato interno causati da turbative nel flusso internazionale di liquidità. Pertanto, i nuovi requisiti regolamentari introdotti per potenziare le risorse delle filiazioni locali affinché queste affrontino i suddetti rischi in modo autonomo tenderanno a ridurre i vantaggi operativi derivanti dalla gestione centralizzata del rischio e della liquidità nelle istituzioni con operatività transnazionale.

... e le risposte delle autorità sono mirate ai sistemi bancari nazionali

Le dimensioni del settore finanziario

Un evento di così grande portata e gravità come l'attuale crisi è destinato a lasciare strascichi duraturi. Dopo le fasi di acuta tensione del settembre e ottobre 2008 il sistema finanziario deve ora affrontare le conseguenze strutturali della crisi. I progressi che saprà compiere nel rimediare ai danni causati e alle vulnerabilità messe in evidenza determineranno non solo le modalità, bensì anche i tempi della ripresa.

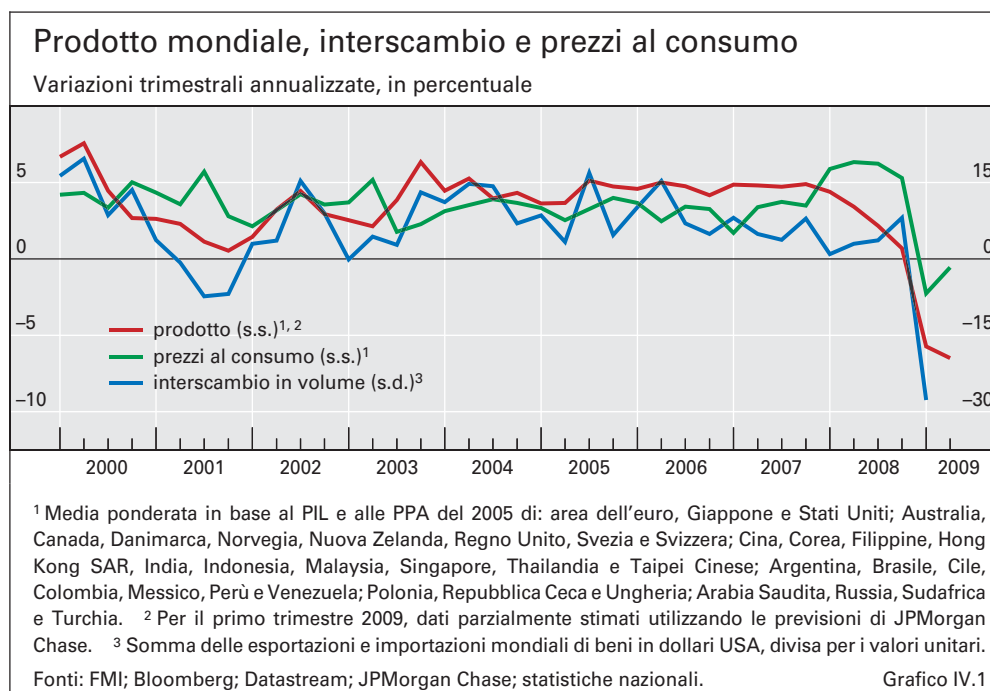
Storicamente una condizione preliminare per il superamento di una crisi finanziaria è che sia eliminato l'eccesso di capacità inevitabilmente accumulato nella precedente fase di boom. Prima dello scoppio dell'attuale crisi vari indicatori relativi alle istituzioni finanziarie, come la dimensione dei bilanci, la capitalizzazione di borsa, la rispettiva quota sui profitti aggregati e il contributo relativo fornito al PIL, segnalavano una crescita straordinaria del settore finanziario nelle economie avanzate. Questa espansione della capacità è stata indotta dalle aspettative di crescenti profitti, alimentate in parte, nel periodo più recente, dall'accresciuto ricorso alla leva finanziaria. A breve termine sarà difficile per le imprese finanziarie ottenere le risorse necessarie a sostenere lo stesso livello di attività. Un certo ridimensionamento dei bilanci è pertanto coerente con la necessità di sopravvivere nell'attuale contesto. Al tempo stesso, i mercati e le autorità di vigilanza hanno innalzato i parametri di adeguatezza patrimoniale delle istituzioni finanziarie. Ciò implica che le aspettative degli investitori e gli obiettivi delle imprese finanziarie in termini di rendimento divengano meno ambiziose. L'eliminazione della capacità eccedente nel settore è pertanto condizione indispensabile per raggiungere livelli sostenibili di redditività.

Saranno necessari aggiustamenti della capacità di intermediazione

IV. Le ripercussioni sulle economie industriali

L'attività in numerose economie industriali ha cominciato a contrarsi nella prima metà del 2008. Nella seconda parte dell'anno le spinte recessive sono divenute molto più intense e di portata più globale. Il risultante crollo del commercio mondiale è avvenuto con una rapidità che non ha precedenti negli ultimi cinquant'anni e ha colpito duramente tutte le economie orientate all'esportazione (grafico IV.1). La concomitanza della fine di una prolungata fase espansiva dell'economia mondiale, di un collasso dell'interscambio e di un grave shock sul sistema finanziario ha reso il rallentamento insolitamente sincrono su scala planetaria. In un contesto in cui la produzione industriale, le esportazioni e la fiducia sono divenute altamente correlate nelle diverse economie, il prodotto mondiale e l'inflazione hanno registrato un netto calo.

Secondo la maggior parte dei più autorevoli previsori internazionali, il prodotto mondiale subirà nel 2009 una contrazione compresa tra l'1 e il 2%. Negli Stati Uniti, nell'area dell'euro e in Giappone è in corso una profonda recessione, mentre nell'insieme delle economie emergenti l'espansione ha subito un brusco rallentamento. Stando alla previsione prevalente di maggio, la crescita economica mondiale registrerà una ripresa, ma rimarrà ben al disotto del valore tendenziale per tutto il 2010. Ci si attende pertanto che in diverse importanti economie i tassi di inflazione su base annua risultino nulli o negativi nel 2009. Il disavanzo corrente USA si è ridotto negli ultimi mesi, a fronte di un calo analogamente ampio degli avanzi di Germania, Giappone e



paesi mediorientali, mentre i surplus della Cina e di altre economie emergenti dell'Asia rimangono consistenti.

Le prospettive a breve termine sono molto incerte, anche a causa della difficoltà di valutare la complessa interazione tra l'economia reale, il sistema finanziario e l'impatto delle misure straordinarie di politica economica introdotte nell'arco dello scorso anno. I recenti interventi ufficiali dovrebbero contribuire a sostenere la domanda, alleviare le pressioni al ribasso sui prezzi delle attività e sui flussi di credito, nonché condurre a un recupero della fiducia. Tuttavia, la rapidità stessa della recente contrazione ciclica potrebbe generare effetti indotti fuori dal comune. In particolare, se la propensione al risparmio dovesse aumentare ulteriormente nelle economie industriali, cosa assai probabile dato l'elevato accumulo di debito delle famiglie e la drastica riduzione della loro ricchezza, gli impulsi contrattivi nell'economia mondiale potrebbero protrarsi a lungo.

Prima della crisi

L'attuale crisi è stata preceduta da un mutamento sostanziale delle condizioni macroeconomiche mondiali. Un aspetto fondamentale di tale cambiamento è stato l'aumento significativo del risparmio lordo globale in percentuale del PIL, passato da circa il 21½% nel 2001 a quasi il 24½% nel 2007. Gran parte dell'incremento è dovuto al tasso di risparmio relativamente elevato dei paesi emergenti, dove la crescita del risparmio aggregato, più che triplicatosi tra il

La sovrabbondanza del risparmio mondiale prima della crisi ...

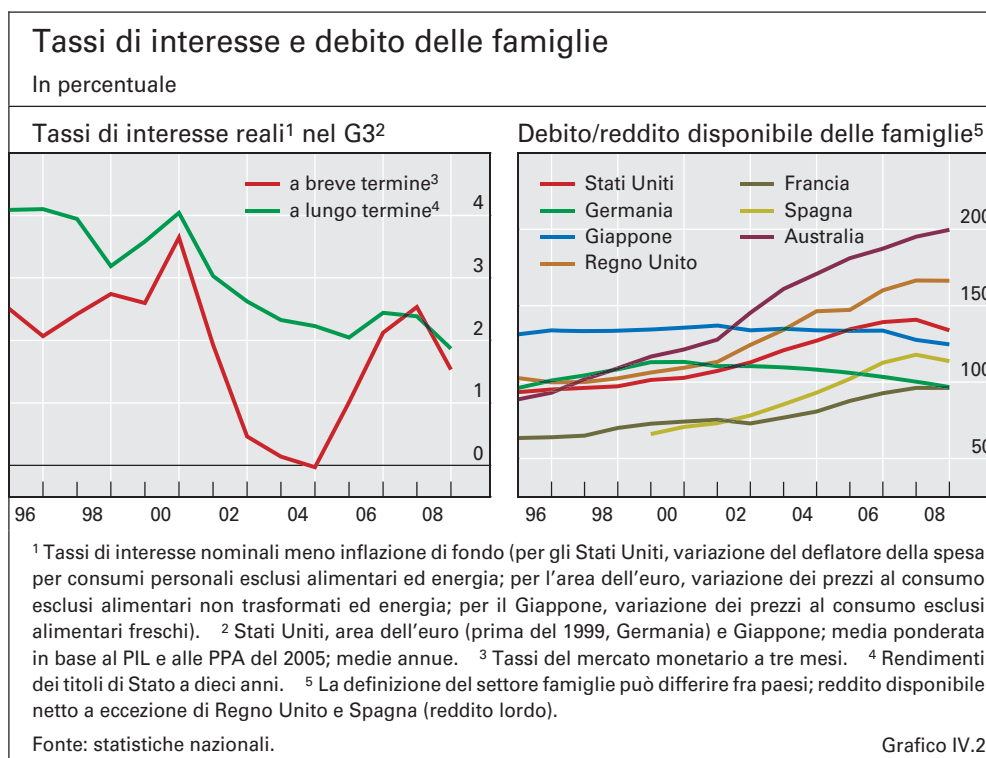
Risparmio e investimenti lordi mondiali								
In percentuale del PIL								
	Risparmio				Investimenti			
	1995	2001	2007	2008	1995	2001	2007	2008
Economie avanzate	21,4	20,0	19,9	18,8	21,6	20,6	21,0	20,4
Stati Uniti	16,0	16,4	14,2	11,9	18,6	19,1	18,8	17,5
Giappone	30,5	26,9	28,9	26,7	28,4	24,8	24,1	23,5
Germania	21,1	19,5	25,8	25,7	22,2	19,5	18,3	19,3
Regno Unito	15,9	15,4	15,3	15,1	17,2	17,4	18,2	16,8
Altre economie ¹	21,4	22,5	22,5	21,9	20,1	21,2	23,5	23,2
Economie emergenti	26,8	26,6	35,4	36,6	27,6	25,1	30,2	31,8
Cina	42,1	37,6	57,6	59,0	41,9	36,3	46,6	49,0
Altre economie asiatiche ²	31,7	27,6	32,8	32,1	32,5	24,2	28,9	30,1
America latina ³	17,0	18,0	22,8	22,3	19,2	20,6	22,2	22,8
Medio Oriente ⁴	24,0	33,3	49,6	50,8	20,9	24,8	26,5	26,7
Altre economie ⁵	22,7	23,0	23,1	24,3	23,1	20,2	23,5	24,3
Totale	22,5	21,4	24,3	24,2	22,8	21,5	23,6	23,9

I dati relativi ai gruppi di economie e i totali sono calcolati come somma del risparmio o degli investimenti delle singole economie considerate, divisa per la somma dei loro PIL; tutte le grandezze utilizzate nel calcolo sono espresse in dollari USA.

¹ Australia, Canada, Danimarca, Norvegia, Nuova Zelanda, Svezia, Svizzera ed economie dell'area dell'euro, esclusa la Germania.
² Corea, Filippine, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Malaysia, Singapore, Taipei Cinese e Thailandia. ³ Argentina, Brasile, Cile, Colombia, Messico, Perù e Venezuela. ⁴ Arabia Saudita, Iran, Kuwait, Libia, Oman, Qatar e Yemen. ⁵ Polonia, Repubblica Ceca, Russia, Sudafrica, Turchia e Ungheria.

Fonte: FMI, *World Economic Outlook*.

Tabella IV.1



2001 e il 2007, aveva sospinto la corrispondente propensione marginale al 43%. I tassi di risparmio medi sono saliti nella maggior parte delle regioni emergenti, ma la tendenza è stata particolarmente marcata in Cina e in Medio Oriente (tabella IV.1). Inoltre, in molte economie emergenti asiatiche i tassi di investimento si sono ridotti rispetto ai livelli di metà anni novanta, determinando un eccesso di risparmio ancora maggiore.

Per contro, il saggio di risparmio medio delle economie industriali è diminuito, soprattutto a causa della forte contrazione negli Stati Uniti. Nella prima metà di questo decennio in alcune economie (ad esempio Irlanda, Regno Unito, Spagna e Stati Uniti) la composizione della spesa in conto capitale si è nettamente spostata verso l'edilizia residenziale.

Uno degli effetti della mutata struttura della spesa è stata la concentrazione della crescita dei consumi in pochi paesi. Gli Stati Uniti, in particolare, hanno contribuito per circa un terzo all'espansione globale dei consumi tra il 2000 e il 2006. Un'altra importante conseguenza è stato l'aumento del disavanzo corrente USA da poco più del 3% del PIL a fine anni novanta a un massimo del 6% nel 2006. Nel 2007 gli avanzi correnti in percentuale del PIL risultavano fortemente saliti nei principali paesi esportatori di manufatti, a oltre il 10% in Cina, a quasi l'8% in Germania e a circa il 5% in Giappone. In Medio Oriente i surplus correnti sono stati alimentati dal rincaro del petrolio.

Il boom della spesa delle famiglie osservato prima della crisi in diverse economie avanzate è riconducibile a vari fattori interconnessi. Uno di questi è il significativo calo dei tassi di interesse reali a lungo termine, reso possibile non solo dal vigoroso incremento del risparmio mondiale, ma anche da una diminuzione del premio a termine dovuta alla maggiore domanda di titoli a lunga scadenza da parte degli investitori istituzionali, specie le banche centrali

... contribuisce agli squilibri nella struttura internazionale della domanda ...

... deprimendo i tassi di interesse a lungo termine

dei mercati emergenti (grafico IV.2)¹. L'impatto espansivo dei bassi rendimenti a lungo termine è stato accentuato da condizioni monetarie accomodanti nelle principali economie avanzate, dove tra il 2002 e il 2005 i tassi reali a breve termine sono rimasti bassi o negativi.

Durante la fase di espansione economica l'allentamento più marcato delle condizioni creditizie si è avuto negli Stati Uniti, dove i tassi reali a lungo termine sui mutui a 30 anni a tasso fisso sono scesi da circa il 5% nei primi anni duemila all'1-3% nel 2005, e le condizioni diverse dal prezzo sono divenute molto più favorevoli (Capitolo III). La crescita reale del credito alle famiglie, quasi raddoppiata da una media del 4% negli anni novanta a circa il 7,5% nel periodo 2000-06, ha determinato per questo settore un considerevole incremento del rapporto fra debito e reddito. Il debito delle famiglie è aumentato in misura significativa anche nel Regno Unito, dove i tassi ipotecari, collegati ai tassi di interesse a breve termine, hanno parimenti subito un forte calo. Il maggiore indebitamento del settore ha pertanto reso diverse famiglie altamente vulnerabili agli shock negativi sul reddito e sui prezzi delle attività.

Un secondo fattore del boom della spesa, in parte riconducibile al primo, è stato il consistente rincaro delle abitazioni in diversi paesi, che non solo ha condotto a maggiori acquisti speculativi di immobili, ma ha anche facilitato l'assunzione di nuovo debito garantito da ipoteca. Fra i primi anni duemila e il picco del ciclo dei prezzi delle case il valore reale delle abitazioni è salito di oltre il 90% nel Regno Unito e in Spagna e di oltre il 60% negli Stati Uniti (sulla base dell'indice Case-Shiller). In vari paesi la quota degli investimenti residenziali sul PIL è aumentata a un ritmo decisamente superiore a quello tendenziale. Negli Stati Uniti tale quota ha toccato un massimo del 6,2% nel 2005 e l'indice degli immobili inoccupati (*homeowner vacancy rate*) è cresciuto di ben il 50% fra il 2001 e il 2006, portandosi a più del 2,5%. Le costruzioni residenziali sono aumentate nettamente al di sopra del *trend* in Spagna e Irlanda (rispettivamente al 9 e al 12% del PIL nel 2007), nonché in Australia e Canada.

Infine, un terzo fattore attiene alla possibilità che il boom della spesa in numerose economie industriali abbia generato un ottimismo eccessivo tra i produttori di beni e servizi, determinando un sovrainvestimento e un'allocazione distorta delle risorse nel periodo precedente la crisi. In particolare, il marcato incremento della spesa delle famiglie per l'acquisto di beni di consumo durevoli, come gli autoveicoli, ha indotto un accumulo di capacità produttiva. Negli Stati Uniti, ad esempio, la spesa per questi beni, in aumento dalla metà degli anni novanta, ha accelerato nei primi anni duemila, portando la sua quota sul PIL da circa il 7% a metà anni novanta a un massimo di circa

Il debito delle famiglie aumenta fortemente ...

... così come i prezzi delle abitazioni ...

... gli investimenti residenziali ...

... e quelli in beni di consumo durevoli

¹ Vi sono diverse teorie sul collegamento fra il risparmio mondiale e i tassi di interesse a lungo termine. In base all'ipotesi del *saving glut* (sovrabbondanza di risparmio), il tasso di interesse reale a lungo termine deve diminuire affinché si raggiunga un equilibrio globale a un livello più elevato degli investimenti; cfr. B. Bernanke: "The global saving glut and the US current account deficit", Homer Jones Lecture, St. Louis, 14 aprile 2005, www.federalreserve.gov. Un'ipotesi alternativa è che le crisi finanziarie e il forte risparmio nei mercati emergenti, unitamente al loro limitato sviluppo finanziario, abbiano generato una carenza globale di attività a basso rischio, che si è tradotta in rendimenti a lungo termine inferiori; cfr. R. Caballero, E. Farhi e P. Gourinchas, "An equilibrium model of 'global imbalances' and low interest rates", *American Economic Review*, vol. 98, n. 1, marzo 2008, pagg. 358-393.

l'11% nel 2007². Nel settore automobilistico USA la capacità produttiva si è accresciuta di circa il 55% tra il 1996 e il 2006, contro un incremento inferiore al 25% nei dieci anni precedenti.

Dal boom alla recessione

Il boom sfocia in una recessione brusca e sincrona a livello mondiale ...

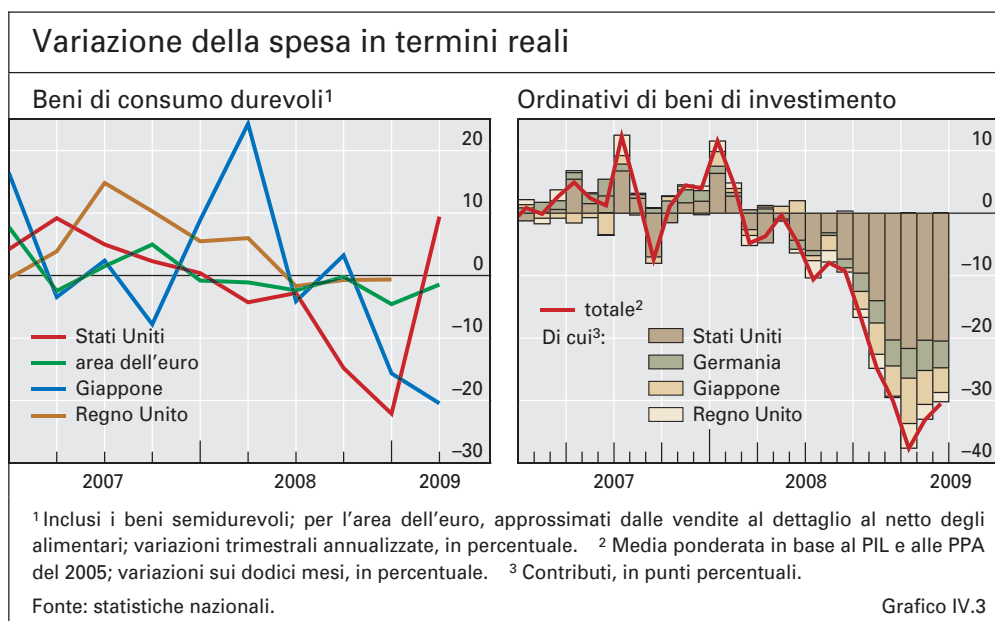
Dalla seconda metà del 2008 la spesa delle famiglie (compresa quella per abitazioni) nelle economie avanzate è diminuita di pari passo con la brusca caduta dei prezzi delle attività e della fiducia, nonché con un inasprimento delle condizioni nei mercati del credito. La seguente sezione esamina le dinamiche della fase contrattiva nelle economie avanzate e i fattori che ne sono all'origine, mentre il Capitolo V analizza le ripercussioni della contrazione sulle economie emergenti.

Sebbene la crescita si fosse già indebolita considerevolmente negli Stati Uniti da metà 2007 e in altre importanti economie industriali dagli inizi dello scorso anno, il rallentamento ha assunto una dimensione effettivamente globale solo verso fine 2008 (per una sintesi delle varie fasi della crisi, cfr. la tabella I.1). Nel quarto trimestre il prodotto è sceso su base annua destagionalizzata del 14% in Giappone e di oltre il 6% negli Stati Uniti e nell'area dell'euro. Nel primo trimestre di quest'anno cali ancor maggiori si sono registrati in Giappone e nell'area dell'euro (rispettivamente 15 e 10% circa). Tuttavia, vi sono indicazioni secondo cui il ritmo di caduta del prodotto ha cominciato a rallentare a partire da marzo. Il tasso mensile di contrazione della produzione industriale è diminuito negli Stati Uniti in aprile, mentre in Giappone la produzione è aumentata in marzo e in aprile. Inoltre, la maggior parte delle misure della produzione manifatturiera ricavate dalle indagini (ad esempio, gli indici dei responsabili degli acquisti) è andata migliorando nelle economie del G3 fino a maggio, indicando un rafforzamento delle prospettive di ripresa.

... accompagnata da una rapida contrazione della spesa in beni durevoli ...

La contrazione ciclica è stata di portata eccezionale e ha interessato quasi tutte le componenti della spesa. I consumi privati si sono ridotti nell'insieme delle principali economie nell'ultimo trimestre 2008; in nessun paese, tuttavia, hanno mostrato un calo tanto rapido quanto quello osservato negli Stati Uniti, dove sono crollati del 4,3% su base annua, contribuendo a quasi la metà della decelerazione del prodotto. La categoria più duramente colpita è stata la spesa per l'acquisto di beni di consumo durevoli, che durante la seconda metà del 2008 ha subito un tracollo (grafico IV.3). Nel quarto trimestre la sua quota sul PIL USA era già calata di circa un punto percentuale rispetto al massimo del 2007. A questa smisurata flessione ha fatto seguito un recupero nel primo trimestre 2009, la cui sostenibilità resta nondimeno incerta, considerate le ingenti perdite di ricchezza e le turbative nei mercati del credito (cfr. la prossima sezione). Per contro, nell'area dell'euro e in Giappone la contrazione

² La spesa per l'acquisto di beni di consumo durevoli ha anche una componente di investimento. Considerando questa componente nelle attività materiali, negli anni 2000-06 il tasso di risparmio delle famiglie USA sale di 2,5 punti percentuali, mentre l'incremento è pari ad appena 0,5 punti percentuali per l'ultimo trimestre 2008.



del prodotto è imputabile solo in piccola parte ai consumi. In queste economie essa si deve soprattutto al collasso delle esportazioni nette, che ha inciso per circa il 75 e il 50% in Giappone rispettivamente nel quarto trimestre 2008 e nel primo trimestre 2009, e per circa il 60% nell'area dell'euro nell'ultimo trimestre 2008.

In presenza di un deterioramento dei consumi più rapido di quello del reddito, il saggio di risparmio delle famiglie è cresciuto in varie economie avanzate, specie in quelle dove si situava a livelli bassi. Negli Stati Uniti l'incremento è stato consistente, pari a quasi 4 punti percentuali del reddito disponibile (al 4,2%) tra l'ultimo trimestre 2007 e il primo trimestre 2009. Anche in Australia e nel Regno Unito il risparmio delle famiglie è balzato da valori prossimi allo zero o negativi nel primo trimestre 2008, all'8,5 e al 4,8% rispettivamente nel quarto. La propensione al risparmio delle famiglie è parimenti aumentata in maniera sensibile nell'area dell'euro, traducendosi in una crescita di un punto percentuale (al 15,1%) del saggio di risparmio nell'ultimo trimestre 2008.

Gli investimenti in immobili residenziali hanno segnato la diminuzione più rapida negli Stati Uniti, scendendo in rapporto al PIL a un minimo del 2,7% nel primo trimestre 2009. In Spagna e nel Regno Unito la crisi ha ulteriormente indebolito un settore già fragile. Gli investimenti residenziali hanno cominciato a flettere anche in Germania verso la fine del 2008. Quanto al Giappone, dall'inizio del 2009 è in corso un deciso rallentamento nel mercato abitativo come indicato dal numero di nuovi cantieri. A fine 2008 il rapporto fra investimenti residenziali e PIL superava ancora la media registrata dal 1980 in diverse economie industriali (in particolare Canada, Irlanda e Paesi Bassi), segnalando che in molti casi la correzione non aveva ancora compiuto il suo corso.

... da un brusco calo degli investimenti residenziali ...

La stretta dell'offerta di credito ai promotori immobiliari nel settore non residenziale, congiunta a una debole domanda di uffici e spazi commerciali, ha accentuato la debolezza di questo settore. Inoltre, con il deteriorarsi delle

... e da una forte decelerazione degli investimenti delle imprese

prospettive per la domanda di beni di consumo e il crollo degli ordini dall'estero, molti progetti di investimento sono stati posticipati o fortemente ridimensionati. Negli Stati Uniti, ad esempio, gli investimenti fissi non residenziali hanno subito un calo senza precedenti del 38% (in ragione d'anno) nel primo trimestre 2009, dopo essere scesi del 23% nei tre mesi precedenti. Gli investimenti delle imprese sono diminuiti nettamente anche in Giappone e nell'area dell'euro. Il forte calo degli ordini di beni strumentali fino a marzo 2009 indica che la contrazione degli investimenti resta marcata (grafico IV.3).

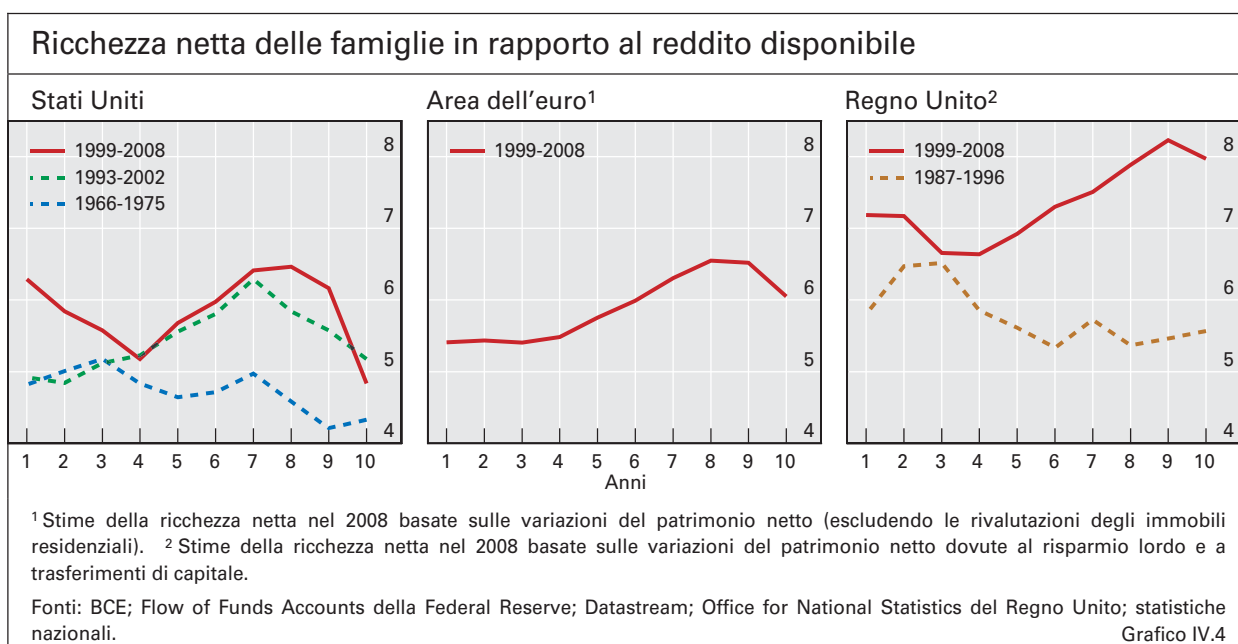
La recessione è stata aggravata dalla necessità di ridurre le scorte in eccesso, poiché le vendite effettive stavano diminuendo più rapidamente del previsto. Inoltre, vi sono indicazioni secondo cui gli investimenti potrebbero avere risentito della scarsità di credito al commercio. In base a indagini condotte nel Regno Unito, ad esempio, il credito commerciale interaziendale ha accusato gli effetti dell'aumento dei ritardi nei pagamenti, delle maggiori probabilità di fallimenti e dell'accumulo di liquidità da parte delle imprese volto a ridurre l'esposizione alla volatilità dei mercati. Alla decelerazione degli investimenti potrebbe avere altresì contribuito la maggiore riluttanza delle banche e delle società finanziarie non bancarie a scontare le fatture commerciali.

Contrazione economica, bilanci e credito

Bilanci delle famiglie

La pronunciata debolezza dei bilanci delle famiglie ...

Uno dei fattori fondamentali all'origine della contrazione economica è stato il grave deterioramento dei bilanci delle famiglie per effetto della crisi finanziaria. Le quotazioni azionarie sono diminuite rapidamente e il calo dei prezzi nominali delle abitazioni, dapprima circoscritto agli Stati Uniti, si è diffuso alle altre economie avanzate. Dal secondo trimestre 2007 al quarto



trimestre 2008 la ricchezza netta delle famiglie USA ha subito un calo intorno al 20% (equivalente a circa \$13 trilioni); in rapporto al reddito disponibile, la perdita è stata maggiore della ricchezza accumulata nei cinque anni precedenti (grafico IV.4). Anche nell'area dell'euro le perdite di ricchezza hanno interessato un più ampio novero di attività e di paesi, superando di gran lunga quelle accusate durante il collasso dei mercati azionari nel 2001, allorché la crescente ricchezza immobiliare aveva controbilanciato gli effetti negativi dei forti ribassi azionari.

La flessione della ricchezza delle famiglie, in particolare di quella immobiliare, è destinata a gravare sui consumi per qualche tempo, anche se alcune forze potrebbero agire in direzione opposta. Il calo dei prezzi delle abitazioni comporta una diminuzione del costo locativo implicito, compensando in certa misura l'effetto ricchezza avverso. Inoltre, esso rende le abitazioni più accessibili ai potenziali acquirenti, riducendo il loro fabbisogno di risparmio per l'esborso di capitale iniziale. In aggiunta, la contrazione della ricchezza delle famiglie, specie quella derivante da attività finanziarie, potrebbe essere in parte percepita come transitoria.

Benché i ricercatori non concordino in merito alle stime dell'effetto di ricchezza sui consumi, si ritiene in genere che l'impatto del patrimonio immobiliare sia significativo, con valori che nei vari studi oscillano fra 3 e 7 centesimi per dollaro in Australia, Canada, Stati Uniti e Regno Unito. Per l'area dell'euro si ipotizza che l'impatto sia piuttosto contenuto³. È probabile che il calo del patrimonio dei proprietari di abitazioni determini una flessione particolarmente consistente della spesa di quelle famiglie che lo avevano utilizzato a garanzia di prestiti destinati a finanziare i consumi. Il fatto che in alcuni paesi i criteri permissivi applicati nella concessione del credito avessero notevolmente facilitato l'indebitamento ipotecario durante l'ascesa ciclica potrebbe comportare un forte effetto negativo con l'irrigidimento degli standard di fido. Una contrazione dei prezzi delle attività che lasci molte famiglie con un patrimonio netto ampiamente negativo potrebbe produrre effetti di ricchezza asimmetrici sui consumi.

Inoltre, la maggiore vulnerabilità finanziaria risultante da una perdita di ricchezza così ingente potrebbe indurre le famiglie a ridimensionare l'investimento in attività meno liquide (principalmente case, ma anche beni durevoli) e a privilegiare invece le attività finanziarie, più liquide. In particolare, le famiglie fortemente indebitate con cospicui oneri contrattuali potrebbero accrescere il risparmio finanziario e ridurre la spesa in abitazioni, automobili e altri beni di consumo durevoli di alto valore⁴.

In aggiunta, il forte calo del valore delle attività dei fondi pensione potrebbe indurre le persone prossime al pensionamento iscritte a schemi a

... sta avendo
effetti negativi
sui consumi ...

... in particolare a
causa del minor
valore della
ricchezza
immobiliare

Le famiglie
potrebbero inoltre
investire meno in
attività durevoli ...

³ Per una rassegna recente delle stime dell'effetto di ricchezza sui consumi, cfr. l'articolo "Ricchezza immobiliare e consumi privati nell'area dell'euro", *Bollettino mensile*, BCE, gennaio 2009.

⁴ Questo fattore sembra aver svolto un ruolo importante nell'incremento del risparmio delle famiglie statunitensi dopo la caduta dei mercati azionari negli anni settanta; cfr. F. Mishkin, "What depressed the consumer? The household balance sheet and the 1973-75 recession", *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 8, n. 1, 1977, pagg. 123-174.

... e accrescere il risparmio previdenziale

contribuzione definita, in cui le prestazioni sono legate al valore di mercato delle attività, a incrementare il risparmio o posticipare il collocamento a riposo. Nel caso degli schemi a prestazione definita, gli ampi deficit di copertura potrebbero danneggiare la posizione finanziaria delle società cui essi fanno capo, riducendone la capacità di fornire le prestazioni garantite o mantenere i posti di lavoro esistenti.

L'impatto potrebbe differire a seconda dei paesi

Ciò detto, l'impatto della perdita di ricchezza sarà probabilmente diverso da paese a paese, a seconda degli specifici assetti istituzionali. In Australia, Canada, Regno Unito e Stati Uniti l'estrazione di liquidità dal capitale immobiliare è stata significativa durante la fase di espansione e l'impatto sulla spesa delle famiglie dovrebbe pertanto essere maggiore che in altri paesi. Stando ad alcune stime, nel periodo 2001-05 negli Stati Uniti circa l'1¼% dei consumi su base annua è stato finanziato mediante monetizzazione della ricchezza immobiliare, ovvero il 3% se si includono i fondi impiegati per rimborsare debiti non ipotecari⁵. Nel Regno Unito questa fonte di finanziamento ha registrato un'inversione di flusso, scendendo da oltre il 7% del reddito netto di imposta nel 2003 al -1% nel 2008. Per contro, nell'area dell'euro l'estrazione di liquidità dal valore delle abitazioni ha avuto complessivamente un ruolo abbastanza modesto per la spesa delle famiglie, per effetto sia della bassa incidenza degli immobili di proprietà sia, in alcuni paesi, di un mercato ipotecario meno sviluppato.

Il rischio è un nuovo forte aumento del risparmio delle famiglie

Nondimeno, l'aumento così elevato registrato dal debito delle famiglie in così tanti paesi fa ritenere che le ingenti perdite di ricchezza e di reddito determineranno probabilmente un ulteriore rialzo del saggio di risparmio in gran parte delle economie avanzate. È difficile prevedere fino a quando si protrarrà tale rialzo. Nella recessione statunitense degli anni settanta il saggio di risparmio delle famiglie salì da un minimo dell'8,0% a metà 1972 a un massimo del 12,5% a metà 1975. Un profilo analogo fu osservato nella recessione USA dei primi anni ottanta. Per contro, le recessioni degli anni novanta e dei primi anni duemila ebbero scarso impatto sul saggio di risparmio. Tuttavia, rispetto a precedenti episodi, nell'attuale recessione il risparmio delle famiglie statunitensi si è collocato a un livello molto più basso nel punto di minimo, e l'indebitamento a un livello molto più alto nel suo punto di massimo. L'incremento del risparmio potrebbe essere pertanto più consistente e duraturo che in passato. È possibile che i saggi di risparmio delle famiglie salgano ulteriormente anche in Australia, nel Regno Unito e in diverse economie dell'area dell'euro (ad esempio Irlanda, Paesi Bassi e Spagna), dove si situano ancora a livelli inferiori alle rispettive medie storiche.

Bilanci societari

Anche i bilanci societari si sono deteriorati ...

A differenza di quanto osservato nel settore delle famiglie, i livelli di debito nel settore delle imprese non finanziarie sono rimasti piuttosto stabili o sono addirittura diminuiti durante la prima metà degli anni duemila. Tra il 2005 e il 2008, tuttavia, il debito societario in percentuale del PIL è aumentato

⁵ Cfr. A. Greenspan e J. Kennedy, "Sources and uses of equity extracted from homes", *Finance and Economics Discussion Series*, 2007-20, Board of Governors del Federal Reserve System, marzo 2007.

considerevolmente (grafico IV.5). La crisi ha indotto un ulteriore indebolimento dei bilanci, abbassando nettamente la redditività e il valore degli investimenti delle aziende. Inoltre, l'ampliamento degli spread creditizi ha ridotto l'accesso di molte imprese ai mercati dei capitali, determinando notevoli difficoltà di finanziamento.

Durante il 2008 le società non finanziarie e non agricole negli Stati Uniti hanno registrato un calo aggregato del patrimonio netto pari al 7%, per effetto di una forte flessione (12,8%) del valore delle attività immobiliari e di una contrazione lievemente minore (5,3%) della ricchezza finanziaria netta. Nel caso delle società non finanziarie nell'area dell'euro e in Giappone quest'ultima (escludendo la componente azionaria) ha invece subito un deterioramento molto più rapido, pari a circa il 50% nel 2008. Le tensioni nel settore societario sono salite a livelli molto elevati, come evidenzia il numero di fallimenti, prossimo o superiore ai massimi storici in molte economie industriali (grafico IV.5).

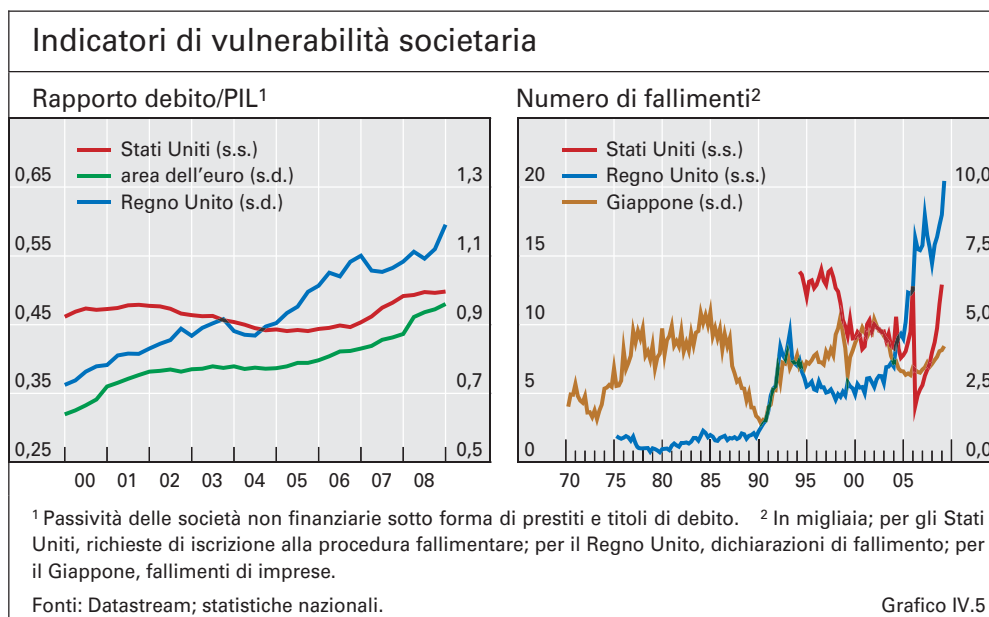
L'indebolimento della situazione economico-finanziaria delle imprese pare destinato a ridurre gli investimenti, con effetti di retroazione sull'economia e sui bilanci. La portata di tali effetti negativi di accelerazione finanziaria dipende dalla struttura e dalla solidità iniziale dei bilanci aziendali. Nell'area dell'euro e nel Regno Unito le passività finanziarie lorde in essere delle società (inclusi i debiti finanziari, quelli verso fornitori e altre passività) ammontavano a circa il 130% del PIL a fine 2008. Tale livello, ben superiore alla media degli anni novanta, implica un'accresciuta vulnerabilità a shock finanziari negativi. Anche negli Stati Uniti le passività finanziarie delle imprese sono aumentate, raggiungendo il 90% del PIL a fine 2008, ma il loro livello non appare eccessivo rispetto alla media degli anni novanta.

... in tutte le principali economie industriali ...

... rendendo più probabili ulteriori tagli agli investimenti

Fase contrattiva del ciclo creditizio

La crisi ha provocato una brusca svolta nel ciclo creditizio. Gli ampi tagli dei tassi ufficiali hanno contribuito ad abbassare i tassi di interesse sui fondi



L'inasprimento dei criteri di fido riduce il credito ...

mutuati da famiglie e imprese nel corso del 2008. Tuttavia, l'impatto di tali riduzioni sui flussi creditizi è stato smorzato da un forte inasprimento delle condizioni di finanziamento diverse dal prezzo (Capitolo III).

... specie alle famiglie, ma sempre più anche alle imprese ...

In numerose economie avanzate lo scorso anno l'espansione del credito totale al settore privato è diminuita, soprattutto nei mercati del credito all'edilizia residenziale. Negli Stati Uniti il credito per l'acquisto di abitazioni (esclusi i prestiti di seconda ipoteca) si è contratto a un tasso annuo nominale dell'1-2% dal secondo trimestre 2008 al primo trimestre 2009, mentre nell'area dell'euro ha cessato di crescere nel marzo di quest'anno. Il credito al consumo è rallentato sensibilmente in molti paesi avanzati, con la rilevante eccezione degli Stati Uniti, dove è aumentato a un tasso annuo del 9% nel primo trimestre 2009. Sebbene il credito alle imprese abbia seguito a espandersi in vari paesi, ciò è probabilmente dovuto a un maggiore ricorso a linee di credito esistenti anziché all'assunzione di nuovi prestiti.

... contribuendo a deprimere la spesa

Se da un lato la stretta creditizia ha scoraggiato i potenziali acquirenti della prima casa e altri consumatori con limitato accesso al credito, dall'altro il calo del reddito sembra avere accresciuto il numero di famiglie soggette a tali restrizioni. La scomparsa del finanziamento alternativo offerto in passato da prestatori non bancari ha teso ad amplificare questi effetti. Anche gli investimenti aziendali ne hanno risentito, come evidenziato dalle indagini recenti, che segnalano riduzioni significative delle nuove linee di credito alle imprese, specie negli Stati Uniti. Inoltre, con l'indebolimento della crescita e il rapido deteriorarsi delle posizioni di bilancio, la contrazione del credito è accentuata anche da una sostanziale flessione dal lato della domanda, dal momento che le aziende ridimensionano i piani di investimento e le famiglie riconsiderano le prospettive di reddito e di ricchezza.

L'entità della contrazione creditizia è molto incerta

L'ampiezza e la durata della contrazione creditizia dipenderanno pertanto dall'interazione fra la riduzione della leva finanziaria del sistema bancario (Capitolo III) e l'aggiustamento dei bilanci di imprese e famiglie. Sebbene sia difficile formulare previsioni al riguardo, gli episodi passati di crisi creditizia e finanziaria possono offrire qualche indicazione.

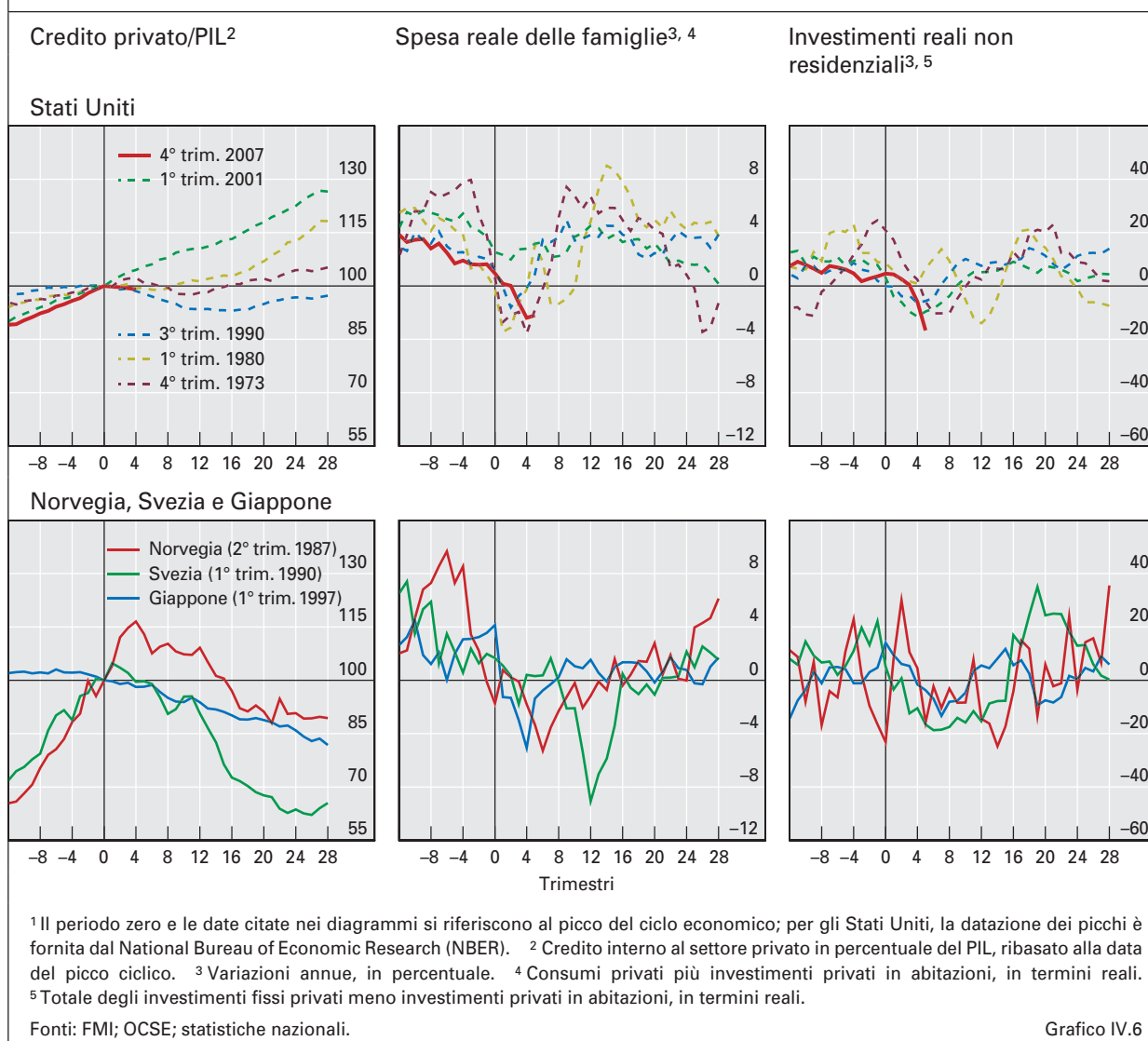
I passati cicli USA indicano un effetto prolungato su credito e spesa ...

Un utile raffronto è quello tra l'attuale ciclo creditizio negli Stati Uniti e quelli precedenti, pur in presenza di differenze quanto alle cause immediate. In particolare, la decelerazione del credito nei primi anni novanta fornisce un interessante termine di paragone (grafico IV.6). Benché le perdite dovute al deprezzamento degli immobili commerciali fossero state modeste, a partire dal terzo trimestre 1990 il credito privato reale diminuì per 14 trimestri consecutivi. Anche il rapporto credito/PIL calò in tale periodo. Lo stretto legame fra il ciclo del credito e quello della spesa delle famiglie era evidente, anche se la flessione del credito risultò più prolungata rispetto a quella della spesa. In aggiunta, durante l'episodio considerato gli investimenti non residenziali si indebolirono notevolmente.

... e lo stesso emerge dalle crisi bancarie dei paesi nordici ...

Un altro valido termine di confronto è rappresentato dalle crisi bancarie dei paesi nordici negli anni novanta. Anche in tali episodi le oscillazioni estreme dei prezzi degli immobili ebbero un ruolo cruciale. Le crisi provocarono nella regione una contrazione del rapporto credito/PIL che durò da cinque a sette anni, e furono seguite da un calo protratto della spesa. In Norvegia e Svezia

Andamenti del credito e della spesa in diversi cicli economici¹



la domanda delle famiglie e gli investimenti delle imprese si indebolirono entrambi ben prima che il ciclo produttivo raggiungesse il massimo e diminuirono per diversi anni dopo le crisi. Nondimeno, come discusso nel Capitolo VI, significative sono anche le differenze nella risoluzione delle crisi. Nel caso dei paesi nordici le autorità intervennero allorché l'attività creditizia ed economica si era già notevolmente deteriorata. Per contro, nell'episodio attuale gli interventi sono stati intrapresi in una fase precoce del ciclo creditizio ed economico, al fine di attenuarne la discesa.

In relazione agli attuali problemi del settore delle famiglie assume rilevanza anche l'esperienza giapponese degli anni novanta, che evidenzia l'interazione negativa fra crisi bancaria e forte accumulo di debito delle imprese. Il crollo dei prezzi delle attività in Giappone a fine anni ottanta accrebbe le perdite delle banche e indebolì considerevolmente i bilanci delle società non finanziarie, i cui livelli di indebitamento superavano il 150% del PIL nel 1990. Ciò portò a un prolungato periodo di riduzione del debito, tagli agli investimenti e debole domanda di credito. Con il netto calo del rapporto debito/PIL

... e da quella giapponese

del settore societario negli anni successivi, anche il rapporto credito/PIL si ridusse.

Fattori che hanno aggravato e propagato la recessione

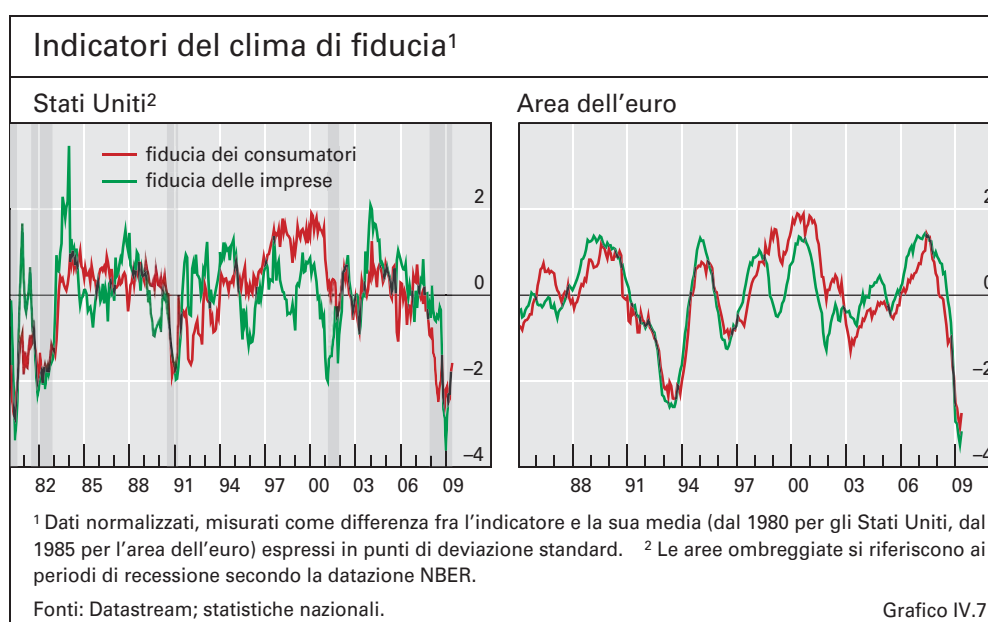
La recessione è aggravata dal netto calo dell'occupazione ...

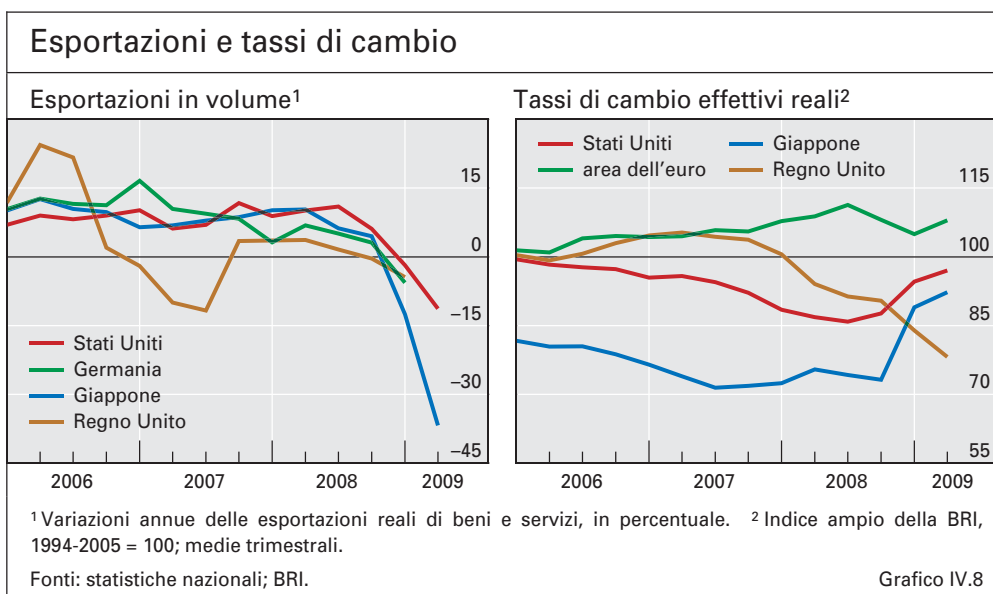
Gli aggiustamenti dei bilanci e dei mercati creditizi esercitano effetti duraturi sull'economia. Nell'attuale crisi, tuttavia, l'impatto a breve termine è stato accentuato da vari fattori ciclici. Uno di essi è la caduta dell'occupazione indotta dal crescente pericolo di fallimenti aziendali, che ha aumentato notevolmente l'incertezza finanziaria delle famiglie. Negli Stati Uniti, ad esempio, le ore lavorate totali sono state ridotte a un ritmo del 9% su base annua nel primo trimestre 2009, dopo un calo di analoga entità nel trimestre precedente, portando il tasso di disoccupazione al 9,4% nel maggio 2009. Sebbene nel confronto storico la fase discendente dell'attuale ciclo occupazionale USA appaia già alquanto accentuata, stando alle previsioni prevalenti di maggio il tasso di disoccupazione dovrebbe approssimarsi al 10% nel 2010. Nell'area dell'euro la crescita sostenuta dell'offerta di lavoro, unita alla debolezza della domanda, è stata all'origine dell'aumento costante del tasso di disoccupazione, che ha raggiunto il 9,2% nell'aprile 2009.

Nell'area dell'euro l'incertezza riguardo al posto di lavoro cui sono confrontate le famiglie potrebbe essere più persistente che negli Stati Uniti, dove il ciclo occupazionale è tendenzialmente più breve. Nelle recessioni degli anni ottanta e novanta, ad esempio, l'occupazione calò durante dodici e otto trimestri rispettivamente nell'area dell'euro, contro circa quattro trimestri negli Stati Uniti. L'occupazione in Giappone è rimasta debole dagli ultimi anni novanta. Il netto calo del rapporto tra offerte e domande di impieghi dall'inizio del 2009 fa ritenere che il calo dell'occupazione in questo paese si intensificherà ulteriormente.

... dal debole clima di fiducia ...

Un secondo e connesso fattore ciclico è il netto peggioramento del clima di fiducia dei consumatori e delle imprese (grafico IV.7). Rispetto ad





altre determinanti fondamentali dei consumi come reddito, ricchezza e tassi di interesse, in passato si tendeva ad attribuire alla fiducia un ruolo limitato quale determinante della spesa⁶. Tuttavia, se una minore fiducia riflette aspettative di un reddito futuro inferiore, essa può preannunciare uno spostamento verso il basso della spesa futura. Un rischio fondamentale è che i timori alla base della debolezza della fiducia si autorealizzino, deprimendo la spesa e l'occupazione e accrescendo l'incertezza circa il reddito.

Un terzo fattore ciclico è costituito dalla drastica contrazione del commercio internazionale (grafico IV.8), che ha contribuito al diffondersi e all'intensificarsi della recessione in diverse economie. Il crollo mondiale della domanda di manufatti ha interessato tutte le economie avanzate, ma soprattutto quelle con un elevato grado di dipendenza dall'esportazione di tali beni, come Germania e Giappone. Inoltre, poiché la Germania ha un ruolo cardine nella rete produttiva europea, le ripercussioni del calo delle sue esportazioni si sono avvertite al di là dei confini nazionali. Australia e Canada hanno sofferto della caduta dei prezzi delle materie prime, sebbene l'impatto negativo in Australia sia stato contenuto, non solo perché il paese è un importatore netto di petrolio ma anche perché la flessione dei prezzi agricoli è stata relativamente modesta.

Un quarto fattore attiene alle variazioni dei tassi di cambio. In particolare, il netto incremento del valore effettivo reale dello yen da fine 2008 ha contribuito a deprimere le esportazioni giapponesi. Per contro, il settore dei beni *tradable* nel Regno Unito ha beneficiato di una consistente riduzione del valore effettivo della sterlina. Anche le esportazioni dell'area dell'euro sono state favorite nel 2008 dal deprezzamento in termini reali della moneta unica, la quale tuttavia ha ripreso il suo andamento ascendente nel primo trimestre 2009. Negli Stati Uniti, invece, l'apprezzamento del dollaro durante la seconda metà del 2008 e il primo trimestre 2009 ha fatto sì che il tasso di cambio abbia

... e dalla caduta dell'interscambio

⁶ Per un'analisi recente, cfr. A. Al-Eyd, R. Barrell e P. Davis, "Consumer confidence indices and short-term forecasting of consumption", *The Manchester School*, vol. 77, n. 1, gennaio 2009, pagg. 96-111.

assunto nel complesso un ruolo più neutrale nel determinare l'evoluzione dell'interscambio durante lo scorso anno.

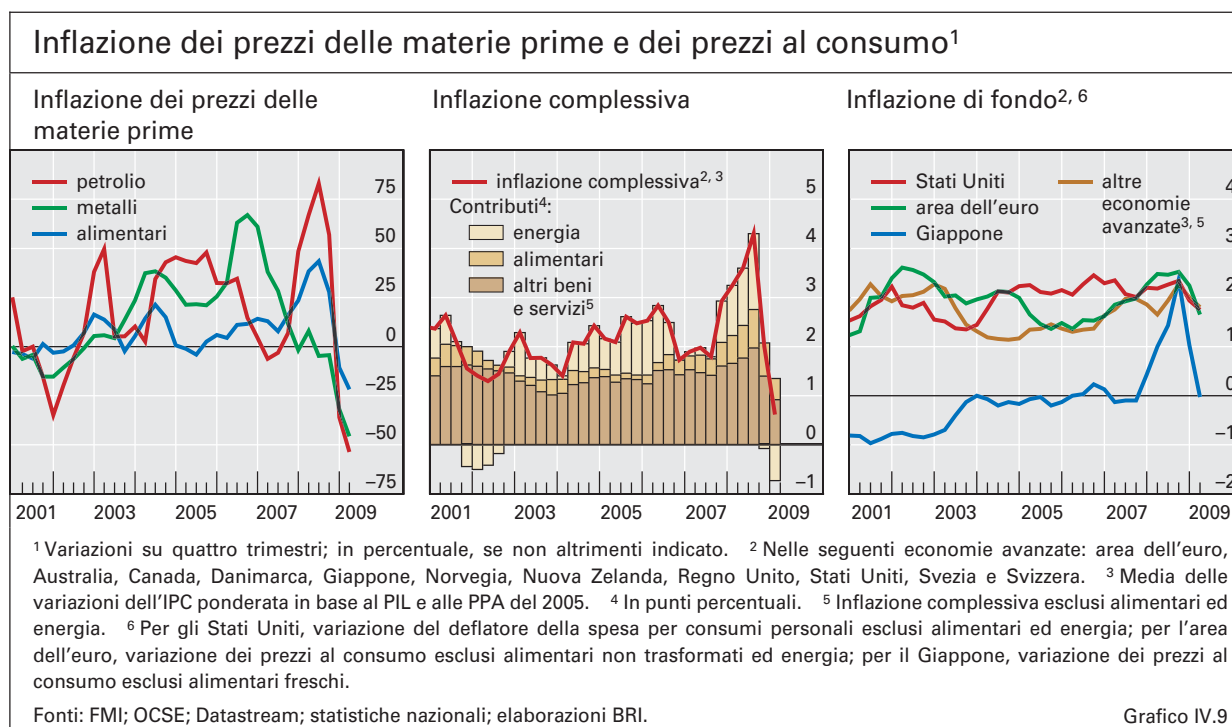
Andamento dell'inflazione nelle economie industriali

L'inflazione complessiva è rapidamente scesa negli ultimi mesi ...

Il rallentamento ciclico ha determinato un netto calo delle spinte inflazionistiche nelle economie industriali. I tassi di inflazione complessiva su base annua non sono soltanto diminuiti rapidamente da metà 2008 (grafico IV.9), ma nel primo trimestre 2009 erano addirittura divenuti negativi negli Stati Uniti e in Giappone, e in maggio risultavano scesi a zero nell'area dell'euro. Sebbene nelle condizioni attuali sia arduo formulare una valutazione delle prospettive di inflazione, la recente disinflazione ha destato presso diversi osservatori timori per i rischi di deflazione nel breve periodo.

... per effetto del calo dei corsi delle materie prime ...

Le attuali pressioni disinflazionistiche sono ascrivibili a due fattori principali. Uno è il calo del 55% dei corsi petroliferi tra metà 2008 e maggio 2009, che ha determinato una marcata flessione dei prezzi all'importazione in numerosi paesi importatori di greggio. A ciò si aggiungono le correzioni al ribasso delle previsioni sulla domanda mondiale di petrolio per il 2009. Nel maggio 2009 l'Agenzia internazionale per l'energia si attendeva una contrazione pari a 2,6 milioni di barili al giorno nel 2009 rispetto al 2008, la più forte riduzione annua dal 1981. I corsi dei metalli, che avevano cominciato a scendere nel 2007, hanno subito un rallentamento più accentuato nella seconda metà del 2008 e a inizio 2009. Anche i prezzi degli alimentari hanno registrato una flessione, benché meno drastica di quella dei corsi petroliferi, a causa della loro connessione relativamente debole con la crescita mondiale. L'indebolimento della domanda ha altresì dato luogo a un sostanziale ribasso dei noli.



L'impatto dell'attuale crisi sul prodotto potenziale

Le stime del prodotto potenziale e dell'*output gap* aiutano le autorità monetarie a valutare lo stato attuale dell'economia. Il prodotto potenziale è generalmente definito come il livello massimo di prodotto che un'economia può conseguire senza generare pressioni inflazionistiche ed è in larga misura determinato da fattori agenti dal lato dell'offerta, quali il progresso tecnologico, le tendenze demografiche e gli assetti istituzionali nei mercati del lavoro e finanziari. Tuttavia, esso non è osservabile e deve essere quindi stimato. Anche in tempi normali, tali stime sono soggette a notevoli incertezze in quanto può rivelarsi difficile individuare i cambiamenti intervenuti nei fattori strutturali. Inoltre, le revisioni frequenti e talvolta sostanziali dei dati sul PIL e sulle sue principali componenti riducono l'utilità delle stime ai fini della formulazione in tempo reale delle decisioni di politica economica. Ad esempio, le revisioni assolute del PIL USA sono state in media di entità notevole, con valori compresi fra 0,5 (prima revisione annua) e 1,3 punti percentuali (terza revisione). In corrispondenza di punti di svolta del ciclo esse tendono a essere decisamente più ampie, superando spesso i 2 punti percentuali.

Nella presente congiuntura un interrogativo fondamentale riguarda la misura in cui il prodotto potenziale potrebbe risentire della crisi finanziaria in atto. Vari fattori avranno probabilmente un impatto sul livello del prodotto potenziale, sul suo tasso di crescita o su entrambi. In primo luogo, la crisi potrebbe comportare gravi turbative nel processo di intermediazione creditizia negli anni a venire, riducendo la disponibilità di credito e innalzando i premi per il rischio. In secondo luogo, il prodotto potenziale potrebbe essere influenzato negativamente da un eventuale aumento della disoccupazione strutturale. La persistenza della crisi attuale implica che una quota non trascurabile di lavoratori potrebbe uscire in via permanente dalla forza di lavoro effettiva. È pertanto possibile che il tasso naturale di disoccupazione risulti molto più elevato in alcuni paesi a seguito della recessione mondiale, poiché in settori come quello automobilistico e dei servizi finanziari numerosi posti di lavoro potrebbero essere definitivamente scomparsi. Negli Stati Uniti i licenziamenti "permanenti", ossia di lavoratori che si prevede non potranno più riottenere lo stesso impiego, hanno raggiunto nel maggio 2009 il livello record del 52,9% dei disoccupati.

In terzo luogo, la crisi finanziaria potrebbe avere un impatto negativo sulla produttività totale dei fattori riducendo considerevolmente il finanziamento di attività di ricerca e sviluppo. In Giappone, ad esempio, si è riscontrato che tra il 1988 e il 1993 il rallentamento della produttività totale e la flessione da 44 a 40 della media di ore settimanali lavorate hanno determinato un cambiamento nell'inclinazione e nel livello della curva di crescita di stato stazionario (Hayashi e Prescott, 2002). Infine, la natura globale dell'attuale recessione e l'elevato grado di integrazione economica mondiale potrebbero acuire gli effetti della crisi sul prodotto potenziale. Stante il significativo incremento registrato dall'attività creditizia e di investimento a livello internazionale nello scorso decennio, una crisi finanziaria in un paese o una regione potrebbe avere ampie conseguenze negative in altre economie. Se i fattori di produzione non sono perfettamente mobili, la perdita di mercati di esportazione in alcuni paesi può, ad esempio, rendere ridondante per lunghi periodi una quota significativa dello stock di capitale e delle forze di lavoro, determinando un calo del prodotto potenziale.

L'evidenza basata sulle crisi del passato fornisce alcune utili indicazioni circa i probabili effetti dell'episodio attuale sul prodotto potenziale. In uno studio sull'andamento del prodotto in 190 paesi, Cerra e Saxena (2008) hanno riscontrato flessioni del prodotto effettivo ampie e persistenti in connessione con le crisi finanziarie, individuando in particolare una diminuzione del 7,5% del prodotto rispetto al valore di *trend* per un periodo di dieci anni nel caso di una crisi bancaria. Utilizzando la stessa metodologia e i dati di 30 paesi OCSE dal 1960 al 2007, Furceri e Mourougane (2009) hanno accertato che, in media, una crisi finanziaria può comportare un calo del prodotto potenziale dall'1,5% (misure OCSE basate sulle funzioni di produzione) al 2,1% (misure basate sul filtro di Hodrick-Prescott) nell'arco di cinque anni. Nel caso di episodi più gravi (Spagna nel 1977, Norvegia nel 1987, Finlandia e Svezia nel 1991 e Giappone nel 1992) l'impatto negativo stimato risultava assai maggiore (3,8%).

Taluni studi empirici evidenziano anche un notevole impatto negativo delle crisi finanziarie sul tasso di crescita del prodotto potenziale. Ad esempio, Haugh et al. (2009), esaminando sei grandi crisi bancarie (Spagna nel 1982, Stati Uniti negli anni ottanta, Finlandia, Norvegia e Svezia nel 1991 e Giappone nel 1997), rilevano come in occasione di recessioni collegate a crisi bancarie gravi le perdite di prodotto effettivo siano state molto maggiori. Raffrontando i quinquenni precedenti e successivi all'inizio di una crisi bancaria, essi constatano che la crescita del prodotto potenziale era diminuita rispettivamente di 0,9, 0,5, 0,4 e 0,3 punti percentuali in Norvegia, Finlandia, Giappone e Svezia.

L'impatto della crisi attuale sul prodotto potenziale dipenderà in larga misura dalla tempestività e dall'efficacia delle misure adottate dai governi nel ripristinare l'intermediazione nei mercati creditizi, minimizzandone al tempo stesso i possibili effetti distorsivi. Anche gli interventi volti a salvaguardare la flessibilità nel mercato del lavoro e a promuovere la crescita della produttività a lungo termine potrebbero svolgere un ruolo significativo a sostegno del prodotto potenziale.

Riferimenti bibliografici

V. Cerra e S. Saxena (2008): "Growth dynamics: the myth of economic recovery", *American Economic Review*, vol. 98, n. 1, marzo, pagg. 439-457.

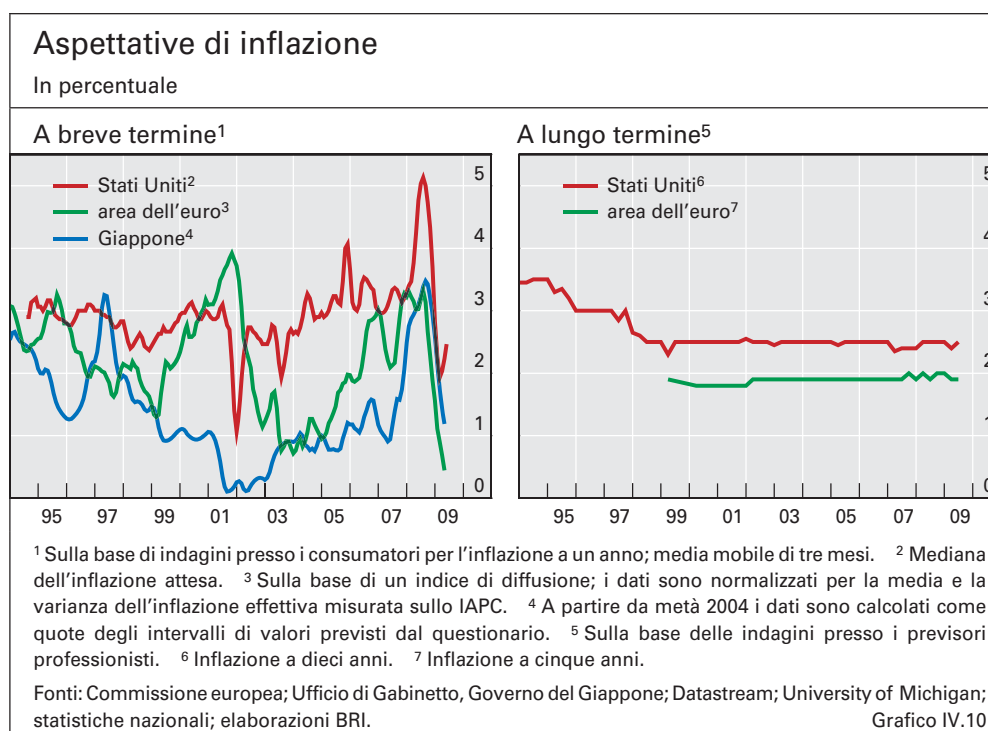
D. Furceri e A. Mourougane (2009): "The effect of financial crises on potential output: new empirical evidence from OECD countries", *OECD Economics Department Working Papers*, n. 699, maggio.

D. Haugh, P. Ollivaud e D. Turner (2009): "The macroeconomic consequences of banking crises in OECD countries", *OECD Economics Department Working Papers*, n. 683, marzo.

F. Hayashi ed E. Prescott (2002): "The 1990s in Japan: a lost decade", *Review of Economic Dynamics*, vol. 5, n. 1, gennaio, pagg. 206-235.

... e del pronunciato sottoimpiego di capacità

Il secondo fattore è il notevole sottoimpiego di capacità che ha accentuato le spinte verso il basso sui prezzi. Il grado di utilizzo della capacità produttiva nel settore manifatturiero è calato particolarmente nelle principali economie avanzate. Pur essendo soggette a notevoli incertezze, le previsioni sull'*output gap* e sull'*unemployment gap* indicano che il livello di sottoimpiego dovrebbe rimanere elevato nel 2009 e nel 2010. L'inflazione di fondo è scesa in misura marcata in Giappone dagli inizi del 2009, ma è risultata relativamente più stabile negli Stati Uniti e nell'area dell'euro fino ad aprile (grafico IV.9). Vi è il rischio che il carattere insolitamente sincrono della recessione, insieme a un possibile forte aumento del risparmio delle famiglie, possa accentuare le pressioni disinflazionistiche nel corso del prossimo anno.



Nondimeno, le incertezze circa le prospettive di inflazione sono notevoli. In primo luogo, non è ancora chiaro quando né quanto le recenti misure di stimolo influiranno sulla spesa. Gli andamenti osservati dagli inizi del 2009 hanno in parte ridimensionato i rischi al ribasso per le previsioni di crescita. Inoltre, non sono disponibili stime affidabili sull'impatto macroeconomico degli interventi non convenzionali di politica monetaria attuati di recente su larga scala dalle banche centrali.

Le prospettive per l'inflazione sono incerte

In secondo luogo, è possibile che il prodotto potenziale sia stato significativamente ridotto dalle turbative del sistema di intermediazione creditizia, dalla flessione di interscambio e di investimenti, e dal possibile incremento dei tassi di disoccupazione strutturale in connessione con la crisi finanziaria (cfr. il riquadro). In tal caso l'*output gap* potrebbe essere meno negativo di quanto indicherebbero le tendenze in atto, e le pressioni disinflazionistiche risultare sovrastimate. Ad esempio, dopo lo shock petrolifero dei primi anni settanta l'impatto avverso del rincaro del petrolio sul prodotto potenziale potrebbe essere stato senz'altro sottostimato nelle economie avanzate, causando una sottovalutazione delle spinte inflazionistiche.

In terzo luogo, le recenti dinamiche salariali non sono indicative di una spirale discendente salari-prezzi, almeno nei paesi del G3. Nel quarto trimestre 2008 il costo del lavoro per unità di prodotto, ad esempio, è aumentato su base annua del 4,8% nell'area dell'euro. Anche negli Stati Uniti tale costo ha mostrato nel 2009 la tendenza a crescere a un ritmo più rapido (2,2% nel primo trimestre 2009, a fronte dell'1,6% nel trimestre precedente). L'aumento del costo unitario del lavoro potrebbe rispecchiare in parte un rallentamento ciclico della produttività e l'adeguamento ritardato dell'occupazione al calo del prodotto, ma è anche probabilmente imputabile al diverso grado di flessibilità salariale. Nelle economie dell'area dell'euro, ad esempio, la capacità delle imprese di ridurre il costo del lavoro potrebbe essere limitata da una certa rigidità verso il basso delle retribuzioni nominali.

Il costo del lavoro è ancora in aumento

Siffatte incertezze evidenziano il ruolo chiave delle aspettative inflazionistiche. Le attese a breve termine delle famiglie nelle economie del G3 sono calate sensibilmente da metà 2008, ma quelle a lungo termine sono rimaste relativamente stabili (grafico IV.10). Il rischio è che un ulteriore forte abbassamento delle aspettative a breve, unito a dubbi sulla capacità delle politiche di contrastare la recessione, possa indurre le famiglie a posticipare la spesa, determinando un calo del tasso di inflazione più consistente del previsto o persino un periodo prolungato di discesa dei prezzi. Tuttavia, se gli operatori fondano le proprie decisioni di spesa sulle aspettative a lungo termine, il rischio di deflazione sarà considerevolmente minore. Esiste inoltre il pericolo di un aumento delle attese di inflazione a lungo termine qualora fra gli operatori privati si diffonda la convinzione che l'onere del debito pubblico non sarà gestibile senza una più alta inflazione che eroda il valore del debito stesso⁷.

Molto dipende dalle aspettative inflazionistiche

⁷ Cfr. H. Hannoun, "Long-term sustainability versus short-term stimulus: is there a trade-off?", discorso pronunciato in occasione della 44^a conferenza dei Governatori delle banche centrali del Sud-Est asiatico (SEACEN), Kuala Lumpur, 7 febbraio 2009.

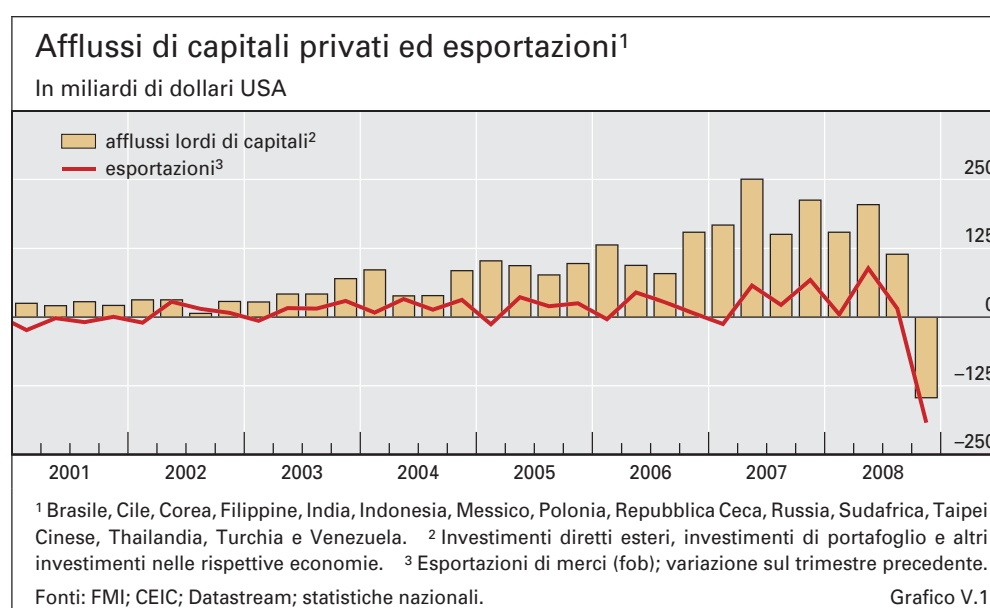
Sintesi

La crisi finanziaria mondiale ha provocato una recessione senza precedenti, accentuata da un rapido calo nei volumi degli scambi commerciali, da gravi tagli occupazionali e da una massiccia perdita di fiducia. L'intensità e la durata della contrazione ciclica restano incerte. Nei paesi industriali vi sono indicazioni secondo cui il rapido decremento della spesa osservato dal quarto trimestre 2008 ha cominciato a rallentare. Tuttavia, una ripresa robusta e duratura in tali paesi potrebbe risultare difficile, dati gli sforzi di famiglie e imprese finanziarie per riequilibrare i propri bilanci. Nondimeno, le consistenti misure di stimolo fiscale e l'eccezionale allentamento monetario in diversi paesi dovrebbero contribuire ad arrestare la recessione. Il compito dei responsabili delle politiche nel breve periodo sarà quello di assicurare una ripresa duratura. Nel medio periodo esso consisterà invece nell'assicurare che le politiche vengano adeguatamente corrette, in modo da preservare la stabilità delle aspettative inflazionistiche a lungo termine.

V. Le ripercussioni sulle economie emergenti

La crisi finanziaria ed economica ha investito in pieno le economie di mercato emergenti (EME) nell'ultimo trimestre 2008. Al fallimento di Lehman Brothers in settembre è seguito un calo senza precedenti della domanda di esportazioni, che ha coinciso con una significativa inversione di flusso dei prestiti bancari e degli investimenti di portafoglio internazionali. In molti paesi i tassi di cambio si sono deprezzati, i corsi azionari hanno segnato ribassi e il costo del finanziamento esterno è aumentato bruscamente. L'andamento depresso della spesa per consumi e investimenti nelle economie avanzate ha causato una caduta della domanda di esportazioni delle EME, che ha amplificato l'inversione dei flussi di capitali. Si è così concluso un periodo prolungato di crescita trainata dalle esportazioni e sorretta dagli afflussi di capitali (grafico V.1).

Il presente capitolo analizza questi eventi definendo dapprima il contesto determinato dal periodo antecedente la crisi, in cui il rapporto esportazioni/PIL era aumentato e gli investimenti, finanziati in misura significativa dagli afflussi di capitali esteri, si erano riorientati verso il settore dei beni *tradable*. In alcune importanti EME, e in particolare in Cina, tale andamento si era accompagnato a un risparmio molto elevato, superiore agli investimenti, dando luogo ad ampi avanzi di conto corrente e all'accumulo di riserve. In altri paesi, soprattutto nell'Europa centrale e orientale (ECO), si sono invece registrati ingenti disavanzi correnti malgrado la rapida crescita delle esportazioni. Il capitolo considera poi alcune caratteristiche della recente contrazione economica nelle EME e le difficoltà incontrate nello stimolare la domanda interna. Successivamente,



avvalendosi delle statistiche BRI, passa a esaminare la brusca inversione degli afflussi di capitali ed evidenzia le nuove vulnerabilità conseguenti al fatto che nelle EME il finanziamento esterno del settore privato è rimasto elevato anche dopo il calo di quello del settore pubblico. Infine, il capitolo individua due elementi che hanno sostenuto l'attività economica delle EME dall'inizio della crisi, ossia la liquidità in valuta estera e la tenuta del credito interno.

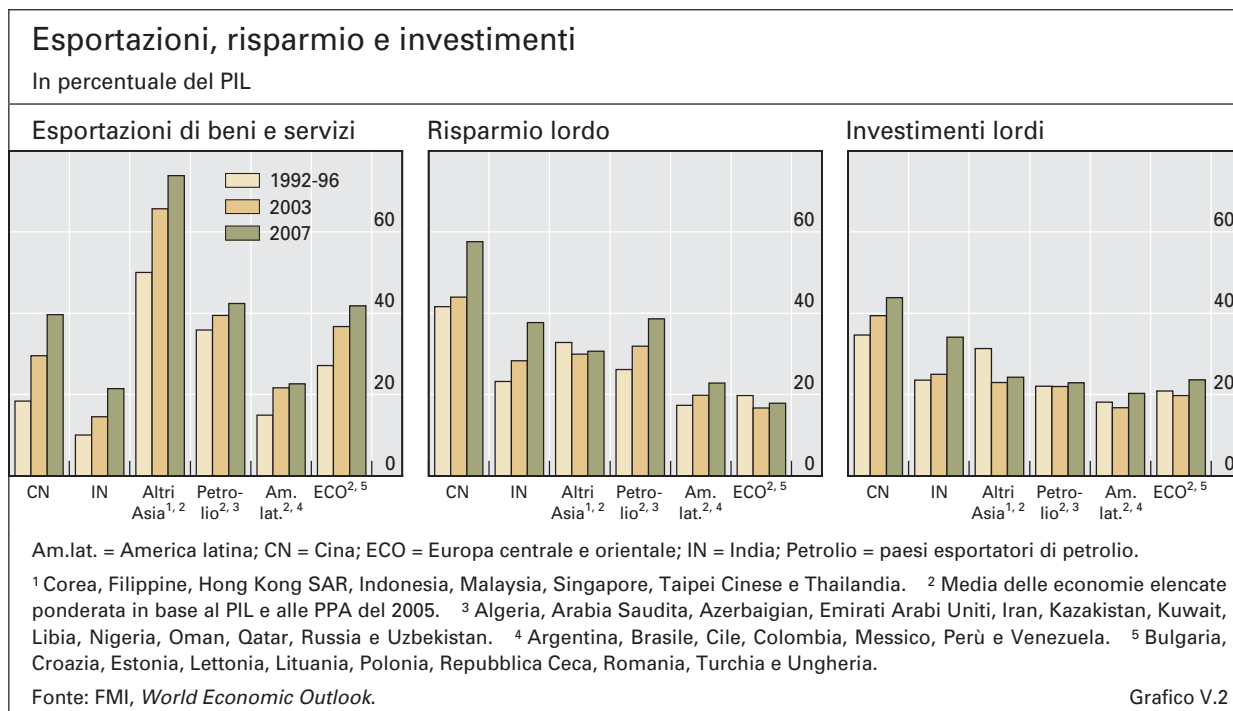
Prima della crisi

Prima dell'inizio della crisi la crescita delle economie emergenti è stata molto vigorosa ma, per certi aspetti, la sua struttura recava già in sé le premesse del recente rallentamento. Tra il 2003 e la metà del 2008 gran parte delle economie emergenti ha registrato una robusta espansione trainata dalle esportazioni, che si accompagnava a un aumento del risparmio lordo e richiamava ingenti afflussi di capitali. Le riserve valutarie si sono accumulate su scala senza precedenti e l'integrazione economica e finanziaria con le economie avanzate è proceduta a ritmo sostenuto, divenendo al tempo stesso più complessa. In particolare, l'integrazione mondiale della catena produttiva ha reso molte EME più dipendenti dalle esportazioni rispetto a un decennio prima. Inoltre, il settore finanziario delle EME si è maggiormente integrato con quello delle economie avanzate, ed è cresciuto il suo grado di dipendenza da quest'ultimo come fonte di opportunità di investimento o, in alcuni casi, di finanziamento esterno.

Crescita robusta ma squilibrata

Nell'insieme dei mercati emergenti la crescita reale del PIL è salita da una media annua del 6,0% nel 1992-96, periodo precedente la crisi asiatica, al 7,4% nel 2003-07. Gran parte di questa accelerazione è dovuta ai guadagni di

Aumenta l'importanza delle esportazioni



efficienza produttiva, a loro volta frutto della maggiore concorrenza e delle acquisizioni tecnologiche connesse con le crescenti esportazioni. In particolare, nel 2007 il rapporto esportazioni/PIL di Cina e India superava di ben il 100% la media del 1992-96 (grafico V.2, diagramma di sinistra), mentre nelle altre EME dell'Asia è salito a circa il 75% (partendo da livelli già elevati) e nei paesi dell'ECO a oltre il 40%.

La crescente importanza delle esportazioni ha modificato in modo significativo la struttura degli investimenti fissi. Tra il 2003 e il 2007 la quota dei settori *tradable* (agricolo, estrattivo e manifatturiero) sul totale degli investimenti fissi lordi è mediamente aumentata di 3,2 punti percentuali (al 39%) in Brasile, Cina, Corea, India e Polonia. A titolo di confronto, nella prima metà degli anni novanta tale quota si approssimava al 28% in Cina (rispetto al 36% del 2003-07) e al 19% in Brasile (rispetto al 56% del 2003-06).

Mentre aumentava notevolmente la loro importanza nell'interscambio mondiale, le EME sono diventate anche una fonte primaria del risparmio su scala globale (Capitolo IV). In termini lordi, il loro contributo è salito dal 25% nel 1992-96, al 30% nel 2003 e al 40% nel 2007. A confronto, la quota delle EME sul PIL mondiale è aumentata meno rapidamente, dal 21% del 1992-96 al 31% del 2007.

La configurazione risparmio/investimento nel periodo 2003-07 presenta notevoli differenze da una regione emergente all'altra. In Cina nel 2007 l'incidenza sul PIL del risparmio lordo (58%) era di gran lunga superiore a quella degli investimenti lordi, che pure risultava tra le più elevate al mondo (44%; grafico V.2). Le imprese hanno trattenuto una parte crescente degli utili al netto delle imposte, mentre le famiglie hanno accresciuto il risparmio, in parte a titolo precauzionale di fronte al ridursi della protezione sociale. Anche in India il saggio di risparmio si è sensibilmente incrementato, ma la sua crescita è stata più che controbilanciata da quella del tasso di investimento. Nelle altre economie emergenti dell'Asia i saggi di risparmio e di investimento sono aumentati in misura solo modesta tra il 2003 e il 2007, rimanendo entrambi al disotto dei livelli precedenti la crisi asiatica (grafico V.2).

Per contro, nell'ECO (come pure in Sudafrica) gli investimenti lordi sono stati ampiamente superiori al risparmio lordo, determinando disavanzi correnti pari al 5-7% del PIL per l'insieme della regione. Tali disavanzi sono stati finanziati da afflussi di capitali privati relativamente ingenti. In questo senso, l'ECO si trovava in una situazione simile a quella dell'Asia emergente prima della crisi del 1997. Un'altra analogia consisteva nel diffuso ricorso a prestiti in valuta estera da parte di mutuatari che non disponevano di entrate in valuta. Tuttavia, vi erano altresì alcune importanti differenze fra le due aree. In particolare, i paesi dell'ECO avevano aperto i rispettivi sistemi bancari alla proprietà estera e, in quanto Stati membri dell'Unione europea (UE) o candidati all'adesione, avevano allineato i propri assetti istituzionali, giuridici e di *governance* a quelli dell'UE. Essi si sono quindi trovati ad affrontare la crisi con un quadro normativo, regolamentare e di vigilanza più solido di quello delle economie asiatiche emergenti nel 1997.

Infine, di pari passo con l'accresciuto ruolo delle EME nel commercio e nel risparmio mondiale, i settori finanziari di queste economie si sono

Cresce la quota delle EME sul risparmio lordo mondiale ...

... pur con grandi differenze tra regioni

Ingenti afflussi e deflussi di capitali

rapidamente integrati con quelli delle economie avanzate. Nel periodo precedente la crisi erano fortemente aumentati sia la quota di investimenti privati di portafoglio all'estero sulle attività totali delle EME, sia i crediti ottenuti da banche dei paesi avanzati. Gli afflussi lordi di capitali privati in rapporto al PIL aggregato delle EME sono pertanto saliti dal 4 al 10,7% tra il 2003 e il 2007 (tabella V.1), laddove fra il 1992 e il 1996 erano aumentati dal 4,7 al 5,7%. Allo stesso tempo le imprese di Brasile, Cina, Corea, India, Russia e diversi altri paesi emergenti hanno effettuato importanti investimenti diretti in molte economie avanzate e in via di sviluppo. Inoltre la Cina, i paesi esportatori di petrolio e alcune altre EME hanno collocato parte delle riserve ufficiali (anche attraverso veicoli di investimento come i fondi sovrani) in titoli obbligazionari e azionari delle economie avanzate. Tra il 2003 e il 2007 i deflussi lordi di capitali privati dalle EME sono saliti dal 2,3 al 7,3% del PIL (tabella V.1), rispetto a una crescita dall'1,5 al 2,5% fra il 1992 e il 1996.

Gli ingenti afflussi di capitali, assieme agli ampi avanzi correnti, hanno originato forti spinte al rialzo sulle divise di molte EME. Fino a circa il 2007 i timori di un apprezzamento avevano indotto le autorità a effettuare interventi sostanziali e protratti nei mercati dei cambi, determinando una crescita vigorosa delle riserve in valuta. Nelle principali EME questa crescita è passata da \$0,3 trilioni nel 2003 alla cifra senza precedenti di oltre \$1 trilione nel 2007, ma è poi notevolmente diminuita, scendendo nel 2008 a \$0,4 trilioni (riconducibili perlopiù alla Cina). Tuttavia, come si dirà più avanti, in diverse EME le riserve valutarie, dopo il massimo toccato nel 2008, si sono bruscamente ridotte. A gennaio 2009 esse ammontavano per l'insieme delle EME a oltre \$4,3 trilioni.

Fino alla prima metà del 2008 il massiccio accumulo di riserve si è accompagnato a un aumento della liquidità, compensato in misura variabile

Accumulo di riserve valutarie

Aumenta la liquidità interna

Flussi lordi di capitali privati da e verso i mercati emergenti ¹					
In percentuale del PIL totale					
	Media annua		2003	2007	2008
	1992-96	2003-07			
Afflussi totali	5,1	6,6	3,9	10,7	3,5
Investimenti diretti	1,6	2,7	1,9	3,4	3,3
Investimenti di portafoglio	2,9	1,8	1,1	2,6	-0,3
Altri investimenti	0,6	2,0	1,0	4,8	0,5
Deflussi totali	2,0	4,8	2,3	7,3	3,7
Investimenti diretti	0,3	0,9	0,3	1,5	1,2
Investimenti di portafoglio	1,2	2,0	1,0	2,6	0,8
Altri investimenti	0,6	1,8	1,1	3,2	1,7
<i>Per memoria:</i>					
<i>saldo corrente</i>	-1,7	3,9	2,3	4,6	4,4
<i>variazione nelle riserve²</i>	-1,2	-5,5	-3,9	-7,8	-4,3

¹ Algeria, Arabia Saudita, Argentina, Azerbaigian, Brasile, Bulgaria, Cile, Cina, Colombia, Corea, Croazia, Emirati Arabi Uniti, Estonia, Filippine, India, Indonesia, Iran, Kazakistan, Kuwait, Lettonia, Libia, Lituania, Malaysia, Messico, Nigeria, Oman, Perù, Polonia, Qatar, Repubblica Ceca, Romania, Russia, Sudafrica, Thailandia, Turchia, Ungheria e Venezuela. ² Un valore negativo indica un incremento.

Fonte: FMI, *World Economic Outlook*. Tabella V.1

da operazioni di sterilizzazione o dalla vendita al pubblico di titoli di Stato. Nel complesso, le condizioni monetarie si sono sensibilmente allentate, come attestano i bassi tassi di interesse reali e la rapida espansione del credito bancario al settore privato. In Asia e America latina i tassi reali sono scesi tra il 2001 e il 2005 a livelli pari o inferiori allo zero, benché siano poi tornati a crescere. Nel 2006 e 2007 l'espansione media annua del credito bancario interno al settore privato è risultata superiore al 23% nell'insieme delle EME e particolarmente elevata in America latina (oltre il 30%), nell'ECO (24%) e in Russia (quasi il 50%). Pur essendo successivamente calata in misura significativa, a fine 2008 essa restava prossima o superiore al 20% in America latina, India, Indonesia, ECO e Russia. Un fattore alla base dell'aumento della liquidità è stato il basso livello dei tassi di interesse nelle economie avanzate. In particolare, nel 2007 e 2008 molte EME si sono mostrate riluttanti a innalzare i tassi ufficiali nonostante l'aumento dell'inflazione, nel timore che ciò potesse attirare maggiori capitali dall'estero e accentuare così le pressioni all'apprezzamento delle rispettive monete.

Grave shock per l'economia reale

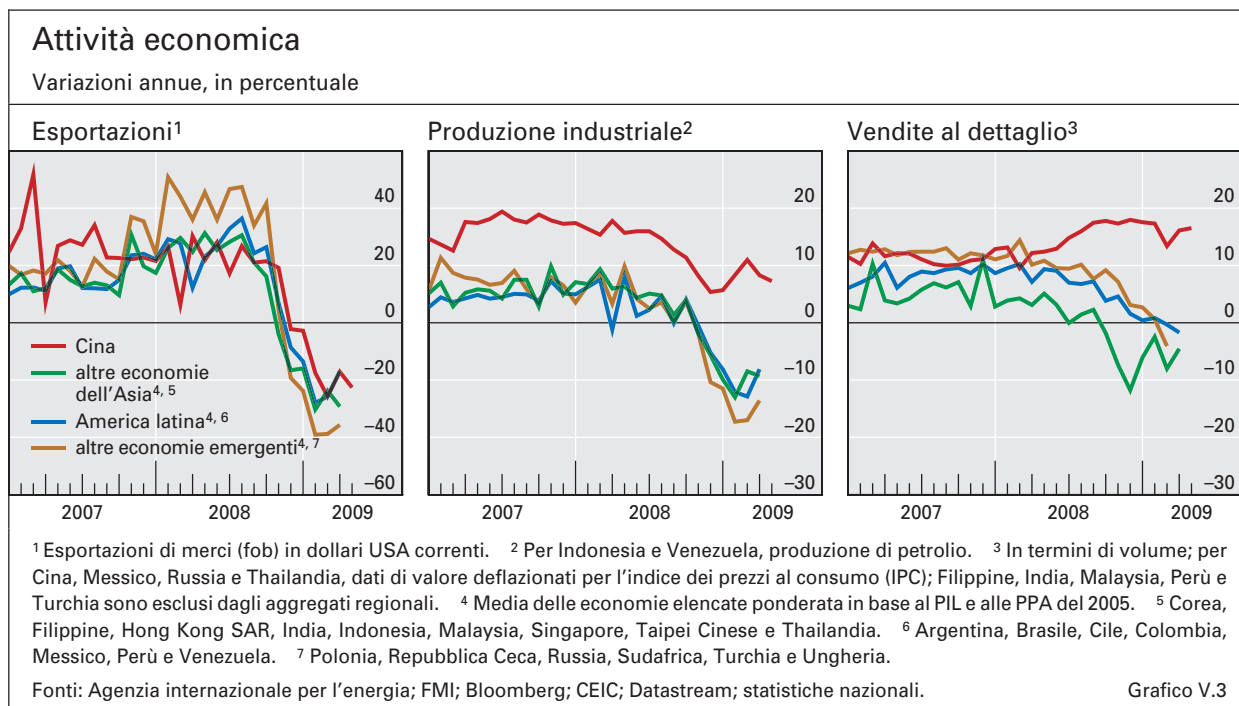
In parte schermate da posizioni finanziarie relativamente robuste, comprese ampie riserve valutarie (si veda oltre), le EME non hanno subito in genere gravi contraccolpi dalla crisi finanziaria mondiale tra agosto 2007 e metà 2008. In seguito, tuttavia, esse hanno risentito in misura crescente di due andamenti sfavorevoli dell'economia reale: la caduta della domanda di beni di consumo durevoli proveniente dai paesi industriali e il forte calo dei prezzi delle materie prime.

Contrazione dell'attività economica

Il crollo della crescita nei paesi avanzati ha provocato una brusca contrazione dell'attività economica nelle EME nel quarto trimestre 2008, con cali a due cifre delle esportazioni e della produzione industriale e un marcato rallentamento delle vendite al dettaglio (grafico V.3). La caduta sincrona delle esportazioni si è intensificata nel primo trimestre 2009, quando una serie di importanti EME ha registrato una flessione media di circa il 25% sull'anno precedente. In alcuni paesi esportatori di materie prime, in particolare Cile e Russia, le esportazioni sono diminuite di oltre il 40% nello stesso trimestre.

La contrazione della spesa per beni di consumo durevoli nei paesi avanzati nella seconda metà del 2008 (Capitolo IV) ha notevolmente ridotto le esportazioni di autoveicoli e tecnologia informatica delle EME. Il settore automobilistico, cui è riferibile una quota rilevante del PIL di diverse economie emergenti (3% in Turchia, 6% in Messico, 8% in Corea e Thailandia e oltre il 10% nell'Europa centrale), ha subito una rapida flessione delle vendite all'estero (pari ad esempio al 45% in Messico nel febbraio 2009 e al 54% in Turchia nel primo trimestre 2009). Il settore informatico, particolarmente importante per l'Est asiatico, era stato all'origine di gran parte del rallentamento osservato in questa regione durante la recessione statunitense del 2001. Nell'attuale fase contrattiva, il rapporto fra scorte e vendite di beni elettronici è aumentato

Cala la domanda di
beni di consumo
durevoli ...



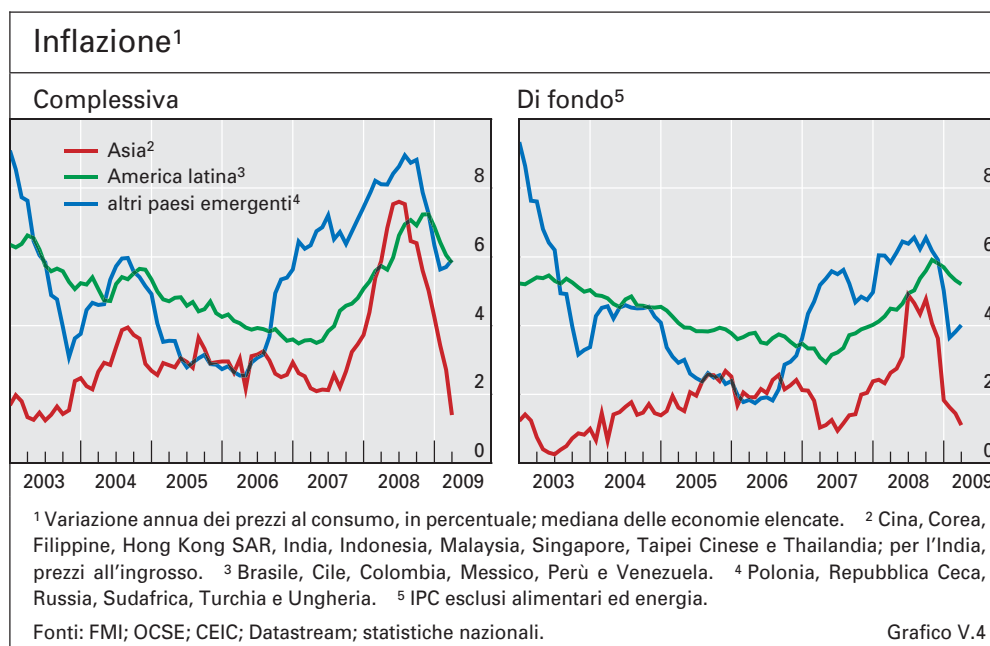
nettamente nell'Est asiatico, e sono diminuite sia le esportazioni sia la produzione. In Corea, ad esempio, le esportazioni del settore informatico sono calate per sei mesi consecutivi (con una flessione di circa il 27% sull'anno precedente nel marzo 2009) e il rapporto scorte/vendite è salito dal 104% del settembre 2008 a un picco del 129% in dicembre, per poi scendere al 93% in febbraio.

Per quanto concerne le materie prime, con l'indebolimento della crescita mondiale i prezzi sono diminuiti sensibilmente. Tra luglio 2008 e marzo 2009 le quotazioni del petrolio sono scese del 65% e quelle delle materie prime non petrolifere del 34%. Ciò ha avvantaggiato gli importatori, accrescendo il reddito disponibile e riducendo i costi. Gli esportatori di prodotti di base hanno invece subito un calo dei redditi, con effetti negativi sulla domanda e la crescita. Ad esempio, in America latina le materie prime rappresentano più del 40% delle esportazioni totali (oltre il 20% in Messico). Secondo stime recenti dell'FMI, la flessione del 30% dei prezzi delle materie prime tra luglio e dicembre 2008 potrebbe ridurre di oltre 2 punti percentuali la crescita in tale regione. I recenti rialzi (di circa il 19% rispetto al minimo di dicembre) potrebbero tuttavia contribuire a moderare eventuali nuovi cali della crescita.

Il crollo dei corsi delle materie prime e il maggiore sottoimpiego di capacità riconducibile al forte rallentamento economico hanno ridotto l'elevato tasso di inflazione delle EME, che secondo le previsioni dovrebbe scendere dal 6,0% del 2008 a meno del 5% nel 2009. L'inflazione sia complessiva sia di fondo è diminuita bruscamente in Asia (grafico V.4), e negli ultimi mesi la componente di base ha mostrato tendenze deflative in Cina e Thailandia. In Cina la perdita di mercati esteri di esportazione ha determinato eccedenze di capacità che hanno intensificato le pressioni al ribasso sui prezzi. Per contro, fino agli inizi del 2009 in America latina e in Russia l'inflazione si è mostrata più persistente.

... e scendono i prezzi delle materie prime

L'inflazione regredisce



In alcuni paesi (quali il Messico e la Russia) i timori per l'inflazione sono stati accentuati dal deprezzamento del cambio, ponendo un dilemma per la politica monetaria.

Prospettive per la ripresa

L'esperienza del XX secolo mostra che per una robusta ripresa economica su scala mondiale sarà necessaria un'espansione del commercio. La dinamica delle esportazioni ha infatti svolto un ruolo importante nelle fasi di recupero successive alle crisi dei mercati emergenti negli anni novanta e l'analisi economica indica che un aumento dell'interscambio stimola la crescita nel medio periodo¹. Nelle circostanze attuali, tuttavia, la forte dipendenza delle EME dalla domanda estera potrebbe ritardare la ripresa. Una ragione risiede nella gravità senza precedenti del declino delle importazioni delle economie avanzate. Ad esempio, si prevede che nel 2009 le importazioni statunitensi si riducano a un tasso a due cifre (contro il 3% osservato nella recessione del 2001). Proiezioni analoghe sono state formulate per l'area dell'euro e il Giappone. Un'altra ragione è che l'indebitamento nelle economie avanzate, che aveva sorretto le importazioni dalle EME in passato, si è rivelato insostenibile. In futuro è possibile che un aumento delle importazioni dei paesi sviluppati debba andare di pari passo con un aumento delle esportazioni verso le EME. Più in generale, la riduzione della leva finanziaria e la correzione degli squilibri correnti su scala internazionale rendono necessario un incremento del risparmio o una riduzione della spesa per investimenti in alcune economie avanzate, e andamenti opposti in alcune EME. Aggiustamenti di questo tipo potrebbero richiedere tempo.

¹ Cfr. J. Frankel e D. Romer, "Does trade cause growth?", *American Economic Review*, vol. 89, n. 3, giugno 1999, pagg. 379-399.

La dipendenza dalle esportazioni potrebbe ritardare la ripresa

Le prospettive di ripresa per le EME dipendono in larga parte anche dalla misura in cui la resilienza della domanda interna è sufficiente a compensare il rallentamento di quella delle economie avanzate. Come già osservato nella Relazione annuale dello scorso anno (Capitolo III), al riguardo si pongono diversi problemi. Nonostante la robusta crescita e gli sforzi di alcune EME per promuovere i consumi o gli investimenti reali, la loro quota sul PIL non è generalmente aumentata in questo decennio. Nell'attuale fase contrattiva la capacità di fornire sostegno alla spesa per consumi e investimenti dipenderà in parte dal margine di manovra disponibile per adottare politiche monetarie e fiscali anticicliche (Capitolo VI), che in molte economie emergenti appare alquanto ridotto. Inoltre, le minori esportazioni tenderanno a comprimere la spesa per investimenti e consumi, in quanto riducono i profitti e i redditi prospettici. Finora le EME hanno registrato un sensibile calo degli indicatori del clima di fiducia dei consumatori e delle imprese e, nella maggior parte dei casi, una diminuzione delle vendite al dettaglio.

Limitata capacità di espansione della domanda interna

Il successo che la Cina pare avere ottenuto nello stimolare la domanda interna mediante incentivi fiscali e la rapida espansione del credito interno potrebbe contribuire a sorreggere la domanda di esportazioni in altri paesi. Nel corso dell'attuale decennio la Cina si è affermata come *hub* manifatturiero mondiale, accrescendo notevolmente le importazioni dalle altre EME di beni intermedi e strumentali necessari alla produzione di beni finiti da esportare. Tuttavia, la domanda di tali importazioni si è ridotta allorché è calata la domanda di esportazioni cinesi da parte delle economie avanzate. Ciò ha colpito particolarmente le altre EME asiatiche, che dirigevano in media il 20% delle loro esportazioni verso la Cina. La possibilità che quest'ultima compensi il calo della domanda estera accrescendo le importazioni per consumi interni sembra limitata. Da un lato, si prevede che in risposta alle significative azioni di stimolo, la crescita cinese resti relativamente elevata nel 2009. Benché i proventi delle esportazioni abbiano subito un drastico ridimensionamento, la produzione industriale ha continuato a crescere, le vendite al dettaglio hanno evidenziato una dinamica robusta (grafico V.3) e l'espansione del credito ha accelerato. Dall'altro lato, alcuni studi mostrano che in Cina la propensione alle importazioni per soddisfare la domanda interna è bassa. In effetti, le importazioni cinesi non destinate alla produzione di beni di esportazione sono diminuite bruscamente nell'ultimo trimestre 2008 e non hanno ad oggi dato segnali di recupero.

Quale ruolo per la Cina?

Guardando al futuro, le prospettive per le EME sono assai incerte. Le previsioni prevalenti per la crescita del PIL nel 2009 sono negative per gran parte delle maggiori EME, a eccezione di Cina e India. Il ritorno a una crescita positiva nella maggioranza di queste economie è previsto soltanto per il 2010. Tuttavia, in alcuni casi sono già emersi i primi segnali di ripresa, fra cui un aumento sia delle esportazioni cinesi verso l'Unione europea e gli Stati Uniti nel marzo 2009 sia delle importazioni della Cina da Taipei Cinese e Corea nel febbraio e marzo dello stesso anno. Questo incremento dell'interscambio ha compensato i cali osservati nei sei mesi precedenti, ma è difficile stabilire se sia indicativo di un recupero duraturo. Le dinamiche della ripresa dipenderanno anche dalla rapidità con cui i flussi di capitali internazionali, che avevano svolto

un ruolo così importante nel sostenere la crescita, riacquisteranno vigore dopo la netta inversione subita nel 2008.

Maggiori difficoltà di finanziamento esterno

Gran parte delle crisi che hanno colpito i mercati emergenti negli anni ottanta e novanta era associata a un'inversione degli afflussi lordi di capitali privati, dovuta alla perdita di fiducia nelle politiche economiche di tali paesi. Nella crisi attuale, le dinamiche dei flussi di capitali sono piuttosto diverse. Con la notevole eccezione di alcuni paesi dell'ECO, prima della crisi molte economie emergenti avevano adottato solide politiche economiche e presentavano quindi, almeno inizialmente, una migliore capacità di tenuta di fronte all'inversione dei flussi. Tuttavia, con il progredire della crisi tali flussi hanno assunto andamenti in alcuni casi analoghi a quelli registrati nelle crisi precedenti. Come indicato oltre, i paesi con i maggiori disavanzi sia correnti sia di bilancio e i settori con rilevanti esposizioni in valuta estera sono stati i più colpiti dall'inasprimento delle condizioni di finanziamento esterno e dal deflusso di fondi.

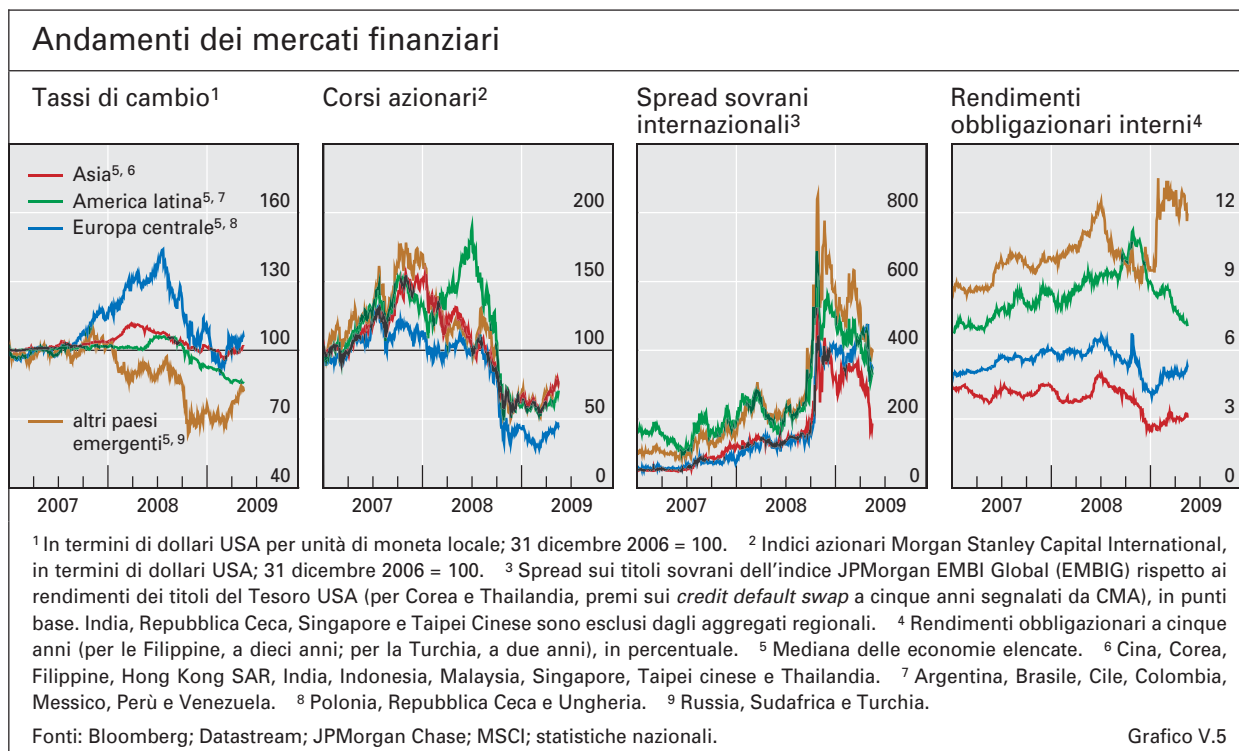
All'iniziale tenuta
dei flussi di
capitali ...

Nella prima metà del 2008 i flussi lordi di capitali verso le EME hanno mostrato una tenuta considerevole, raggiungendo in molti casi il 60-70% dei massimi storici osservati nel 2007. Essi hanno subito un'inversione di segno soprattutto nei mercati azionari, dove i prezzi hanno iniziato a scendere dopo aver toccato livelli record nell'ultimo trimestre 2007. Il fatto che gli investitori in altri mercati (banche e detentori di obbligazioni) abbiano mantenuto le rispettive posizioni nei confronti delle EME potrebbe essere riconducibile a vari fattori menzionati in precedenza, tra cui il forte aumento delle riserve ufficiali in valuta e la maggiore solidità dei sistemi bancari in molte di queste economie. In alcuni paesi ha inoltre avuto un ruolo di rilievo il più elevato grado di sviluppo dei mercati obbligazionari locali.

Nel terzo trimestre 2008 le banche internazionali hanno iniziato a ritirare fondi da alcune economie emergenti, uno sviluppo che ha interessato per primi i paesi con sistemi bancari solidi e relativamente liquidi. I crediti esteri ai settori bancari e non bancari di Cina, Malaysia, Polonia, Repubblica Ceca e Taipei Cinese, ad esempio, sono diminuiti di \$30 miliardi. Fonti ufficiali e di mercato avevano segnalato all'epoca la possibilità che alcune banche internazionali avessero ridimensionato i prestiti a tali EME per superare una grave stretta di liquidità nei rispettivi mercati nazionali.

... fanno seguito
turbative

Le turbative nei flussi finanziari ai mercati emergenti si sono estese dopo il fallimento di Lehman Brothers il 15 settembre 2008 e la conseguente interruzione dei finanziamenti nei mercati interbancari mondiali (Capitolo II). I disinvestimenti azionari si sono intensificati, le divise dei mercati emergenti hanno registrato un netto indebolimento, gli spread sulle obbligazioni sovrane internazionali si sono ampliati notevolmente e i rendimenti delle obbligazioni interne hanno in molti casi segnato un rialzo (grafico V.5). Tra i primi a essere colpiti dal maggior costo e dalla minore disponibilità di finanziamento esterno sono stati i paesi con ampi disavanzi correnti (ad esempio le economie dell'ECO e il Sudafrica) e quelli i cui avanzi si erano ridotti per la caduta dei prezzi del petrolio e delle altre materie prime (come Argentina, Russia e Venezuela).



Nelle EME con posizioni esterne più solide, l'impatto iniziale sui flussi di capitali è stato avvertito dal settore societario. In presenza di un forte deprezzamento del tasso di cambio rispetto alle principali valute internazionali, le imprese che avevano attinto in misura cospicua dai mercati internazionali del debito e del credito per finanziare gli investimenti (come quelle russe del settore energetico) hanno incontrato difficoltà nel rinnovare i prestiti in scadenza. Inoltre, le turbolenze del settembre 2008 avevano messo in luce vulnerabilità di cui le autorità e i mercati sembravano precedentemente inconsapevoli. In particolare, nel 2007-08 molte società brasiliane, coreane, messicane e polacche avevano stipulato contratti derivati con banche estere o nazionali per proteggere i proventi delle esportazioni dall'eventualità di un forte apprezzamento della moneta locale e, in alcuni casi, per speculare su un persistente rafforzamento dei tassi di cambio. Tali posizioni erano di norma contabilizzate fuori bilancio. Quando il cambio della moneta locale con il dollaro o l'euro si è indebolito, le società hanno accusato perdite ingenti (attualmente stimate a circa lo 0,8% del PIL in Corea e a oltre l'1% in Polonia).

Esposizioni del settore societario

Sui mercati internazionali del debito le nuove emissioni delle economie emergenti si sono arrestate e gli scambi di titoli in essere si sono fortemente ridotti in settembre e ottobre, anche nel caso di società con rating elevato e di emittenti sovrani con posizioni di bilancio relativamente solide (ad esempio Brasile, Malaysia e Sudafrica). Dopo aver raccolto fondi netti per \$28 miliardi durante i primi tre trimestri del 2008, nel quarto trimestre le EME hanno effettuato rimborsi netti per \$27 miliardi (tabella V.2), in quanto molti prenditori societari di tali economie hanno perso l'accesso ai mercati internazionali dei capitali. I rimborsi netti sono stati particolarmente ingenti in Corea, America latina e nei paesi esportatori di petrolio (grafico V.6). Nello stesso trimestre i

Si esauriscono i flussi verso i mercati obbligazionari delle EME

Flussi bancari ed emissioni obbligazionarie internazionali					
In miliardi di dollari USA					
	1° trim. 2008	2° trim. 2008	3° trim. 2008	4° trim. 2008	1° trim. 2009
Prestiti transfrontalieri ¹	168	105	47	-205	...
Emissioni nette di obbligazioni internazionali	-1	23	6	-27	4

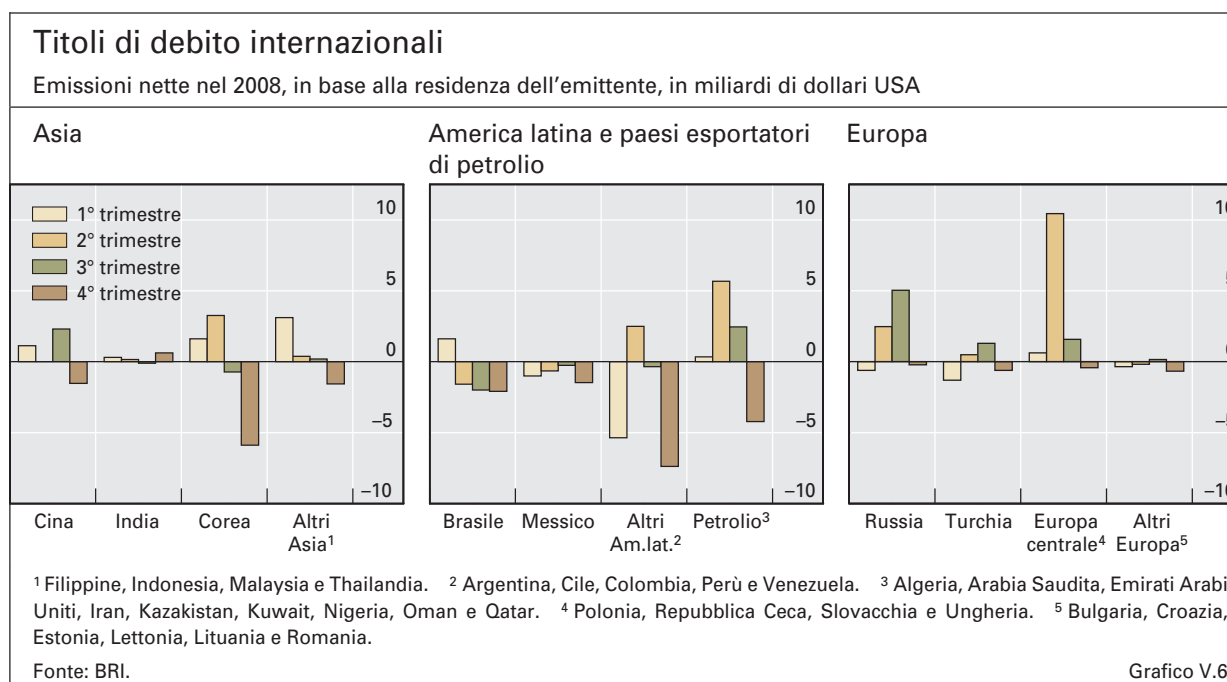
¹ Prestiti esteri delle banche dichiaranti alla BRI alle economie emergenti; variazioni stimate a tassi di cambio costanti.
Fonte: BRI.

Tabella V.2

nuovi prestiti consorziali sono complessivamente scesi di \$65 miliardi rispetto al periodo precedente, un calo riconducibile soprattutto a Hong Kong SAR, Singapore e ai paesi del Medio Oriente. Sono inoltre diminuite le obbligazioni in moneta locale delle EME detenute da non residenti, per effetto non soltanto della maggiore domanda di liquidità degli investitori esteri, ma anche della loro accresciuta avversione al rischio in un contesto di più elevata volatilità nei mercati obbligazionari locali di numerose EME (tra cui Indonesia, Messico, Turchia e Ungheria).

Anche l'inversione dei flussi bancari internazionali si è accentuata nell'ultimo trimestre 2008. Secondo le più recenti statistiche della BRI sull'attività bancaria internazionale, in quel periodo le banche delle economie avanzate hanno ridotto i prestiti ai paesi in via di sviluppo di \$205 miliardi (pari all'1% del PIL complessivo delle EME), annullando oltre il 60% degli afflussi registrati nei tre trimestri precedenti (tabella V.2). Tale andamento ha colpito in particolare Brasile, Cina, Corea, Turchia e i paesi esportatori di petrolio, compresa

Accentuarsi del riflusso di prestiti internazionali



la Russia (grafico V.7). I prestiti alle banche sono scesi più di quelli al settore non bancario. Nel contempo, i residenti di molte EME (specie dei paesi dell'Europa centrale e dei paesi esportatori di petrolio, compresa la Russia) hanno ritirato parte dei depositi e degli altri attivi esteri detenuti presso le banche dichiaranti alla BRI. Ciò ha offerto ai mercati emergenti un importante ammortizzatore non disponibile in passato. In alcuni casi, tuttavia, il ritiro dei depositi può essere ricondotto agli interventi ufficiali sui mercati valutari, più che a una risposta autonoma delle banche dei paesi emergenti di fronte alla minore disponibilità di finanziamenti internazionali.

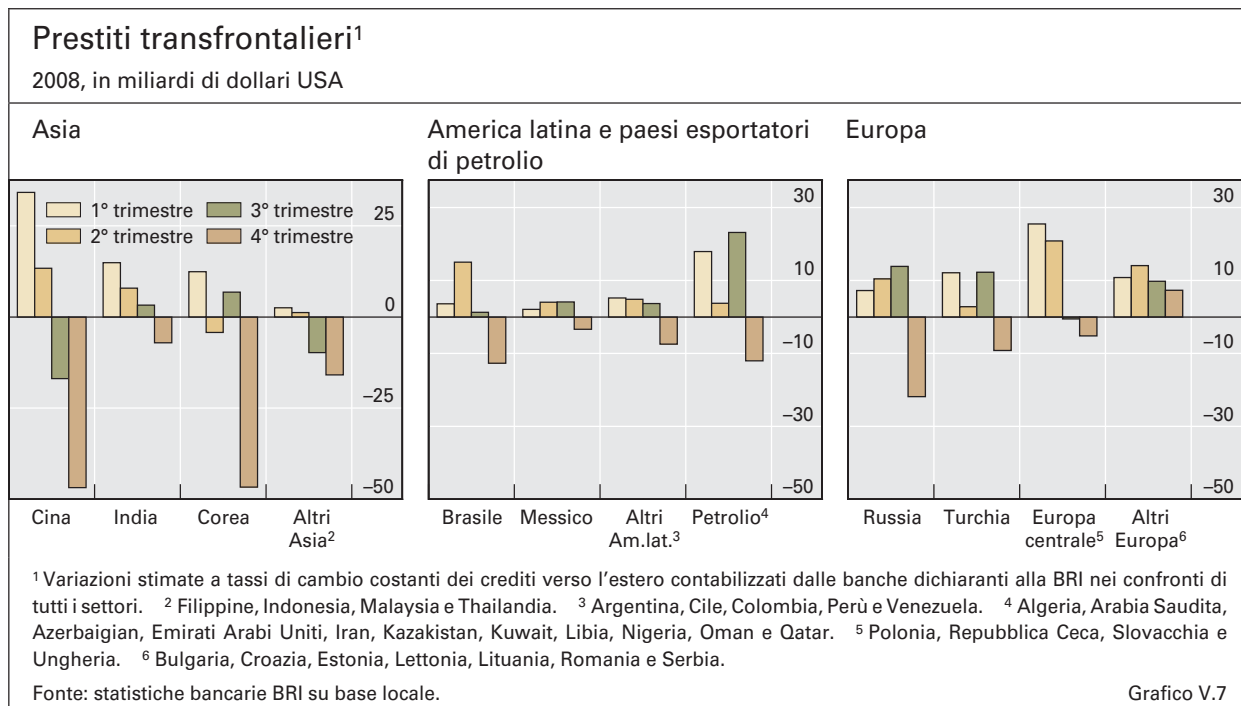
Risulta interessante esaminare se nelle EME la presenza delle banche estere abbia esercitato effetti visibili sui flussi bancari. A tal fine, un possibile approccio consiste nello stabilire se i prestiti internazionali e quelli in moneta locale erogati da affiliate di istituzioni estere siano stati più stabili nelle EME con una maggiore presenza bancaria estera.

Per un certo periodo i prestiti internazionali paiono effettivamente essere stati più stabili in alcune economie minori con una maggiore presenza di banche estere. Per quanto concerne in particolare l'ECO, la flessione dei prestiti internazionali alle banche nel quarto trimestre 2008 è stata inferiore nelle economie più piccole (Stati baltici e paesi dell'Europa sudorientale), con sistemi bancari quasi interamente controllati da capitale estero, rispetto a quelle più grandi (Polonia, Repubblica Ceca, Russia e Turchia), dove la proprietà estera di banche non è predominante (ad eccezione della Repubblica Ceca; grafico V.7, diagramma di destra).

La resilienza dei prestiti internazionali nei paesi più piccoli dell'ECO è sorprendente, poiché molti di essi presentano ampi disavanzi sull'estero. Tuttavia, nel febbraio 2009 è divenuto evidente che le condizioni economiche di questi paesi si stavano deteriorando più rapidamente del previsto. Molti

Il ruolo della presenza bancaria estera

Temporanea tenuta dei prestiti internazionali ...



mutuatari hanno incontrato difficoltà nel rimborsare o rinnovare i prestiti. Il calo di fiducia degli investitori ha improvvisamente messo a nudo vulnerabilità esistenti da tempo, quali la pratica assai diffusa presso le famiglie e le piccole e medie imprese di indebitarsi in valuta. Per meglio comprendere se le banche dell'Europa occidentale abbiano continuato a sostenere le loro affiliate in queste economie occorrerà attendere la pubblicazione, agli inizi di luglio, dei dati per il primo trimestre 2009.

... e andamenti contrastanti delle attività sull'interno

Quanto ai prestiti in moneta locale, non è chiaro se la presenza più diffusa di banche di proprietà estera sia stata fonte di maggiore stabilità. Al netto delle variazioni di cambio, le attività in moneta locale delle affiliate di banche estere hanno dato prova di buona tenuta in diverse EME. Ad esempio, nel quarto trimestre 2008 esse sono aumentate in Brasile, Cina, Polonia e Turchia, e sono rimaste stabili nelle economie minori dell'ECO con un'ampia presenza bancaria estera. Per contro, in alcuni altri paesi (come Corea e Sudafrica) queste attività hanno segnato un calo.

Il ruolo dei mercati obbligazionari locali

Un'altra questione interessante è se i paesi con mercati obbligazionari locali più sviluppati abbiano resistito meglio ai deflussi di capitali. Negli ultimi anni le EME avevano cercato di ridurre la loro vulnerabilità all'inversione dei flussi di capitali potenziando le emissioni sui mercati interni del debito. La crisi sembra aver indotto tuttavia gli investitori (soprattutto esteri) a ritirarsi da tali mercati e orientarsi verso attività più liquide in valuta estera. Questi sviluppi hanno influito sui mercati obbligazionari di diverse EME (tra cui Indonesia, Messico, Turchia e Ungheria), accentuando in molti casi le pressioni al ribasso sul cambio, date le gravi disfunzioni presenti all'epoca nei mercati internazionali degli swap valutari (grafico II.4, diagramma centrale). In Ungheria, ad esempio, le aste di titoli di Stato condotte a metà ottobre sono andate deserte. Sono inoltre diminuite le obbligazioni in moneta locale detenute da non residenti, di riflesso alla maggiore domanda di valuta estera da parte degli investitori stranieri. Poiché le banche internazionali non erano disposte a scambiare euro contro fiorini ungheresi, la moneta ungherese si è fortemente deprezzata, con effetti di contagio in tutta l'ECO (ad esempio, nel quarto trimestre la corona ceca ha perso il 9% sull'euro nonostante i fondamentali molto più solidi del paese).

Emergono problemi di finanziamento al commercio

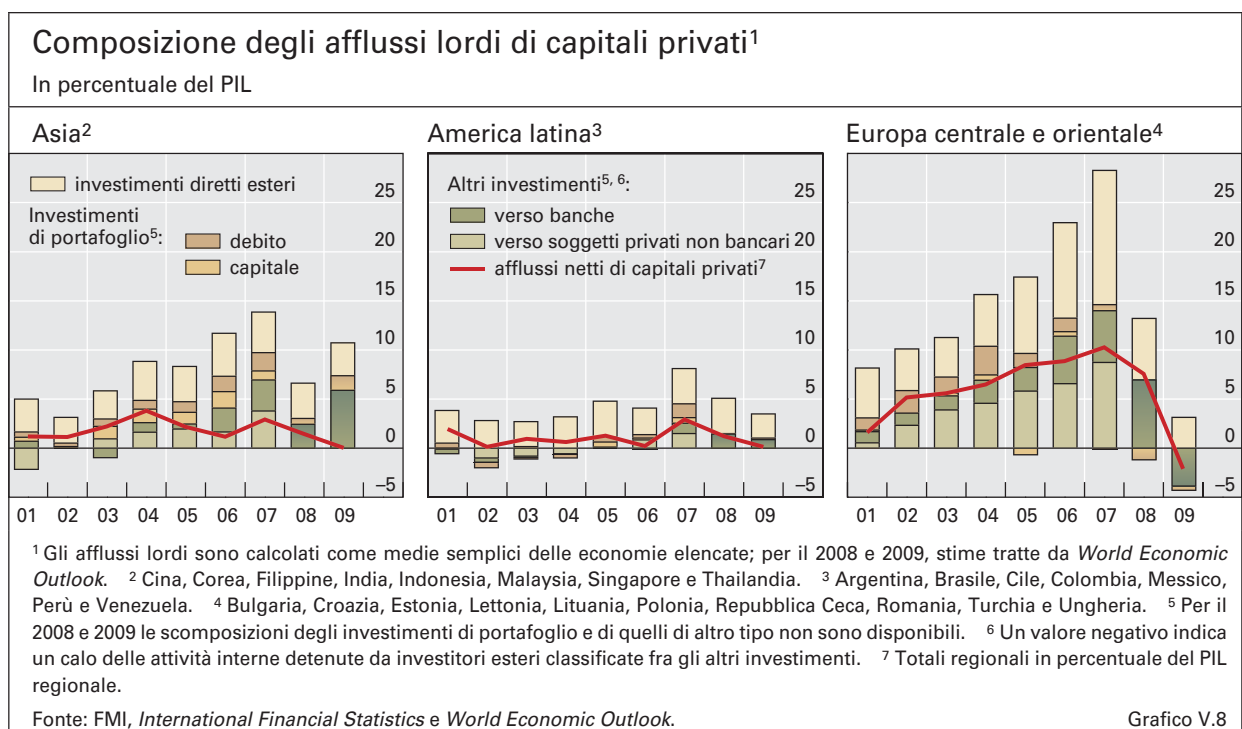
Verso la fine del 2008 e agli inizi del 2009 la forte contrazione della domanda estera ha intensificato gli effetti negativi della crisi finanziaria mondiale sui flussi di capitali nei mercati emergenti. Ciò è apparso con particolare evidenza nel caso del credito al commercio. In America latina, ad esempio, nel primo trimestre 2009 le principali banche internazionali avrebbero rinnovato il 50-60% appena delle linee creditizie dell'anno precedente. Anche se in gran parte dovuto alla flessione nel volume dell'interscambio e nei prezzi delle materie prime, questo calo trae altresì origine dal prosciugarsi del mercato secondario dei prestiti commerciali e dalla riduzione delle linee creditizie concesse dalle banche specializzate nel credito al commercio. Pur avendo colpito anche alcuni paesi esportatori dell'Asia, la penuria di prestiti mercantili potrebbe rivelarsi particolarmente pregiudizievole per quelli africani, che presentano sistemi finanziari sottosviluppati e governi incapaci di ampliare l'offerta di credito al commercio.

Desta inoltre preoccupazione l'andamento degli investimenti diretti esteri (IDE), che nelle crisi precedenti si erano dimostrati più stabili degli altri flussi di capitali. Gli afflussi lordi sotto forma di IDE hanno retto piuttosto bene nel 2008 a confronto con il 2006-07, soprattutto nelle economie emergenti dell'Asia e dell'America latina (grafico V.8) ma, secondo indicazioni recenti, agli inizi del 2009 risultavano diminuiti in diversi paesi. Ciò si spiega in parte con il fatto che negli ultimi tempi circa un terzo di tali afflussi ha riguardato fusioni e acquisizioni, di norma finanziate da prestiti bancari internazionali. Ne è conferma il calo significativo dei nuovi prestiti consorziali nel quarto trimestre 2008 e nel primo trimestre 2009. Sono inoltre aumentati nettamente i trasferimenti di utili in uscita da alcune EME, dal momento che numerose società multinazionali (al pari delle banche internazionali) necessitavano di liquidità nei loro mercati interni. Stando al Development Centre dell'OCSE, anche gli utili reinvestiti e i prestiti intrasocietari stanno diminuendo drasticamente, man mano che le affiliate di imprese estere fanno rifluire risorse finanziarie verso le rispettive case madri.

Le ricadute sugli IDE sono finora minori ...

Poiché l'attuale crisi si accompagna a una contrazione senza precedenti dell'attività economica mondiale, è estremamente difficile prevedere quando e in che misura riprenderanno i flussi di capitali verso i mercati emergenti. Le borse hanno segnato un forte recupero da marzo 2009. Nel primo trimestre di quest'anno sono tornate a salire anche le emissioni obbligazionarie internazionali (tabella V.2), sebbene solo quelle di titoli sovrani di prim'ordine e obbligazioni societarie con rating più elevato, e comunque con premi per il rischio molto superiori che agli inizi del 2008. Inoltre, dato che la crisi ha avuto origine nei sistemi finanziari delle economie avanzate è improbabile che il classico rimedio del passato – ossia politiche di riforma nei paesi emergenti – possa di per sé rilanciare i flussi di capitali verso le EME. Non è chiaro per

... ma le prospettive rimangono molto incerte



giunta in che modo si risolveranno gli attuali squilibri mondiali di parte corrente, che durante il periodo precedente la crisi avevano rappresentato un importante fattore alla base del forte aumento dei flussi di capitali da e verso i mercati emergenti.

Fattori a sostegno dell'attività economica

Oltre al margine disponibile per l'attuazione delle politiche anticicliche esaminate nel Capitolo VI, due fattori influiranno sulla possibilità di sostenere l'attività nelle EME in presenza di un calo delle esportazioni e di un riflusso di capitali. Il primo attiene alla misura in cui si riuscirà a stabilizzare i mercati dei cambi e a mantenere il flusso di finanziamenti in valuta estera attraverso l'offerta di liquidità in valuta da parte delle autorità. Il secondo è dato dalla solidità e dalla capacità di prestito dei sistemi bancari nazionali, le quali dipendono a loro volta dalle condizioni finanziarie delle istituzioni e dalle recenti misure di sostegno al settore finanziario.

Offerta di liquidità in valuta estera

Interventi delle banche centrali

Come indicato in precedenza, un aspetto importante della crisi attuale è che il debito estero di molti soggetti sovrani era stato ridotto o mantenuto stabile nel periodo precedente la crisi, mentre quello del settore privato era rimasto elevato oppure si era accresciuto. Di fronte all'inversione dei flussi di capitali, le banche centrali si sono adoperate per garantire al settore privato la disponibilità di valuta necessaria a onorare le obbligazioni di pagamento. Esse sono intervenute per stabilizzare i cambi e attenuarne la volatilità. Hanno inoltre utilizzato le riserve valutarie per regolarizzare il flusso di finanziamenti esterni al settore privato, cercando in particolare di ridurre i rischi di mancato rinnovo e di sopperire alla penuria di credito al commercio attraverso l'erogazione di fondi o garanzie.

I mercati dei cambi e di finanziamento delle EME paiono essersi stabilizzati rispetto al periodo di estreme tensioni finanziarie di ottobre e novembre 2008, ma restano relativamente nervosi e non si sono del tutto ripresi (grafico V.5).

Timori per l'adeguatezza delle riserve

Gli interventi sui mercati dei cambi hanno comportato in alcuni casi una forte erosione delle riserve valutarie. Ad esempio, nel primo trimestre 2009 tali riserve erano scese all'80% dei livelli del giugno 2008 in Corea e in India, a circa il 75% in Polonia e al 65% in Russia. Data la possibilità che gli shock esterni persistano, una tale riduzione solleva interrogativi circa l'adeguatezza delle riserve, che pure appaiono ancora abbondanti in base agli indicatori tradizionali. Nonostante i massicci interventi del quarto trimestre 2008, a fine anno le disponibilità in valuta di molte EME superavano ancora quelle del 2007 (tabella V.3). Inoltre, secondo una nota regola empirica (la cosiddetta regola Guidotti-Greenspan), le riserve valutarie dovrebbero coprire il 100% del debito estero in scadenza entro un anno. Nel 2008 in quasi tutte le EME i tassi di copertura eccedevano di gran lunga questa soglia (con valori superiori al 400% in Asia e in Russia e di circa il 300% in America latina). A fine 2008 risultava in genere superata anche la soglia prevista da un'altra regola

empirica, secondo la quale le riserve valutarie dovrebbero coprire 3-6 mesi di importazioni (ossia il 25-50% delle importazioni annue). Queste cifre indicano che le banche centrali di molte EME sarebbero in grado di soddisfare il fabbisogno di finanziamento in valuta del settore privato per ben più di un anno. Tuttavia, una grave recessione e una ripresa ritardata degli afflussi di capitali potrebbero produrre nuovi episodi di instabilità dei mercati tali da determinare un drenaggio di riserve molto più rapido. In tal caso, il venir meno dei finanziamenti alle EME potrebbe compromettere seriamente il ritmo della ripresa economica.

Va inoltre considerato che l'adeguatezza delle riserve valutarie dipende anche da altre caratteristiche dell'economia, non rilevate dagli indicatori tradizionali. Ad esempio, in Cile tali riserve sono relativamente modeste in rapporto al debito estero a breve termine e i proventi delle esportazioni sono calati bruscamente; nondimeno, le riserve valutarie sono rimaste notevolmente stabili e il peso cileno è tornato ad apprezzarsi prima delle altre valute latinoamericane. Ciò si deve anche al fatto che il settore pubblico (attraverso il proprio fondo sovrano) e le famiglie (attraverso i fondi pensione) detengono un ampio volume di attività estere. Nonostante la minore remuneratività degli investimenti internazionali, che può aver a tratti influito sul cambio, la robustezza dei settori finanziario e societario ha nell'insieme contribuito a

Adeguatezza delle riserve valutarie ¹													
Posizioni in essere a fine anno													
	In miliardi di dollari USA				In percentuale di:								
					PIL	debito estero a breve ²				importazioni			
	96	07	08	09	08	96	07	08	09	96	07	08	09
Asia ³	477	2 907	3 320	3 355	45	170	449	589	595	49	84	74	83
Cina	105	1 528	1 946	1 954	44	376	1 249	1 865	1 873	76	160	172	186
Corea	33	262	200	212	21	45	176	173	177	22	73	46	55
India	20	267	247	242	20	260	339	333	324	55	123	85	88
Altre economie ⁴	319	850	927	948	52	145	389	502	511	48	69	62	72
America latina ⁵	142	397	440	410	13	145	238	369	300	89	82	71	69
Brasile	58	179	193	186	12	111	292	342	329	109	149	111	115
Cile	16	17	23	24	14	201	86	113	114	89	38	40	47
Messico	19	86	94	84	9	60	256	241	218	21	31	30	29
ECO ⁶	53	227	233	211	17	504	114	107	92	36	51	43	...
Medio Oriente ⁷	17	58	54	47	9	111	98	112	90	34	51	41	...
Russia	11	467	413	368	25	42	486	509	446	16	209	141	143
<i>Per memoria: esportatori netti di petrolio⁸</i>	93	883	885	...	21	200	1 050	1 862	...	42	98	87	...

¹ Gli aggregati regionali sono rappresentati dalla somma delle economie elencate; per le percentuali, medie semplici. Per il 2009, ultimi dati disponibili. ² Attività transfrontaliere consolidate con scadenza fino a un anno contabilizzate dall'insieme delle banche dichiaranti alla BRI nei confronti di paesi esterni all'area dichiarante, più titoli di debito internazionali in essere con vita residua fino a un anno. ³ Paesi elencati. ⁴ Filippine, Hong Kong SAR, Indonesia, Malaysia, Singapore, Taipei Cinese e Thailandia. ⁵ Paesi elencati, più Argentina, Colombia, Perù e Venezuela. ⁶ Bulgaria, Croazia, Estonia, Lettonia, Lituania, Polonia, Repubblica Ceca, Romania, Slovacchia, Slovenia e Ungheria. ⁷ Arabia Saudita, Kuwait e Qatar. Per l'Arabia Saudita, esclusi gli investimenti in titoli esteri. ⁸ Algeria, Angola, Kazakistan, Messico, Nigeria, Norvegia, Russia, Venezuela e Medio Oriente.

Fonti: FMI; Datastream; statistiche nazionali. Tabella V.3

limitare il ricorso alle riserve. Per analogia, paesi con riserve valutarie molto maggiori ma sistemi finanziari meno robusti potrebbero rivelarsi più vulnerabili.

Alternative alle riserve valutarie

A questo riguardo, è importante considerare in che misura le EME potrebbero ricorrere a risorse esterne o ad accordi di messa in comune delle riserve, anziché alla costosa detenzione di disponibilità in valuta, al fine di migliorare la propria resilienza. La crisi ha condotto all'adozione di tre iniziative inedite che potrebbero ridurre in futuro la necessità di detenere ampie riserve valutarie. In primo luogo, nell'ottobre 2008 le banche centrali di quattro EME hanno stipulato con la Federal Reserve statunitense un accordo dell'ammontare di \$30 miliardi per lo scambio reciproco di valuta. In secondo luogo, i paesi dell'Asia orientale hanno istituito di recente una linea multilaterale di finanziamento per \$120 miliardi che attinge a un *pool* di riserve internazionali. Questa misura estende notevolmente la portata delle linee di swap bilaterali create nell'ambito della cosiddetta iniziativa Chiang Mai. In terzo luogo, il G20 si è recentemente espresso in favore di un forte aumento delle risorse a disposizione delle istituzioni finanziarie internazionali, assecondando l'azione intrapresa da queste istituzioni per accrescere la portata e l'efficacia dei rispettivi interventi di contrasto alla crisi. Assume rilevanza in tale contesto la decisione di alcune EME (Colombia, Messico e Polonia) di chiedere l'accesso alla Flexible Credit Line istituita di recente dall'FMI e destinata a paesi che presentano solidi fondamentali macroeconomici.

Resilienza del sistema bancario e del credito

Maggiore domanda di credito interno

La netta inversione dei flussi di prestiti bancari internazionali menzionata in precedenza (grafico V.7) ha colpito sia gli operatori non bancari che il settore bancario delle EME. Di fronte al minore accesso al finanziamento esterno, le imprese hanno cercato di ottenere fondi sul mercato interno. Un indicatore di quanto dovrebbe aumentare il credito interno se l'insieme dei finanziamenti esterni confluisse alle banche nazionali è dato dal rapporto tra il finanziamento non bancario esterno e il credito bancario interno. I dati per il terzo trimestre 2008, precedenti alla brusca caduta dei flussi bancari internazionali, mostrano che tale rapporto si collocava attorno al 45% in Messico e Turchia e al 30% nell'Europa centrale, nei paesi baltici e nell'Europa sudorientale.

La capacità di prestito delle banche potrebbe essere limitata

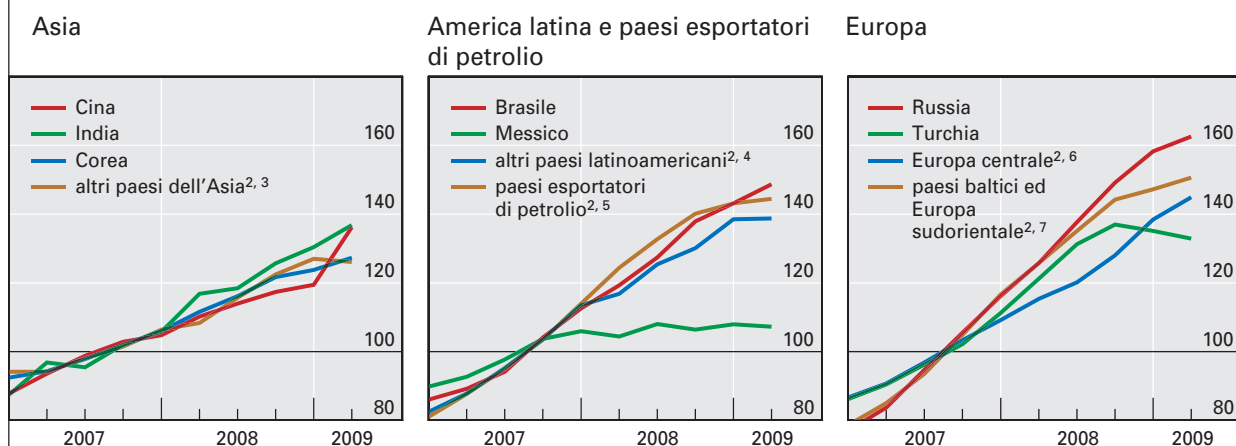
Il soddisfacimento di questa accresciuta domanda di credito potrebbe contribuire a sostenere l'attività economica. La capacità di prestito delle banche nazionali potrebbe tuttavia essere limitata, in particolare, dal minore accesso delle stesse al finanziamento esterno. Il grado di vulnerabilità varia notevolmente tra i paesi: il rapporto prestiti/depositi è superiore all'unità (indicativo cioè di un possibile ricorso al finanziamento esterno) non soltanto in Corea, Russia e Ungheria – paesi che hanno subito notevoli pressioni sul cambio – ma anche in Colombia e Sudafrica, dove tali pressioni sono state molto minori. Un altro indicatore del ricorso al finanziamento esterno, ossia la quota di passività estere sul totale delle passività del settore bancario, evidenzia valori compresi tra circa il 15 e il 30% in Corea, Polonia, Russia, Sudafrica e Ungheria.

Buona tenuta del credito bancario

Tuttavia, anche se nel quarto trimestre 2008 i prestiti bancari internazionali a operatori non bancari e bancari hanno subito una netta flessione, in

Credito bancario interno al settore privato¹

2007 = 100



¹ In termini nominali e in moneta locale. ² Media delle economie elencate ponderata in base al PIL e alle PPA del 2005. ³ Filippine, Indonesia, Malaysia e Thailandia. ⁴ Argentina, Cile, Colombia, Perù e Venezuela. ⁵ Algeria, Arabia Saudita, Azerbaigian, Emirati Arabi Uniti, Iran, Kazakistan, Kuwait, Libia, Nigeria, Oman e Qatar. ⁶ Polonia, Repubblica Ceca, Slovacchia e Ungheria. ⁷ Bulgaria, Croazia, Estonia, Lettonia, Lituania e Romania.

Fonti: FMI; statistiche nazionali.

Grafico V.9

molte EME l'espansione del credito, seppure in calo, è rimasta superiore al 10% (rispetto ai livelli di un anno prima) per buona parte del primo trimestre 2009. Di fatto, in alcune delle EME il credito bancario interno si è mantenuto stabile o ha addirittura mostrato una tendenza crescente (grafico V.9).

Un fattore che potrebbe avere favorito l'espansione del credito interno è la solidità dei sistemi bancari delle EME, che è notevolmente migliorata nel corso di questo decennio. La redditività (misurata dal rendimento mediano² dell'attivo di un gruppo di 23 importanti EME) è salita da meno dell'1% agli inizi del decennio all'1,5% nel 2007. In tale anno le banche di questo gruppo di economie avevano di norma coefficienti patrimoniali ben superiori alla soglia minima dell'8% stabilita dall'Accordo di Basilea, con valori mediani prossimi al 13%. In alcuni paesi (come Brasile, Indonesia e Turchia) i coefficienti si collocavano intorno al 19%. L'incidenza mediana dei prestiti in sofferenza è scesa da circa il 10% agli inizi del decennio a meno del 3% nel 2007. Tuttavia, queste misure sono in genere indicatori ritardati. Un indicatore alternativo, il Moody's Financial Strength Index (che valuta le banche in base alla loro capacità autonoma, ossia senza tener conto di eventuale assistenza esterna), evidenzia anch'esso un miglioramento significativo, sebbene a partire da livelli generalmente bassi. Se si escludono due centri finanziari con valutazioni relativamente elevate (Hong Kong SAR e Singapore), il valore mediano dei rating assegnati è salito da 26 (su un massimo di 100) nel dicembre 1998 a 34 nel gennaio 2008, per poi scendere a 33 nell'aprile 2009.

Il ruolo della solidità bancaria ...

² Il valore mediano costituisce una misura più adeguata della tendenza centrale quando si desidera capire se una quota rappresentativa (50%) del campione di paesi abbia registrato nel tempo andamenti migliori. Per contro, una media semplice attribuisce maggior peso a risultati insolitamente positivi o negativi anche laddove questi risultati riguardino soltanto un numero molto ristretto di economie, e non è quindi rappresentativa.

... e delle misure a sostegno delle banche nazionali

Un altro fattore che potrebbe avere sostenuto l'espansione del credito è la decisione delle autorità delle EME di offrire liquidità interna e fornire assistenza ai sistemi bancari nazionali. Come verrà illustrato in maggiore dettaglio nel Capitolo VI, tali misure comprendevano l'erogazione di liquidità della banca centrale attraverso operazioni monetarie e la riduzione dei tassi ufficiali e dei coefficienti di riserva. Hanno inoltre concorso ad abbassare il costo del finanziamento e a mantenere il flusso di crediti bancari nelle EME anche l'offerta di garanzie sui depositi, il sostegno accordato alle banche (in alcuni casi sotto forma di ricapitalizzazioni), nonché i provvedimenti volti a stabilizzare i mercati monetari e dei capitali e ad assicurare il finanziamento a prenditori considerati prioritari, quali le piccole e medie imprese.

La capacità di tenuta rischia di rivelarsi temporanea

Tuttavia, sussiste il rischio non indifferente che questa resilienza si riveli temporanea e che il credito interno si riduca bruscamente. Come insegna l'esperienza del passato, il pericolo è che la gravità del rallentamento economico in atto peggiori la situazione di bilancio delle banche, provocando un forte aumento delle sofferenze, che pure non è contemplato dall'attuale quadro previsionale.

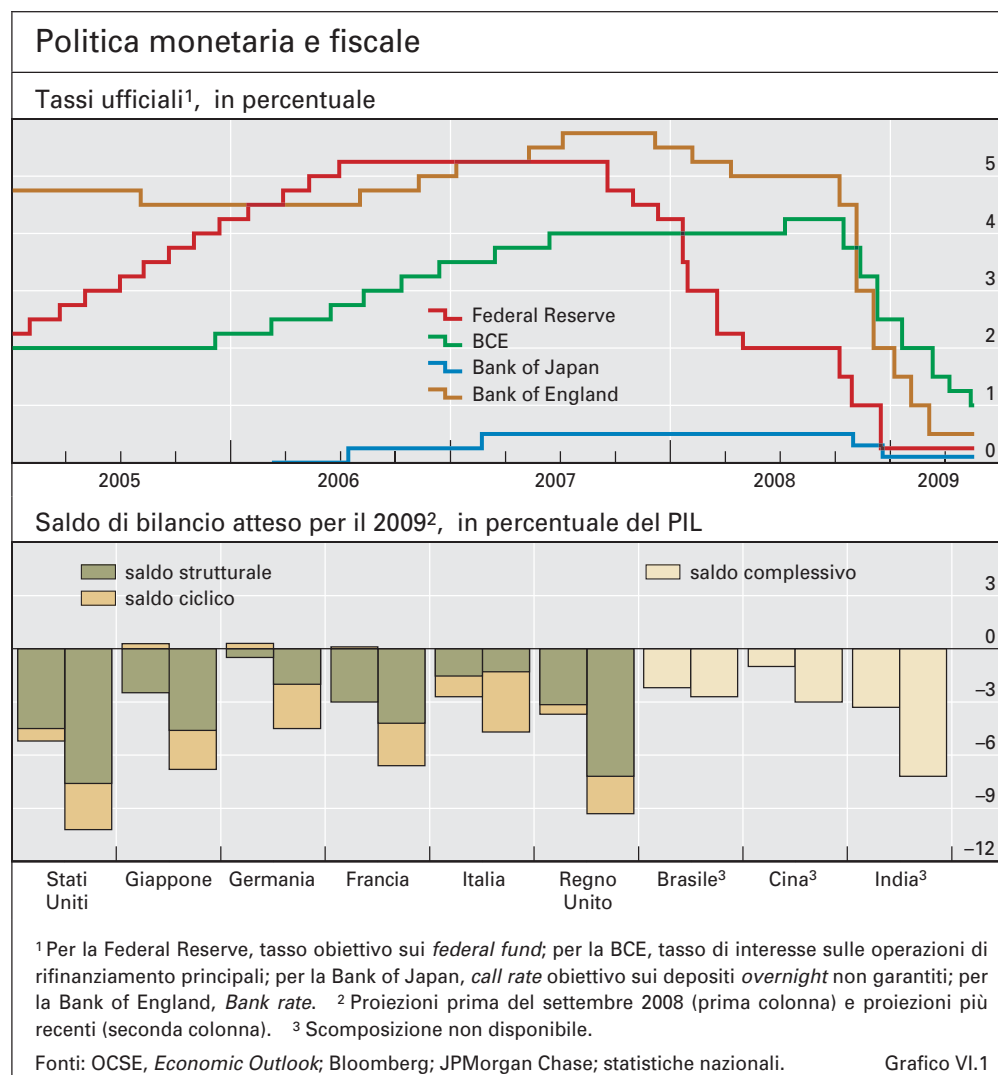
Conclusioni

Sono individuabili due fonti di preoccupazione connesse alla crisi economica mondiale. In primo luogo, esiste il rischio significativo che la ripresa economica delle EME venga ritardata. In particolare, vi è la possibilità che si crei una spirale negativa destabilizzante, per cui la gravità della recessione potrebbe scoraggiare il ripristino dei flussi di capitali verso le EME, pregiudicando ulteriormente le prospettive di crescita. È inoltre probabile che la ripresa richieda un rilancio del commercio accompagnato da minori squilibri mondiali, ma i necessari aggiustamenti nelle economie sia emergenti sia avanzate rischiano di durare a lungo. In tali circostanze, il credito interno, la cui tenuta ha sorretto l'attività economica, potrebbe ridursi nettamente data l'entità della contrazione economica.

In secondo luogo, di fronte alla brusca inversione dei flussi di capitali, le EME hanno fatto ricorso a interventi sui mercati dei cambi e ad altre misure intese a fornire liquidità in valuta. Ciò ha concorso a stabilizzare l'attività economica, assicurando il costante funzionamento dei mercati valutari e la regolarità dei flussi di finanziamenti alle EME. In prospettiva, sarà importante vedere se le riserve valutarie delle economie emergenti e le nuove iniziative che hanno notevolmente migliorato la disponibilità di risorse in valuta – iniziative fra cui rientrano linee di swap bilaterali con le banche centrali delle EME, accordi per la messa in *pool* delle riserve e il recente forte aumento dei finanziamenti ufficiali all'economia – favoriranno una tempestiva ripresa dei flussi di capitali verso le EME. Nel medio periodo, tali iniziative potrebbero altresì aiutare le EME a fare minore affidamento sull'accumulo di riserve, contribuendo così a moderare gli squilibri mondiali.

VI. Le risposte di politica economica alla crisi

L'intensificarsi della crisi finanziaria globale durante la terza fase, nel settembre-ottobre 2008, e la successiva repentina contrazione dell'economia mondiale nel corso della quarta (cfr. la tabella I.1 per una sintesi delle varie fasi della crisi) hanno innescato una reazione senza precedenti da parte delle autorità. Le banche centrali in tutto il mondo hanno ridotto drasticamente i tassi ufficiali, in molti casi a livelli prossimi allo zero (grafico VI.1, diagramma superiore). In situazioni normali, ne sarebbe derivato un potente stimolo all'attività economica, ma lo stato di disfunzione del sistema finanziario ha gravemente indebolito l'effetto dei tagli. Le principali banche centrali hanno quindi fatto ricorso a misure aggiuntive. Nello stesso tempo, una prima ondata di piani di salvataggio bancari, resi noti nell'ultimo trimestre 2008, si è rivelata insufficiente a stabilizzare il sistema finanziario. I governi si sono pertanto visti costretti a



modificarne le condizioni e ad ampliarne la portata. Verso la fine dello stesso anno è apparso sempre più evidente che né le misure di politica monetaria né i piani di salvataggio sarebbero bastati a impedire una brusca contrazione dell'economia reale. Le autorità hanno pertanto reagito con l'introduzione di ampie manovre di stimolo fiscale a sostegno della domanda aggregata (grafico VI.1, diagramma inferiore).

L'eccezionale deterioramento delle prospettive economiche a cavallo tra il 2008 e il 2009 richiedeva manifestamente l'adozione di programmi straordinari di intervento, esaminati in maggior dettaglio nelle tre successive sezioni del Capitolo. Al momento di andare in stampa non era ancora chiaro se queste misure sarebbero riuscite a generare una crescita duratura. I principali motivi di dubbio al riguardo, discussi nella sezione finale, originano dagli scarsi progressi compiuti nell'affrontare i problemi di fondo del settore finanziario e dai rischi connessi con le politiche fiscali e monetarie espansive adottate nel periodo in esame.

Politica monetaria

A metà 2008, in un contesto di turbolenza finanziaria, le banche centrali hanno dovuto far fronte al duplice problema di una crescita economica più lenta e di un'inflazione persistentemente alta. L'entità e il ritmo del rallentamento sono stati diversi a seconda dei paesi. Nelle maggiori economie avanzate la crescita dell'economia era relativamente sostenuta agli inizi del 2008, ma ha assunto valori negativi verso metà anno (Capitolo IV). L'area emergente ha continuato a beneficiare di una crescita solida, anche se le economie orientate alle esportazioni dell'Est asiatico e dell'Europa centrale hanno dato segni di cedimento prima ancora della crisi di fiducia subentrata in settembre e ottobre (Capitolo V). Quasi ovunque, i tassi di inflazione superavano nettamente gli obiettivi (impliciti o espliciti) a seguito del forte rincaro dei prodotti alimentari ed energetici durante il primo semestre 2008.

In tali circostanze la scelta di una risposta appropriata di politica monetaria era indubbiamente complessa. Col senno di poi, si può affermare che a metà 2008 le autorità hanno sottostimato l'intensità del rallentamento e il vigore delle risultanti forze disinflazionistiche. Anche se l'indebolimento della crescita avrebbe prima o poi creato il sottoimpiego di risorse necessario a stabilizzare i prezzi, poche banche centrali si aspettavano che l'inflazione sarebbe calata prima della fine del 2009. Nel contempo, vi era il reale pericolo che il perdurare di un'alta inflazione si traducesse in un saldo ancoraggio verso l'alto delle aspettative inflazionistiche, con il risultato di una maggiore traslazione dei corsi delle materie prime ad altri prezzi e ai salari. Di conseguenza, le banche centrali dei paesi sia avanzati sia emergenti hanno deciso di mantenere stabili i tassi ufficiali oppure di innalzarli.

Il fallimento di Lehman Brothers il 15 settembre – cui hanno fatto seguito settimane di tensioni estreme nei mercati creditizi, minacce sempre più imponenti per la stabilità delle principali istituzioni finanziarie e crescenti contraccolpi sull'attività economica – ha segnato un punto di svolta per l'economia mondiale e la politica monetaria. L'8 ottobre, con l'annuncio di un taglio simultaneo dei

Il rallentamento della crescita e l'alta inflazione a metà 2008 ...

... complicano le scelte di *policy*

Rapide riduzioni dei tassi ufficiali dopo il fallimento di Lehman Brothers

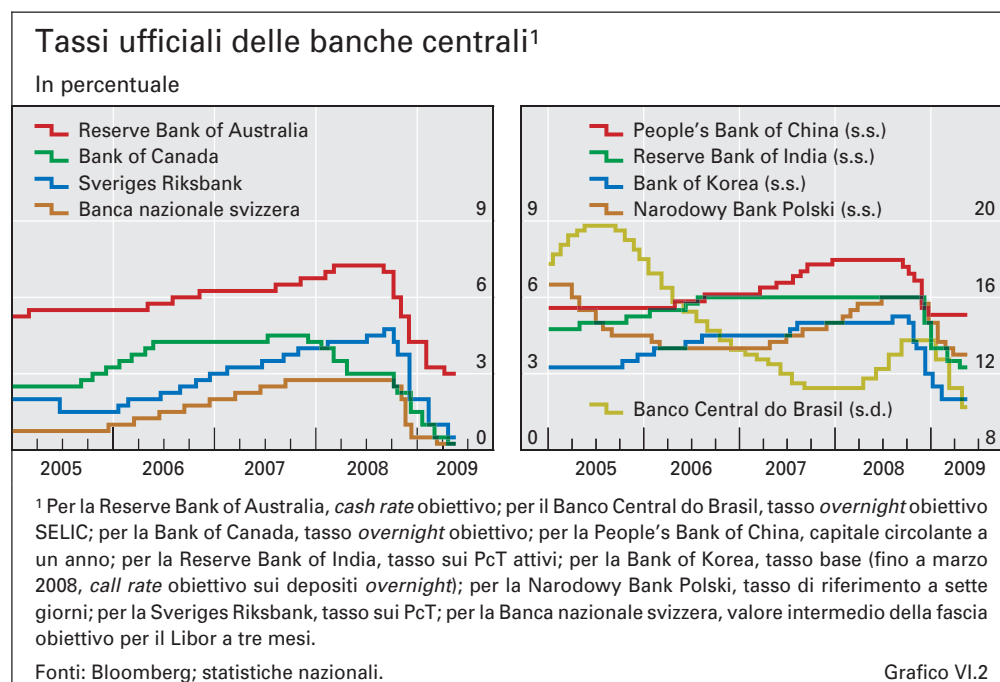
tassi ufficiali, sei tra le maggiori banche centrali hanno avviato per la prima volta nella storia una tornata di interventi coordinati sui tassi di interesse. Anche altre banche centrali in tutto il mondo hanno iniziato a ridurre rapidamente i tassi (grafico VI.1, diagramma superiore e grafico VI.2). La caduta mondiale del prodotto e dell'inflazione nell'ultimo trimestre 2008 e agli inizi del 2009 ha sopravanzato di gran lunga i rischi al ribasso per la crescita individuati solo pochi mesi prima. A fine maggio 2009, Federal Reserve, Bank of Japan, Bank of England, Bank of Canada, Sveriges Riksbank e Banca nazionale svizzera avevano abbassato i tassi ufficiali in prossimità dello zero. Tra settembre 2008 e maggio 2009 la Banca centrale europea ha ridotto il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali di 3¼ punti percentuali, mantenendolo peraltro su livelli ancora distanti dalla soglia zero. Nondimeno, l'abbondante offerta di riserve presso la banca centrale a partire dalla fine del 2008 ha spinto i tassi *overnight* in prossimità di quello applicato sui depositi presso la BCE, e quindi non lontano da zero. Anche molte banche centrali delle economie emergenti hanno abbassato i tassi di interesse, pur partendo da livelli molto più alti.

Non tutte le banche centrali disponevano di margini di manovra per ridurre i tassi ufficiali. La fuga di capitali all'estero ha costretto le autorità monetarie di Islanda, Russia e Ungheria a manovre restrittive verso la fine del 2008, nonostante il calo dell'inflazione e il deteriorarsi dell'economia reale, sebbene nei mesi successivi sia iniziata una graduale riduzione dei tassi.

Malgrado il rapido e consistente allentamento della politica monetaria dopo il fallimento di Lehman Brothers, in molti paesi si sono fatti più evidenti i limiti della politica di tasso di interesse. Le tensioni nei mercati finanziari e l'aumento dei premi per il rischio di credito e di liquidità (Capitolo II) hanno compromesso il meccanismo di trasmissione. Ad esempio, i rendimenti delle obbligazioni societarie sono aumentati nonostante il forte calo dei tassi ufficiali. Le banche hanno generalmente trasferito alla clientela il ribasso dei

La fuga di capitali all'estero riduce i margini di manovra in alcuni paesi

Le disfunzioni del sistema finanziario ...



costi di rifinanziamento, ma hanno anche inasprito sensibilmente i criteri di fido, neutralizzando così l'impatto dei tagli del tasso ufficiale sulle condizioni finanziarie complessive (Capitolo IV).

Allorché i tassi ufficiali hanno raggiunto livelli storicamente bassi in molti paesi, la soglia zero dei tassi nominali è divenuta un limite vincolante che ha impedito di applicare le regole di politica monetaria secondo cui, alla luce del crescente *output gap* e del calo dell'inflazione, i tassi nominali sarebbero dovuti essere negativi in molte economie avanzate. Inoltre, varie considerazioni hanno indotto le banche centrali a non ridurre ulteriormente i tassi dopo averli portati a un livello leggermente superiore a zero. Essendo in genere inferiori, i tassi sui depositi bancari possono scendere a zero anche se quelli del mercato monetario sono ancora positivi. Se ciò avviene, ulteriori riduzioni dei tassi di mercato non possono essere trasmesse alle famiglie e alle imprese, giacché le banche devono mantenere un margine fra tassi attivi e passivi per preservare la redditività. Analogamente, qualora i tassi scendano a un dato livello, potrebbero cessare di essere profittevoli anche i fondi comuni del mercato monetario.

... e i vincoli della soglia zero limitano l'efficacia della politica di tasso di interesse

Ampliamento del campo di azione delle banche centrali

In tale contesto, molte banche centrali hanno adottato ulteriori misure per migliorare il funzionamento dei mercati del credito e allentare le condizioni finanziarie. Data l'ampiezza senza precedenti dell'azione posta in essere in molti paesi, può essere utile inquadrare in uno schema generale di valutazione i vari aspetti delle risposte fornite dalle autorità monetarie.

Uno schema generale di valutazione degli interventi delle autorità

Al giorno d'oggi la conduzione della politica monetaria avviene in genere con l'ausilio di obiettivi di tasso di interesse a brevissimo termine. Questo approccio si basa su due elementi principali: la segnalazione dell'indirizzo monetario desiderato mediante l'annuncio di un tasso di interesse chiave (il tasso ufficiale)¹; le operazioni di gestione della liquidità in senso lato – ossia le operazioni riguardanti vari aspetti del quadro operativo, tra cui scadenze, prezzo e requisiti di garanzia per la liquidità della banca centrale – che assecondano l'indirizzo perseguito mantenendo il tasso di mercato di riferimento in linea con il tasso ufficiale. Di norma, le operazioni di gestione della liquidità sono concepite e attuate in modo tale da assicurare che agiscano solo sullo specifico tasso di mercato prescelto. In questo modo, esse svolgono una funzione di supporto, senza avere ripercussioni o rilevanza informativa ai fini dell'orientamento di politica monetaria.

Le operazioni di liquidità in tempi normali ...

Tuttavia, le operazioni di gestione della liquidità possono essere anche impiegate per influenzare deliberatamente determinati elementi del meccanismo di trasmissione della politica monetaria, come i prezzi delle attività, i rendimenti e le condizioni di finanziamento, *in aggiunta* all'impatto esercitato dal tasso ufficiale. In questo senso, le operazioni di liquidità cessano di svolgere un ruolo meramente passivo per diventare parte integrante dell'orientamento

... e in periodi di tensione

¹ Il tasso ufficiale può assumere la forma di un tasso direttamente manovrato dalla banca centrale con le sue operazioni, come il tasso minimo di offerta della BCE, o può semplicemente rappresentare l'obiettivo annunciato per un tasso di mercato, come il tasso obiettivo sui *federal fund* della Federal Reserve.

monetario complessivo. Tali operazioni comportano di norma sostanziali variazioni nei bilanci delle banche centrali, in termini di dimensioni, composizione e profilo di rischio, e verranno di seguito indicate come *operazioni di bilancio* della banca centrale.

Le operazioni di bilancio variano in base al mercato obiettivo ...

Si possono distinguere varie forme di operazioni di bilancio in base al particolare mercato cui sono indirizzate. La più comune e nota è rappresentata dagli interventi valutari sterilizzati, che prevedono la vendita o l'acquisto di valuta, allo scopo di influenzare il livello del tasso di cambio, indipendentemente dal tasso ufficiale che definisce l'orientamento della politica monetaria. Ma nella crisi attuale le operazioni di bilancio sono state impiegate anche per agire sui tassi del mercato monetario a termine, sui rendimenti di titoli pubblici a lunga scadenza e su vari premi per il rischio. Mentre le motivazioni, i meccanismi sottostanti, i canali di trasmissione e le implicazioni di bilancio sono analoghi a quelli degli interventi valutari, la *scelta del mercato* è atipica e in alcuni casi non ha precedenti. È questo a rendere "non convenzionali" le recenti operazioni delle banche centrali, e non tanto l'approccio complessivo mirante a influenzare determinati elementi del meccanismo di trasmissione, in aggiunta all'azione del tasso ufficiale.

... e possono essere effettuate indipendentemente dal livello dei tassi di interesse

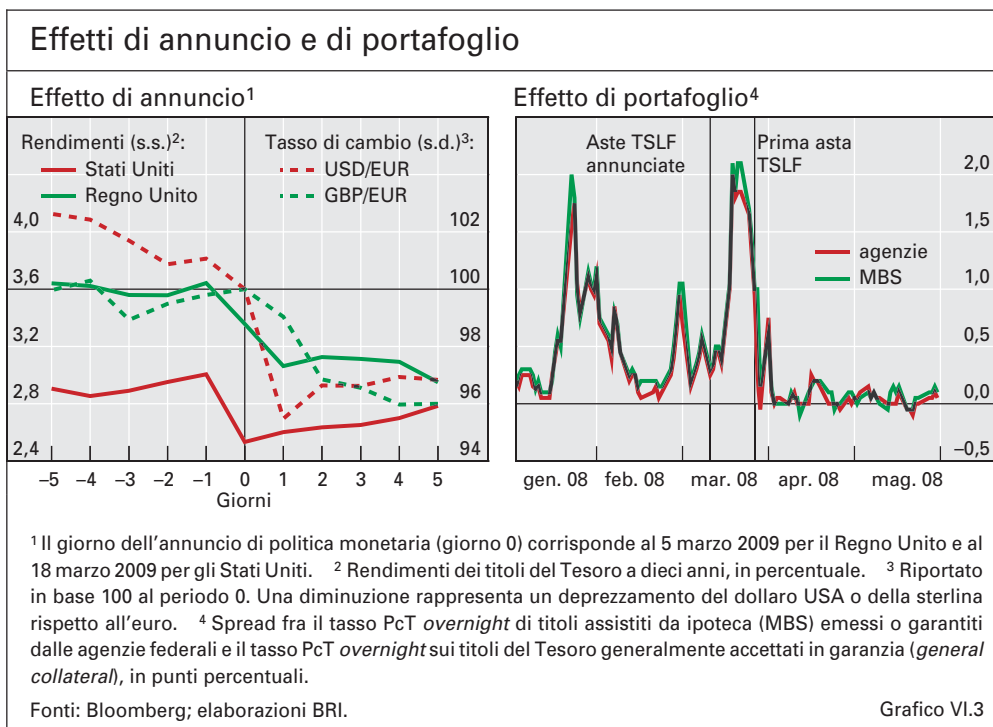
Un'importante caratteristica delle operazioni di bilancio è che possono essere attuate *indipendentemente* dal livello di tasso di interesse prevalente. Gli interventi valutari, per esempio, seguono regolarmente questo principio. Finché le banche centrali sono in grado di effettuare operazioni compensative sui conti di riserva, né l'aumento delle disponibilità né la loro nuova composizione pregiudicheranno necessariamente la capacità della banca centrale di mantenere i tassi ufficiali in linea con l'obiettivo. Di fatto, molte banche centrali asiatiche intervenute attivamente sui mercati dei cambi negli anni recenti sono riuscite a centrare gli obiettivi ufficiali di tasso di interesse nonostante la rilevante espansione dei rispettivi bilanci.

Le operazioni di bilancio si esplicano in effetti di annuncio ...

In linea generale, la trasmissione degli effetti delle operazioni di bilancio avviene attraverso due canali principali. Il primo consiste nell'invio di un effetto segnaletico analogo a quello impiegato per conseguire obiettivi di tasso a breve termine. In questo caso, le operazioni intraprese dalla banca centrale o il loro annuncio influenzano le aspettative del pubblico in merito a fattori fondamentali che sono alla base della valutazione di mercato di un'attività. Tali fattori riguardano il futuro corso della politica monetaria, l'inflazione, la scarsità relativa di talune attività o il loro profilo di rischio e di liquidità. Ad esempio, l'annuncio che la banca centrale è disposta a impegnarsi in operazioni riguardanti attività illiquide può di per sé accrescere la fiducia degli investitori in tali strumenti, riducendo così i premi per il rischio di liquidità e stimolando l'attività di negoziazione. L'effetto di annuncio può essere alquanto potente, come mostra il brusco calo dei rendimenti dei titoli di Stato a lunga scadenza e dei tassi di cambio negli Stati Uniti e nel Regno Unito dopo che la Federal Reserve e la Bank of England avevano annunciato progetti di acquisto di titoli pubblici in via definitiva (grafico VI.3, diagramma di sinistra; cfr. il Capitolo II per ulteriori esempi).

... e di portafoglio

Il secondo canale (una versione ampliata dell'effetto di portafoglio tradizionale) opera attraverso l'impatto che le operazioni della banca centrale



esercitano sulla composizione dei portafogli del settore privato. Quando le attività non sono perfettamente succedanee, le variazioni nella loro offerta relativa dovute alle operazioni della banca centrale modificano sostanzialmente la composizione dei portafogli. Di conseguenza, i rendimenti relativi devono in genere cambiare, il che potrebbe a sua volta influire sull'economia reale. Nella misura in cui questo processo sfocia in un consolidamento dei bilanci e un incremento di valore delle garanzie collaterali e della ricchezza netta, esso potrebbe contribuire ad allentare le restrizioni creditizie, abbassare i premi sul finanziamento esterno e quindi rilanciare l'intermediazione del settore privato. Per esempio, se le banche scambiano strumenti privati rischiosi con crediti a rischio zero verso il settore pubblico, il conseguente miglioramento del profilo di rischio complessivo dei bilanci bancari può rafforzare la volontà e capacità delle banche di erogare credito.

Una chiara esemplificazione di questo effetto di portafoglio nelle circostanze attuali è data dall'impatto esercitato dalla Term Securities Lending Facility (TSLF) della Federal Reserve sui differenziali di tasso tra i finanziamenti pronti contro termine garantiti da titoli del Tesoro e quelli garantiti da titoli di altro tipo, che misurano la scarsità relativa dei due tipi di garanzie. L'efficacia di tali operazioni di prestito in titoli deriva direttamente dal loro effetto sull'offerta relativa di collaterale nel mercato. In questo senso, la constatazione che i differenziali sul finanziamento PcT sono scesi solo dopo che la TSLF è entrata in funzione – e non al momento del suo annuncio – evidenzia l'influsso esercitato dall'effetto di portafoglio, chiaramente distinto da quello dell'effetto segnalatico (grafico VI.3, diagramma di destra).

È tuttora in corso un dibattito sulla rilevanza che la particolare struttura del passivo della banca centrale riveste per l'efficacia delle operazioni di bilancio. Ad esempio, il punto focale dell'allentamento quantitativo – termine

Allentamento
quantitativo e
allentamento
creditizio

impiegato per descrivere le operazioni condotte dalla Bank of Japan tra il 2001 e il 2006 – è l’espansione delle riserve bancarie, che figurano dal lato del passivo. Le operazioni di allentamento creditizio condotte dalla Federal Reserve nel periodo attuale, invece, interessano direttamente la composizione dell’attivo del bilancio della banca centrale e l’influsso che ne deriva sulle condizioni creditizie del settore privato. Nell’ottica dell’allentamento quantitativo, le riserve bancarie rivestono un’importanza particolare sia per la loro capacità di agire da catalizzatore dell’attività creditizia delle banche sia perché contribuiscono alla stabilità e fiducia del mercato. L’allentamento creditizio, viceversa, non annette particolare rilevanza alle riserve bancarie, considerando implicitamente le varie forme del passivo della banca centrale come stretti succedanei non solo l’una dell’altra ma anche nei confronti di talune tipologie di debito pubblico. In questa prospettiva, le modalità di finanziamento delle operazioni di bilancio – siano esse emissioni di effetti, collocamento di buoni del Tesoro a breve con deposito dei proventi presso la banca centrale, ovvero un semplice aumento delle riserve bancarie (che potrebbero essere fruttifere) – sono di importanza secondaria sotto il profilo dell’efficacia. Ovviamente, anche le politiche di comunicazione differiscono sensibilmente tra i due approcci.

Rassegna delle risposte delle banche centrali alla crisi

Le banche centrali adottano tre tipi di provvedimenti:

Il quadro concettuale sopra delineato può essere utilmente impiegato per valutare le misure anticrisi finora adottate dalle banche centrali. In particolare, gli interventi possono essere suddivisi in tre ampie categorie a seconda dei loro obiettivi immediati (tabella VI.1). La prima categoria consiste nelle misure volte ad assicurare che il tasso di mercato sia allineato al tasso ufficiale, la seconda comprende le iniziative volte ad allentare le tensioni nei mercati interbancari all’ingrosso e la terza raggruppa gli interventi destinati a sostenere mercati creditizi specifici – specie quelli non bancari – e ad alleggerire più in generale le condizioni finanziarie. Essendo dirette a particolari segmenti del meccanismo di trasmissione, in aggiunta al tradizionale obiettivo di tasso di interesse, le operazioni delle ultime due categorie rientrano nell’ambito delle operazioni di bilancio.

operazioni finalizzate all’obiettivo di tasso di interesse;

Relativamente alla prima categoria, il perseguimento di obiettivi di tasso di interesse ha perlopiù comportato un’offerta più flessibile di riserve, in termini sia quantitativi che di frequenza, per far fronte all’accresciuta instabilità della domanda. Al fine di ancorare i tassi a breve termine all’obiettivo ufficiale, la Bank of England e la Federal Reserve hanno altresì ridotto l’ampiezza del corridoio effettivo per i tassi *overnight*, modificando quelli applicati alle operazioni di fine giornata attivabili su iniziativa delle controparti. Nello stesso tempo, le banche centrali hanno dovuto potenziare la loro capacità di riassorbire riserve in eccesso per neutralizzare l’impatto esercitato sui tassi *overnight* dalla forte espansione delle operazioni. Come rispecchiato dalla composizione del passivo delle banche centrali, questa manovra è stata attuata in vari modi (grafico VI.4). La Bank of England e la Banca nazionale svizzera hanno proceduto all’emissione di titoli, la BCE e la Reserve Bank of Australia hanno fatto ricorso in misura crescente all’accettazione di depositi fruttiferi e la Federal

Risposte delle banche centrali alla crisi								
Obiettivi	Misure adottate	Fed	BCE	BoE	BoJ	BoC	RBA	BNS
Perseguire l'orientamento ufficiale di politica monetaria	Operazioni straordinarie di <i>fine-tuning</i>	✓	✓ ¹	✓	✓	✓	✓	✓
	Modifica della riserva obbligatoria			✓ ²				
	Restringimento del corridoio dei tassi <i>overnight</i>	✓ ³	✓	✓				
	Pagamento di interessi sulle riserve	✓			✓ ⁴			
	Aumento di depositi del Tesoro	✓				✓		
	Depositi o titoli a breve della banca centrale		✓	✓	✓		✓	✓
Influenzare le condizioni del mercato interbancario all'ingrosso	Modifica dello sportello di sconto	✓ ⁵		✓				
	Operazioni straordinarie a lungo termine	✓	✓ ⁶	✓	✓	✓	✓	✓
	Ampliamento delle garanzie stanziabili	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	Ampliamento della gamma di controparti	✓		✓	✓	✓	✓	
	Linee di swap in valuta tra banche centrali	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	Introduzione dei prestiti di titoli o allentamento delle relative condizioni	✓		✓	✓	✓		
Influenzare il mercato del credito e le condizioni finanziarie più in generale	Finanziamento/acquisto/stanziabilità di CP	✓ ⁷		✓ ⁸	✓ ⁹	✓ ¹⁰	✓ ¹¹	
	Finanziamento/acquisto/stanziabilità di ABS	✓ ¹²	✓ ¹³	✓ ⁸			✓ ¹¹	
	Finanziamento/acquisto/stanziabilità di obbligazioni societarie			✓ ⁸	✓ ¹⁴	✓ ¹⁰		✓
	Acquisto di titoli del settore pubblico	✓ ¹⁵		✓ ⁸	✓ ¹⁶			
	Acquisto di titoli di altro tipo				✓ ¹⁷			✓ ¹⁸

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

¹ Accumulazione di riserve nella prima parte del periodo di mantenimento. ² Innalzamento della soglia di remunerazione delle riserve. ³ Abbassamento del tasso di sconto rispetto al tasso obiettivo dei *federal fund*. ⁴ Interessi sulle riserve eccedentarie (Complementary Deposit Facility). ⁵ Riduzione del tasso e allungamento delle scadenze; ammissione dei *primary dealer* (Primary Dealer Credit Facility). ⁶ Compresa la procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo. ⁷ Finanziamento degli acquisti di certificati di deposito a breve, *commercial paper* (CP) e *commercial paper* garantita da attività (ABCP) (Money Market Investor Funding Facility, Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility and Commercial Paper Funding Facility). ⁸ Asset Purchase Facility. ⁹ Aumento della frequenza e del volume delle operazioni pronti contro termine su CP e introduzione di acquisti definitivi di CP. ¹⁰ Term Purchase and Resale Agreement Facility for Private Sector Instruments. ¹¹ Accettazione di titoli garantiti da ipoteca residenziale e di ABCP a fronte di operazioni pronti contro termine. ¹² Finanziamento degli acquisti di titoli cartolarizzati (ABS) basati su crediti agli studenti, crediti per l'acquisto di auto, saldi attivi su carte di credito e altri prestiti (Term Asset-Backed Securities Loan Facility). ¹³ Acquisto di *covered bond*. ¹⁴ Ampliamento delle passività societarie stanziabili e introduzione di una linea di credito a fronte di garanzie sotto forma di titoli di debito. ¹⁵ Acquisti di obbligazioni del Tesoro, nonché di titoli emessi e/o garantiti dalle agenzie federali di credito ipotecario. ¹⁶ Acquisti di titoli del Tesoro giapponese per agevolare l'ordinato svolgimento delle operazioni nel mercato monetario; non finalizzati a influenzare i prezzi dei titoli. ¹⁷ Acquisti di titoli azionari detenuti da istituzioni finanziarie. ¹⁸ Acquisti di titoli in valuta estera.

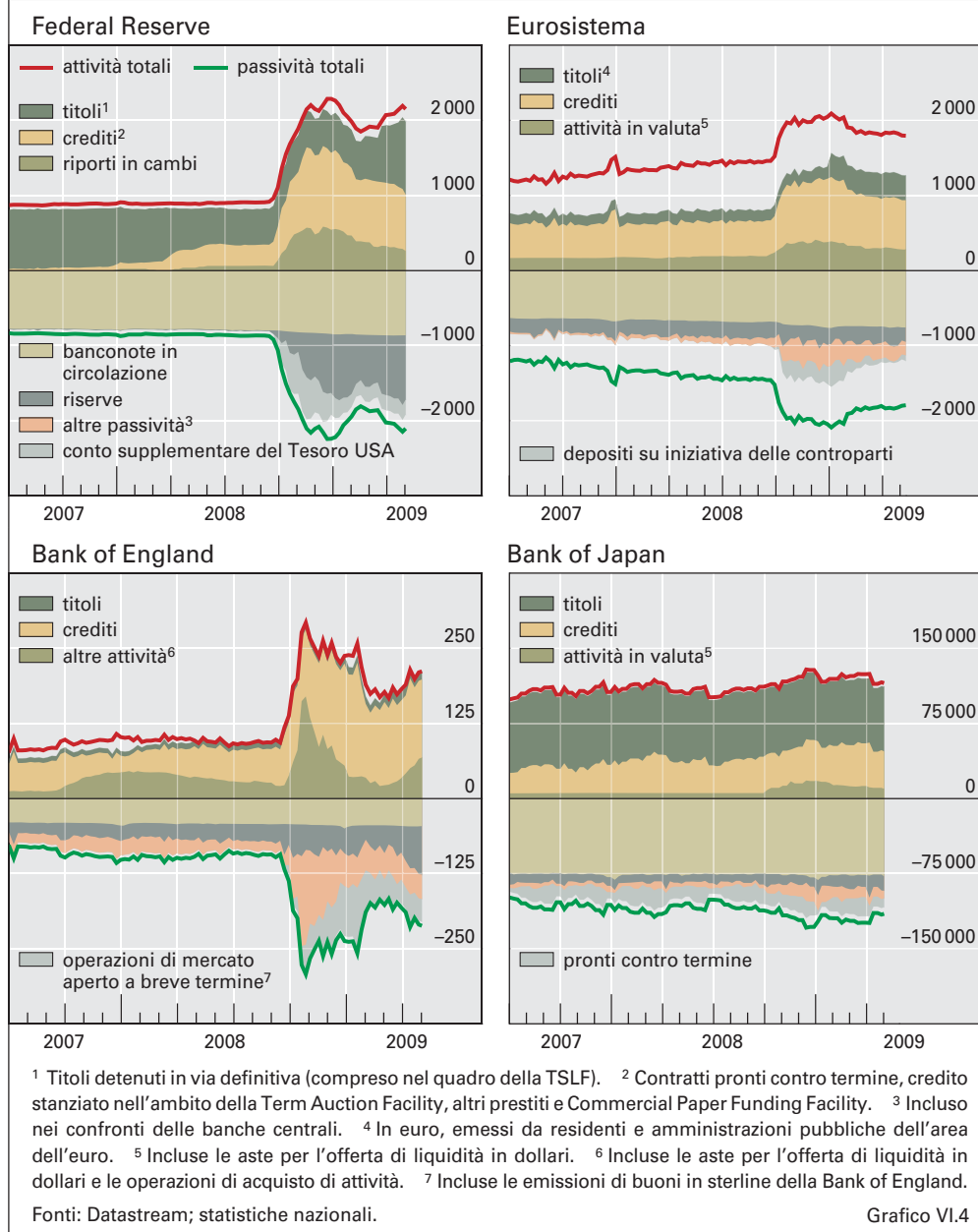
Fonte: statistiche nazionali. Tabella VI.1

Reserve ha assorbito un maggior volume di depositi dal Tesoro e iniziato a corrispondere interessi sulle riserve.

Il secondo gruppo di misure, preminenti nelle prime due fasi della crisi, mirava a ridurre i differenziali sul mercato interbancario a termine, considerati un indicatore delle tensioni in questo fondamentale segmento di mercato.

Attività e passività delle banche centrali

In miliardi di unità di moneta nazionale



operazioni per
allentare le tensioni
nei mercati
interbancari
all'ingrosso;

Questo obiettivo è stato perseguito sia direttamente, fornendo un più ampio volume di finanziamenti a termine per supplire a carenze di offerta sul mercato, sia indirettamente rimuovendo gli ostacoli a una regolare distribuzione delle riserve nel sistema e assicurando l'accesso al finanziamento della banca centrale. A tal fine, sono state allentate le condizioni per l'approvvigionamento di riserve ampliando il novero di garanzie stanziabili e controparti ammesse, allungando la scadenza delle operazioni di rifinanziamento e istituendo linee di swap tra banche centrali per attenuare nei mercati esteri le pressioni sul finanziamento soprattutto in dollari (ma anche in alcune altre valute; cfr. il riquadro VI.A e il Capitolo II). L'utilizzo delle linee di swap ha contribuito in misura significativa all'espansione dei bilanci delle maggiori banche centrali

Riquadro VI.A – Coordinamento tra le banche centrali durante la crisi

Lo scambio di informazioni con altre autorità monetarie rientra nella prassi quotidiana delle banche centrali. Esse condividono molti aspetti dei loro schemi operativi e concettuali, ed è quindi probabile che adottino misure analoghe nell'affrontare sfide comuni; non è invece usuale che si coordinino esplicitamente fra loro. Benché in passato non fossero infrequenti interventi concertati per limitare le oscillazioni dei cambi, essi sono divenuti ormai rari, quantomeno tra le banche centrali dei paesi industriali.

Per contro, durante l'attuale crisi finanziaria il coordinamento ha assunto dimensioni senza precedenti. Questo riquadro esamina alcune delle ragioni per cui si è optato per interventi coordinati.

Interventi coordinati durante la crisi: liquidità e tassi di interesse

La più intensa azione di coordinamento è stata posta in essere per affrontare la scarsità di finanziamenti in valuta, soprattutto in dollari USA, nei circuiti interbancari⁹. Le tensioni nei mercati monetari del dollaro durante la crisi avevano reso assai difficile la provvista in tale moneta da parte di banche non statunitensi, come mostrano le perturbazioni nei mercati dei riporti in cambi e l'aumento degli spread Libor-OIS (Capitoli II e III). In risposta, la Federal Reserve ha istituito linee di swap con altre banche centrali in Europa al fine di sopperire alla carenza di dollari in questo continente. Dopo il fallimento di Lehman Brothers, l'evidente esigenza di fronteggiare la crescente scarsità di finanziamenti in dollari simultaneamente in tutti i maggiori mercati ha portato a un'estensione quantitativa e geografica delle linee di swap (tabella VI.A). Analoghi provvedimenti hanno interessato in seguito l'euro e il franco svizzero in Europa, mentre in Asia si è ricorso alle linee di swap esistenti per soddisfare il fabbisogno di yen.

Interventi coordinati delle banche centrali durante la crisi

	Dic. 07	Mar. 08	Set. 08	Ott. 08	Nov. 08	Gen. 09	Feb. 09
Approvvigionamento di liquidità (valuta)	Politica di liquidità Annuncio di linee di swap con le banche centrali di:						
Federal Reserve (USD)	CH, XM		JP, GB, AU, CA, DK, NO, SE	BR, KR, MX, NZ, SG			
Banca nazionale svizzera (CHF)				XM	PL	HU	
BCE (EUR)				DK, HU ¹	PL ¹		
Banche centrali nordiche (EUR) ²		IS					
Riksbank (SEK)							EE
	Politica di tasso di interesse Riduzione congiunta del tasso ufficiale da parte delle banche centrali di:						
				CA, XM, CH, SE, GB, US			

AU = Australia; BR = Brasile; CA = Canada; CH = Svizzera; DK = Danimarca; EE = Estonia; GB = Regno Unito; HU = Ungheria; IS = Islanda; JP = Giappone; KR = Corea; MX = Messico; NO = Norvegia; NZ = Nuova Zelanda; PL = Polonia; SE = Svezia; SG = Singapore; US = Stati Uniti; XM = area dell'euro.

Nel dicembre 2008 la Bank of Japan ha ampliato la linea di swap bilaterale JPY/KRW esistente con la Bank of Korea. Nell'aprile 2009 la Bank of England, la BCE, la Bank of Japan e la Banca nazionale svizzera hanno annunciato linee di swap allo scopo di fornire all'occorrenza fondi in moneta nazionale alla Federal Reserve.

¹ Sulla base di operazioni pronti contro termine. ² Danimarca, Norvegia e Svezia.

Fonte: statistiche nazionali.

Tabella VI.A

Sebbene le politiche di tasso di interesse non siano solitamente oggetto di coordinamento, l'8 ottobre 2008 alcune banche centrali dei paesi industriali hanno deciso, in una mossa senza precedenti, di annunciare congiuntamente il taglio dei tassi di interesse.

Motivazioni all'origine del coordinamento

L'approvvigionamento di valuta attraverso le linee di swap presenta vantaggi per entrambi le parti. Ad esempio, nel far fronte alla carenza di dollari USA delle banche estere la Federal Reserve ha potuto al tempo stesso rafforzare il controllo sui tassi applicati al finanziamento in dollari nei mercati monetari e ridurre il rischio di "vendite di emergenza" di attività in dollari da parte di istituzioni estere. Di fatto, nelle sue operazioni sull'interno la Federal Reserve forniva già liquidità in dollari alle affiliate statunitensi di banche estere attraverso una serie di programmi. Tuttavia, ove avesse voluto estendere la distribuzione diretta di liquidità a banche estere in altre fasce orarie e giurisdizioni, avrebbe dovuto istituire meccanismi di finanziamento addizionali, che avrebbero comportato anche una modifica della lista di attività stanziabili in garanzia e la valutazione del rischio di credito delle nuove controparti. Viceversa, mediante le linee di swap con altre banche centrali la Federal Reserve ha potuto avvalersi delle infrastrutture già predisposte dalle sue omologhe estere per erogare credito alle rispettive istituzioni finanziarie interne, compresi i sistemi di regolamento e di monitoraggio delle controparti e delle garanzie. L'attività creditizia per il tramite delle banche centrali estere contribuiva anche a conformare le operazioni di sostegno della liquidità alla vigilanza prudenziale di tali istituzioni.

Per le banche centrali estere la carenza di finanziamenti in valuta delle controparti interne rischiava di destabilizzare il sistema finanziario nazionale. In realtà, esse potevano smobilizzare le riserve ufficiali in essere o impiegare fondi in valuta mutuati sul mercato, ma tali strategie presentano scarsa attrattiva in periodi di crisi allorché le riserve ufficiali sono limitate e i mercati dei cambi deteriorati. Ciò spiega la preferenza delle banche centrali per l'attivazione di linee reciproche di swap.

Infine, le autorità monetarie potrebbero voler manifestare la disponibilità a cooperare durante una crisi globale, così da infondere fiducia. È questa in effetti la spiegazione più plausibile alla base delle riduzioni concertate dei tassi decise nell'ottobre 2008.

Consuntivo

Secondo molti operatori l'ampliamento delle linee di swap ha migliorato le condizioni di finanziamento a termine². Di fatto, il loro utilizzo effettivo ha raggiunto un massimo verso la fine di ottobre per poi decrescere progressivamente, mentre alcune banche centrali non hanno mai realmente attinto a tali linee. Le deviazioni nel mercato degli swap valutari sono calate soprattutto per i cambi EUR/USD e CHF/USD, e si sono complessivamente ridotti gli spread Libor-OIS. Sebbene contestualmente siano state adottate molte altre misure, sembra ragionevole affermare che parte di questo miglioramento è attribuibile all'introduzione delle linee di swap tra banche centrali.

² Maggiori informazioni sulle linee di swap delle banche centrali sono fornite da C. Ho e F.-L. Michaud, "Misure adottate dalle banche centrali per mitigare le carenze di fondi in valuta", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre 2008, pagg. 15-17. ³ Cfr. N. Baba e F. Packer, "From turmoil to crisis: dislocations in the FX swap market before and after the failure of Lehman Brothers", *paper* presentato alla conferenza *The global financial crisis: causes, threats and opportunities*, Warwick, 6 aprile 2009.

durante questo periodo (grafico VI.4)². Oltre a ciò, molte banche centrali hanno introdotto o reso più accessibile il prestito di titoli altamente liquidi, in genere obbligazioni sovrane, in contropartita di strumenti di mercato meno liquidi in modo da migliorare le condizioni di provvista sul mercato monetario.

La terza categoria di risposte, che ha assunto maggior risalto con l'aggravarsi della turbolenza finanziaria (dalla terza alla quinta fase della crisi),

² Nei bilanci delle banche centrali gli importi attinti dalle linee di swap figurano dal lato dell'attivo come disponibilità in valuta e dal lato del passivo come passività in moneta nazionale verso banche centrali estere (nella misura in cui queste ultime non fanno uso della valuta ottenuta con le operazioni di swap).

puntava ad attenuare direttamente l'inasprimento delle condizioni del credito nel settore non bancario e ad allentare le condizioni finanziarie più in generale. Tra i provvedimenti più importanti figurano l'offerta di fondi al settore non bancario per sostenere la liquidità e ridurre gli spread di rischio in specifici mercati – come quelli della *commercial paper*, dei titoli garantiti da attività e delle obbligazioni societarie – nonché l'acquisto diretto di titoli del settore pubblico per influenzare i rendimenti di riferimento più in generale. Con un'iniziativa degna di nota, la Banca nazionale svizzera è intervenuta nel mercato dei cambi per contrastare le pressioni al rialzo sul franco svizzero nel quadro delle azioni volte a ridurre i rischi deflazionistici e ad alleggerire nell'insieme le condizioni monetarie.

L'effetto collaterale di queste iniziative è stato un sensibile ampliamento dei bilanci delle banche centrali insieme a una loro significativa ricomposizione (grafico VI.4). Un'importante differenza tra i paesi è riscontrabile nel peso relativo attribuito ai titoli del settore privato rispetto a quelli del settore pubblico e ai mercati bancari rispetto a quelli non bancari. La Federal Reserve ha dedicato particolare attenzione ai mercati non bancari del credito e alle operazioni aventi come oggetto titoli del settore privato, come mostrano iniziative quali la Commercial Paper Funding Facility e la Term Asset-Backed Securities Loan Facility (incluse alla voce "crediti" nel grafico VI.4, diagramma in alto a sinistra). La Bank of England, invece, ha inizialmente rivolto la sua Asset Purchase Facility soprattutto all'acquisto di titoli pubblici ("altre attività" nel grafico VI.4, diagramma in basso a sinistra), mentre la BCE si è concentrata sulla liquidità del sistema interbancario, effettuando operazioni di rifinanziamento a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi e scadenze fino a dodici mesi (voce "crediti" nello stesso grafico, diagramma in alto a destra) nonché acquisti di *covered bond*. La Bank of Japan si è notevolmente adoperata per migliorare le condizioni di finanziamento delle imprese attraverso una serie di misure riguardanti *commercial paper* e obbligazioni societarie. Questa diversità di enfasi riflette in parte le differenze esistenti nelle strutture finanziarie dei vari paesi. Negli Stati Uniti, ad esempio, l'intervento più diretto nei mercati non bancari del credito è coerente con il sistema nazionale prevalentemente basato sul mercato, mentre la preminenza attribuita nell'area dell'euro alle misure a sostegno delle banche rispecchia il maggiore ruolo dell'intermediazione bancaria nella regione.

Il crescente ricorso alle operazioni di bilancio comporta un ruolo sempre più esteso delle banche centrali nel processo di intermediazione e un influsso più significativo sull'offerta relativa di attività verso il settore pubblico. È pertanto aumentata la necessità di una stretta collaborazione con le autorità fiscali, e ciò principalmente per due motivi. In primo luogo, gli ingenti acquisti di titoli pubblici e la conseguente rapida espansione delle passività della banca centrale incidono sul profilo complessivo del debito pubblico. L'effetto potrebbe essere vanificato da operazioni di gestione del debito, anche in considerazione delle loro dimensioni generalmente più ampie, a meno che gli obiettivi dei due tipi di operazioni non siano compatibili. In secondo luogo, le banche centrali stanno assumendo maggiori rischi di credito e di mercato, come evidenziato dalla crescente quota di titoli del settore privato accettati in garanzia

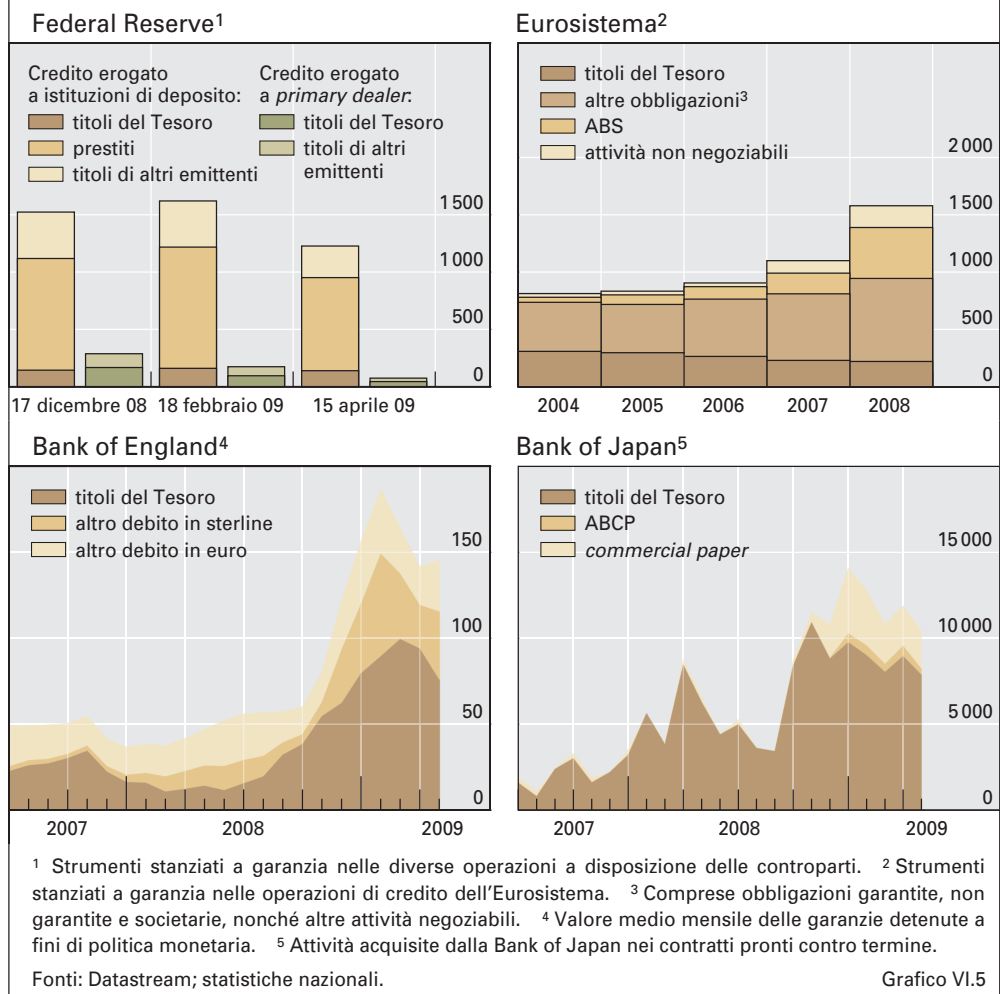
operazioni per influire sui mercati del credito e sulle condizioni finanziarie più in generale

L'importanza relativa delle operazioni varia a seconda dei paesi

È necessaria una stretta collaborazione con le autorità fiscali

Garanzie detenute dalle banche centrali

In miliardi di unità di moneta nazionale



nelle operazioni monetarie (grafico VI.5). Di conseguenza, occorre una stretta collaborazione tra banca centrale e autorità di governo per predisporre meccanismi in grado di assicurare che eventuali perdite non mettano a repentaglio l'indipendenza operativa delle banche centrali.

Risanamento del sistema finanziario

I governi intervengono in soccorso di importanti istituzioni finanziarie ...

Nelle prime due fasi della crisi le banche centrali avevano fronteggiato le esigenze di finanziamento immediate delle banche, ma le gravi turbative di mercato seguite al fallimento di Lehman Brothers in settembre hanno messo a repentaglio la solvibilità di varie istituzioni finanziarie di rilevanza sistemica (cfr. i Capitoli II e III per maggiori dettagli). Data l'importanza di queste istituzioni per il funzionamento dell'economia reale, i governi sono intervenuti al fine di impedirne il tracollo e ripristinare la fiducia nel sistema finanziario. Il sostegno pubblico mirava in ultima istanza a riattivare i flussi di finanziamento alle famiglie e alle imprese e a salvaguardare la crescita dell'economia reale.

La reazione delle autorità è riuscita in effetti a evitare il collasso del sistema finanziario e a tranquillizzare i mercati, ma non è stata altrettanto

efficace nel risolvere in modo convincente il problema delle attività deteriorate nei bilanci bancari. Questo problema potrebbe ritardare la correzione necessaria ad assicurare che il sistema finanziario operi efficientemente su basi sostenibili, ed esporre i contribuenti a perdite ancor maggiori. A maggio 2009 permanevano dubbi sulla solidità a lungo termine di importanti banche internazionali, e l'incertezza sulle perdite potenziali nei portafogli prestiti e in altre esposizioni creditorie rendeva difficile la raccolta di capitale privato da parte delle banche.

... senza riuscire ad affrontare in modo convincente il problema delle attività deteriorate

Questa sezione descrive anzitutto le principali caratteristiche dei piani di salvataggio dei governi e le reazioni con cui sono stati accolti dal mercato. Essa valuta quindi la risposta delle autorità alla luce dell'esperienza delle crisi dei paesi nordici negli anni novanta (riquadro VI.B) e considera da ultimo le problematiche che gli interventi pubblici sollevano in un'ottica di più lungo periodo.

Caratteristiche dei piani di salvataggio dei governi

Gli interventi *ad hoc* posti in essere verso la fine di settembre per il salvataggio di singole banche sono stati seguiti in ottobre da annunci di programmi generali dei governi di gran parte delle principali economie. Parallelamente, sono state rilasciate dichiarazioni pubbliche con cui si assicurava che non si sarebbe lasciata fallire nessuna istituzione di importanza sistemica. I piani di salvataggio consistevano in interventi finalizzati alla liquidità e alla solvibilità di determinate istituzioni e al funzionamento dei mercati finanziari (tabella VI.2). Mentre nelle fasi precedenti della crisi le banche centrali avevano erogato finanziamenti a breve a istituzioni selezionate, a partire dalla terza fase sono stati i governi a facilitare l'accesso a fonti più durature di finanziamento, fornendo garanzie su depositi e passività. Per arginare i problemi di solvibilità, i governi sono intervenuti con ricapitalizzazioni bancarie. Nel tentativo di far fronte ai crediti in sofferenza, hanno inoltre effettuato acquisti di attività o fornito garanzie contro le perdite eccezionalmente elevate subite su specifici portafogli di istituzioni chiave. Infine, come rimedio di ultima

Garanzie sui depositi, accesso agevolato al rifinanziamento del debito e ricapitalizzazioni bancarie

Misure speciali per stabilizzare il sistema finanziario ¹													
	AU	BR	CA	CH	DE	FR	GB	HK	IT	JP	KR	NL	US
Assicurazione depositi	✓			✓	✓		✓	✓	✓		✓		✓
Limiti alle vendite allo scoperto	✓		✓		✓	✓	✓		✓	✓		✓	✓
Iniezioni di capitale		✓		✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Garanzie sul debito	✓		✓		✓	✓ ²	✓		✓	✓	✓	✓	✓
Assicurazione di attività							✓					✓	✓
Acquisto di attività	✓		✓	✓	✓		✓			✓			✓
Nazionalizzazioni					✓		✓					✓	✓

AU = Australia; BR = Brasile; CA = Canada; CH = Svizzera; DE = Germania; FR = Francia; GB = Regno Unito; HK = Hong Kong SAR; IT = Italia; JP = Giappone; KR = Corea; NL = Paesi Bassi; US = Stati Uniti. ✓ = sì; spazio vuoto = no.

¹ Sulla base delle informazioni aggiornate a fine aprile 2009. ² Tramite la Société de financement de l'économie française.

Fonte: statistiche nazionali. Tabella VI.2

Riquadro VI.B – Soluzione della crisi finanziaria: l'insegnamento dei paesi nordici

Nella risoluzione delle rispettive crisi bancarie verso la fine degli anni ottanta e agli inizi degli anni novanta Finlandia, Norvegia e Svezia adottarono comportamenti oggi ampiamente riconosciuti come "prassi ottimali"^①. Un raffronto tra quell'episodio e la crisi attuale rivela che, nonostante la natura dei problemi sottostanti sia alquanto simile, il modo differente in cui si sono manifestati ha profondamente condizionato i tempi e le modalità degli interventi ufficiali. Il presente riquadro illustra due principi basilari per la risoluzione delle crisi bancarie emersi da quegli eventi e considera in che misura la diversità delle situazioni contingenti abbia influito sul loro grado di applicazione.

L'obiettivo principale della gestione e soluzione delle crisi è quello di minimizzarne i costi in termini di perdita di prodotto. Vi è ormai ampio consenso su due principi considerati ottimali per il conseguimento di tale obiettivo. Primo, occorre riconoscere tempestivamente la natura e l'ampiezza dei problemi bancari, e quindi intervenire in tempi brevi per evitare un deterioramento latente della qualità degli attivi sottostanti che potrebbe amplificare i costi della soluzione. Secondo, gli interventi dovrebbero essere attuati in profondità e su vasta scala; ossia, dopo aver preso le misure necessarie a stabilizzare la situazione, le autorità dovrebbero assicurarsi che le perdite siano contabilizzate, i crediti in sofferenza stralciati, il sistema ricapitalizzato e l'eccesso di capacità rimosso. Ripulendo i bilanci e favorendo la correzione, queste misure dovrebbero ripristinare la capacità del sistema finanziario di operare efficacemente e sostenere la sua redditività a lungo termine, e porre così le basi per una ripresa economica in grado di autosostenersi.

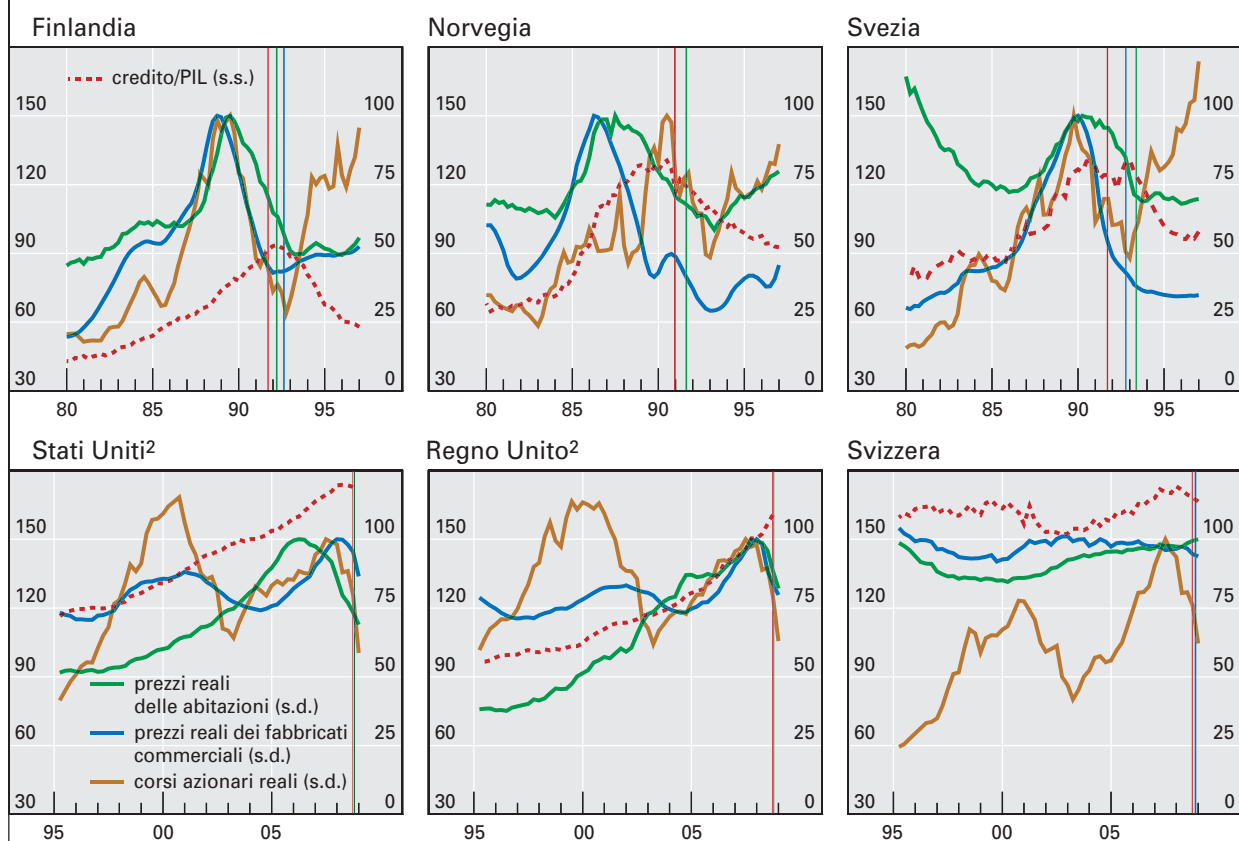
I provvedimenti specifici, pur variando a seconda delle circostanze, richiederanno inevitabilmente la volontà politica di impegnare denaro pubblico e la capacità di esercitare un adeguato controllo sugli intermediari finanziari attraverso l'imposizione di condizioni severe o il passaggio alla proprietà statale. Sarà così possibile responsabilizzare manager e azionisti, evitare che le istituzioni assistite acquisiscano un indebito vantaggio competitivo, limitare il rischio di manovre azzardate per la sopravvivenza (c.d. "gambling for resurrection") e contenere i costi per i contribuenti. I manager in carica e gli azionisti saranno infatti incentivati a rinviare il riconoscimento delle perdite e a temporeggiare per assicurarsi le condizioni più vantaggiose.

Le crisi nordiche e quella attuale hanno in comune un aspetto fondamentale: tutte possono essere considerate come il risultato dell'inversione di un ciclo ("finanziario") di crescita eccessiva del credito e dei prezzi delle attività (grafico VI.B). Esse sono state precedute da una crescita eccezionalmente rapida e prolungata del credito al settore privato in rapporto al PIL, unitamente a rialzi altrettanto pronunciati dei prezzi delle attività, specie degli immobili residenziali. Studi recenti mostrano in effetti che gli indicatori anticipatori in tempo reale basati sui boom dei prezzi del credito e delle attività consentono di prevedere l'insorgere di crisi bancarie di questo tipo con notevole anticipo^②.

Benché le circostanze di fondo siano simili, i due episodi considerati differiscono nettamente per quanto concerne la fase del ciclo finanziario in cui si sono verificati i primi eventi sistemici e le successive reazioni da parte delle autorità (grafico VI.B). Nelle crisi nordiche sono stati effettuati interventi di ampia portata molto dopo che i prezzi degli immobili avevano cominciato a flettere. Per contro, la crisi attuale è scoppiata in un momento più precoce della fase discendente del ciclo finanziario, come evidenziato dall'esperienza di Stati Uniti e Regno Unito. Le banche nordiche erano inoltre maggiormente prossime all'insolvenza; in effetti, gli interventi delle autorità miravano in parte a riportare il capitale delle banche al disopra dei requisiti minimi del Basilea 1. Nella crisi attuale, invece, gran parte degli istituti disponeva di risorse patrimoniali ben superiori a tali minimi. Pertanto, sotto il profilo della tempestività dell'intervento – il primo dei due principi citati – la gestione della crisi nell'episodio attuale appare migliore di quella dell'esperienza nordica.

Una ragione fondamentale di questa diversa tempistica risiede probabilmente nelle prassi contabili applicate. La crisi attuale è iniziata come una crisi di valutazione *mark-to-market*: le perdite hanno interessato dapprima le attività cartolarizzate iscritte in bilancio al *fair value*, e in definitiva buona parte delle perdite rilevate fino a oggi rientra in tale categoria (tabella III.2). Durante le crisi nordiche, invece, le perdite erano contabilizzate ai prezzi storici (in base al principio della competenza) una volta avvenuto il deterioramento dei prestiti. Rispetto a quel metodo, la contabilità *mark-to-market* rileva le perdite molto prima, anche senza che si verifichi un chiaro evento creditizio. Non appena gli operatori anticipano

Ciclo finanziario e crisi bancarie¹



¹ Le serie dei prezzi delle attività sono normalizzate a 100 in base al rispettivo picco all'interno di una finestra temporale intorno a ciascuna crisi bancaria (per i paesi nordici, 1985-1992; per gli altri paesi, 2004-09). Le linee verticali indicano i seguenti eventi: rosso = primo evento sistemico (fallimento o salvataggio rilevante); blu = introduzione di uno schema di garanzia per il debito; verde = programma di ricapitalizzazione bancaria generalizzata. ² Introduzione contemporanea di uno schema di garanzia per il debito e di un programma di ricapitalizzazione bancaria generalizzata.

Fonti: statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

Grafico VI.B

un'insolvenza futura, il prezzo del titolo registra un calo, che viene generalmente accentuato dalla crescente avversione al rischio, cui possono accompagnarsi vendite forzate.

Paradossalmente, tuttavia, la maggiore tempestività nel riconoscimento delle perdite e nell'intervento pubblico ha di fatto complicato la gestione della crisi relativamente al secondo principio di prassi ottimale: per le autorità è infatti risultato più difficile esercitare il controllo necessario a risanare i bilanci. Nella maggior parte dei casi le perdite valutate ai prezzi correnti di mercato hanno danneggiato le istituzioni ma non le hanno messe in oggettivo stato di insolvenza (Capitoli III e VI), il che ha ristretto la gamma di opzioni a disposizione delle autorità. Per esempio, in tali circostanze è più difficile imporre condizioni stringenti o rettifiche di valore, ed è maggiore il rischio di violare i diritti di proprietà degli azionisti. Ma quel che più conta è che i disordini sui mercati dei finanziamenti provocati dalle perdite al valore di mercato possono aver offuscato l'interpretazione dei problemi sottostanti. Per vario tempo, quella che fondamentalmente era un'incombente crisi di solvibilità è stata in genere considerata come una pura crisi di liquidità (Capitolo II). Era convinzione diffusa che i forti ribassi di prezzo delle attività sarebbero stati temporanei e che i mercati e l'intermediazione avrebbero ripreso a funzionare efficacemente grazie al sostegno di liquidità delle banche centrali. Tuttavia, se il ciclo del credito dovesse seguire un profilo analogo a cicli precedenti caratterizzati da gravi dissesti bancari, alle perdite *mark-to-market* farà seguito un palese deterioramento dei portafogli prestiti.

Nel frattempo, esiste il pericolo che gli sforzi delle autorità si concentrino eccessivamente su interventi a sostegno del credito, dei prezzi delle attività e della domanda aggregata, anziché incoraggiare la necessaria correzione dei bilanci. Le soluzioni applicate dai paesi nordici comportavano il pieno riconoscimento delle perdite, svalutazioni patrimoniali, nonché un ridimensionamento dei bilanci

e delle reti di filiali delle banche beneficiarie di un sostegno mirato. I provvedimenti impiegati a tal fine prevedevano condizioni severe e/o l'assunzione di partecipazioni maggioritarie da parte dello Stato. L'unica eccezione al riguardo fu un apporto generale di capitale pubblico in Finlandia, destinato in parte a ripristinare condizioni di parità concorrenziale tra le istituzioni assistite e le altre istituzioni, e a sostenere la capacità di prestito. Per contro, le condizioni che accompagnano i recenti piani non tendono in genere a incoraggiare l'aggiustamento, e anzi prevedono in alcuni casi obiettivi di incremento dell'attività di prestito per sostenere il credito interno. Vi è pertanto il rischio di procrastinare la creazione di un contesto propizio a una ripresa in grado di autosostenersi.

® Per un'analisi comparata della soluzione delle crisi nordiche, cfr. la 63ª *Relazione annuale* della BRI, Capitoli VII e VIII. ® Le principali eccezioni al riguardo provengono da quei sistemi bancari che nella crisi attuale hanno accusato problemi esclusivamente a causa di esposizioni transfrontaliere, come quelli di Germania e Svizzera. Cfr. C. Borio e M. Drehmann, "Valutazione del rischio di crisi bancarie (rivisitazione)", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2009 (versione integrale disponibile solo in inglese).

istanza hanno nazionalizzato istituzioni finanziarie insolventi per proteggere i depositanti ed evitare effetti di contagio, o hanno acquisito partecipazioni maggioritarie.

Le garanzie su depositi e titoli di debito preservano le principali fonti di finanziamento

Grazie al potenziamento delle garanzie offerte ai depositanti e ai creditori delle banche, i governi hanno protetto le principali fonti di finanziamento bancario e facilitato al contempo il rifinanziamento del debito in scadenza (tabella VI.2). Oltre venti paesi hanno introdotto o esteso le garanzie sui depositi al dettaglio e commerciali, riducendo la probabilità di una corsa agli sportelli bancari. Le garanzie sul debito offerte dai governi hanno consentito alle banche beneficiarie di emettere nuove obbligazioni assistite da sostegno pubblico esplicito in contropartita del pagamento di una commissione annua. I collocamenti effettuati nel quadro di questi schemi hanno rappresentato la maggior parte delle obbligazioni bancarie emesse nell'ultimo trimestre 2008 e nel primo del 2009.

L'utilizzo degli schemi di garanzia è più lento del previsto ...

Il ricorso ai programmi di garanzia statale è stato più lento del previsto, in quanto le condizioni e i costi delle transazioni hanno agito da deterrente sugli emittenti. Le scadenze variavano in genere dai tre ai cinque anni, a seconda dei paesi, e la maggioranza delle banche ha mostrato di preferire le scadenze più lunghe fra quelle disponibili. I costi delle garanzie risultavano più alti per le banche europee rispetto a quelle statunitensi; mentre gli Stati Uniti applicavano una commissione fissa a tutti i mutuatari indipendentemente dal merito di credito, in Europa il costo delle garanzie era collegato ai differenziali precedentemente registrati sui *credit default swap* (CDS), e quindi maggiore per i mutuatari più rischiosi. In alcuni casi questo costo rendeva più attraente il finanziamento a più breve termine attraverso le linee di credito della banca centrale.

... a causa della complessità dei programmi e di vincoli operativi

La complessità dei programmi di garanzia e il loro diverso trattamento a fini patrimoniali nelle varie giurisdizioni hanno scoraggiato taluni investitori. La ponderazione per il rischio delle obbligazioni con garanzia statale varia tra i paesi: mentre alcune autorità le considerano esenti da rischio, altre applicano un coefficiente del 20%. Inoltre, non tutti i mercati accettano come collaterale il debito garantito dallo Stato. Infine, alcuni investitori erano soggetti a restrizioni legali od operative che impedivano loro l'acquisto di questa nuova categoria di attività.

I governi hanno effettuato operazioni di ricapitalizzazione delle banche al fine di ridurre la leva finanziaria e rafforzarne la solvibilità. Mentre il Tesoro britannico ha impiegato azioni ordinarie, la maggior parte degli altri paesi si è avvalsa di strumenti ibridi – come azioni privilegiate o titoli convertibili – che combinano il flusso di reddito stabile delle obbligazioni con la potenziale rivalutazione delle azioni ordinarie³. Sebbene possano essere assimilati alle azioni ai fini del calcolo dei requisiti patrimoniali di una banca, i titoli ibridi non godono della piena fiducia degli operatori a causa della loro limitata capacità di assorbire le perdite.

Le iniezioni di capitale pubblico rafforzano la solvibilità delle banche

Le autorità hanno perlopiù optato per l'acquisto di azioni privilegiate, che limitano i rischi di perdite per i contribuenti, assicurando al tempo stesso un flusso di dividendi più attraente rispetto alle azioni ordinarie. Questi vantaggi sono tuttavia controbilanciati in genere dall'assenza del diritto di voto degli azionisti alle assemblee, che riduce la loro capacità di influire sulla gestione. Nel caso delle azioni privilegiate acquisite dalle autorità statunitensi, esiste la possibilità di una futura rivalutazione, in quanto tali titoli includono un'opzione decennale per l'acquisto di azioni ordinarie a un prezzo prestabilito. La diversità degli schemi proposti ha reso difficile il raffronto tra condizioni e costi dei programmi di ricapitalizzazione nei vari paesi.

I governi optano per azioni privilegiate a più basso rischio ma prive di diritto di voto

Gli apporti di capitale pubblico sono stati subordinati a una serie di condizioni. Molti paesi hanno seguito l'esempio della Francia, richiedendo alle banche beneficiarie di erogare nuovi crediti sull'interno con obbligo di segnalazione alle autorità. Mentre negli Stati Uniti e in Germania i programmi di ricapitalizzazione contemplavano inizialmente vincoli alla distribuzione di dividendi ordinari, solo il Regno Unito ha esplicitamente proibito tale pagamento finché rimanevano in essere azioni privilegiate del governo. In alcuni casi l'applicazione concreta di talune condizioni è risultata difficile a causa della loro indeterminatezza e della scarsa volontà o capacità di interferire nella gestione delle banche. Ad esempio, molti piani di salvataggio prevedevano restrizioni generali alla remunerazione dei dirigenti, ma ai governi mancavano i voti, l'appoggio dei consigli di amministrazione delle banche e le basi legali per bloccare i pagamenti.

Le condizioni abbinate ai piani di ricapitalizzazione sono difficili da applicare

Alcuni governi sono intervenuti in aiuto di importanti istituzioni finanziarie acquistando attività deteriorate o fornendo un'assicurazione contro le perdite a fronte di determinati portafogli. La Banca nazionale svizzera (BNS) ha acquistato da UBS attività collegate a mutui ipotecari collocandole in una struttura apposita. Riducendo le attività ponderate per il rischio, l'operazione ha consentito a UBS di diminuire l'ammontare del patrimonio regolamentare da detenere a fronte delle perdite potenziali. Sebbene la BNS si sia accollata il rischio di perdite, essa potrebbe anche fruire dei guadagni rivenienti da un recupero di valore delle attività. Anche Stati Uniti e Germania hanno annunciato

Solo il governo svizzero effettua acquisti di attività bancarie ...

³ Le azioni privilegiate sono generalmente prive di diritto di voto, mentre godono di prelazione rispetto alle azioni ordinarie nella distribuzione dei dividendi e nel riparto del capitale di liquidazione. I titoli convertibili sono obbligazioni trasformabili in un dato numero di azioni ordinarie su richiesta dell'investitore.

programmi di acquisto di attività, che a maggio non si erano tuttavia ancora concretizzati.

... mentre Paesi Bassi, Regno Unito e Stati Uniti offrono schemi di assicurazione

I governi di Paesi Bassi, Regno Unito e Stati Uniti hanno offerto ad alcune banche (ING, RBS, Lloyds TSB, Bank of America e Citigroup) assicurazioni contro perdite su attività. In base allo schema adottato, il governo si impegna ad assumere una quota (in genere l'80-90%) delle perdite potenziali restanti dopo che la banca abbia assorbito le prime perdite (franchigia) su uno specifico portafoglio. In contropartita, la banca versa al governo un premio di assicurazione commisurato alla rischiosità del portafoglio. Limitando le perdite potenziali della banca, queste assicurazioni riducono il capitale proprio da mantenere a fini di vigilanza. Sul governo gravano tuttavia ingenti passività potenziali dovute alla possibilità che il valore delle attività subisca cali significativi.

Acquisto di partecipazioni maggioritarie dello Stato in banche insolventi

Infine, i governi di Irlanda, Islanda, Regno Unito e Stati Uniti hanno assunto il controllo di un certo numero di istituzioni finanziarie insolventi nell'intento di proteggere i depositanti ed evitare rischi di contagio (Capitolo II). I passaggi di controllo sono stati effettuati direttamente dalle autorità di regolamentazione (nel caso delle agenzie USA di emanazione governativa e delle banche islandesi) o attraverso un'ingiunzione del tribunale (come per Bradford & Bingley nel Regno Unito e per il gruppo belga-olandese Fortis). In alcuni casi il controllo è stato ottenuto attraverso l'acquisizione di quote maggioritarie o della totalità delle azioni con diritto di voto (AIG e Royal Bank of Scotland). Mentre negli Stati Uniti esisteva già la base giuridica per un'acquisizione di parte ufficiale, in Germania e nel Regno Unito si sono dovute varare nuove leggi per facilitare operazioni di questo tipo, che altrimenti avrebbero potuto essere bloccate dagli azionisti. La loro incerta solvibilità e il rischio di una successiva nazionalizzazione hanno reso praticamente impossibile per alcune istituzioni finanziarie in difficoltà raccogliere capitale, poiché gli investitori azionari e i creditori temevano l'eventualità di svalutazioni patrimoniali.

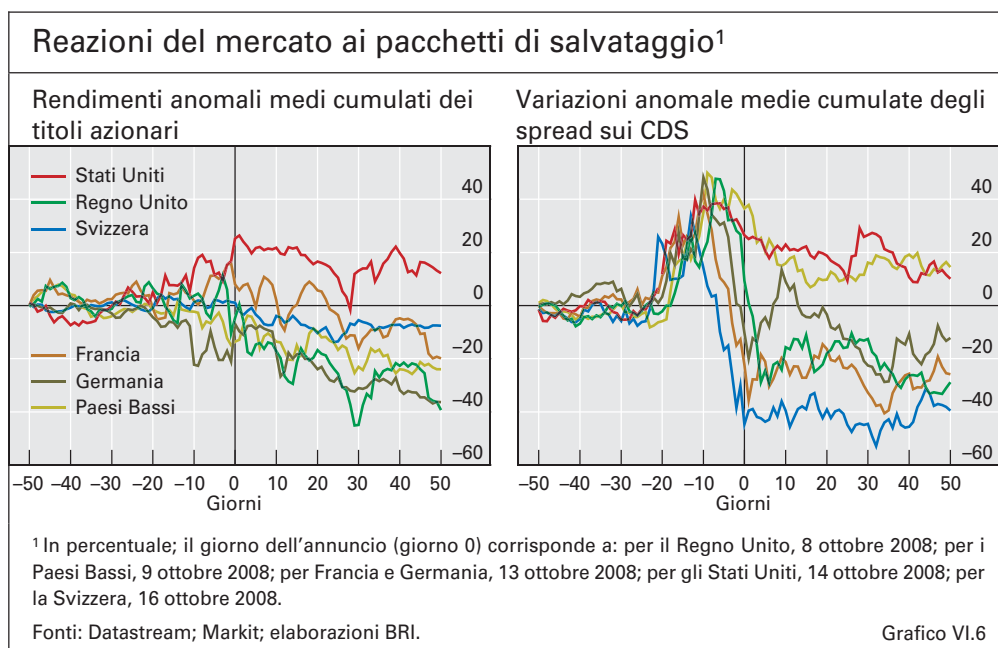
Reazioni di mercato ai piani di salvataggio

Gli interventi statali non ripristinano la fiducia nelle prospettive a più lungo termine ...

Gli interventi statali effettuati alla fine di settembre e nell'ottobre 2008 hanno scongiurato il fallimento di banche primarie e protetto i depositanti, ma non sono riusciti a dissipare del tutto i timori circa la solidità delle maggiori banche internazionali. Sebbene il sostegno pubblico abbia in parte rassicurato i creditori, come mostra il restringimento degli spread creditizi rispetto ai titoli di Stato e dei differenziali sui contratti CDS, per molte banche la raccolta di nuovo capitale presso gli investitori privati ha continuato a essere difficile, se non addirittura impossibile (cfr. anche il Capitolo II). Di conseguenza, tra novembre 2008 e maggio 2009 alcuni governi hanno effettuato a più riprese conferimenti di capitale a favore di determinate banche.

... come attesta la discesa dei corsi azionari

L'iniziale risposta positiva, in ottobre, all'annuncio dei piani di salvataggio è ravvisabile nel rialzo delle azioni bancarie, cui è seguita una serie di ribassi nei mesi seguenti a riprova che gli azionisti ordinari prevedevano ulteriori perdite. Per come erano concepiti, i piani di salvataggio non fornivano protezione ai detentori di capitale, ed era da prevedersi una moderata flessione dei corsi delle azioni bancarie dovuta alla diluizione dell'azionariato esistente



(grafico VI.6, diagramma di sinistra). Dopo le iniezioni di capitale, i corsi delle azioni bancarie hanno registrato andamenti peggiori dell'indice generale in tutti e sei i paesi considerati. La loro flessione è stata maggiore nel Regno Unito a causa del divieto di distribuire dividendi ordinari. Le azioni delle banche destinatarie di fondi statali hanno registrato risultati inferiori anche rispetto a quelle che non ne avevano beneficiato.

Più positiva è stata la valutazione degli interventi governativi da parte dei creditori, come dimostra il restringimento degli spread sui CDS che ha interessato le banche di vari paesi (grafico VI.6, diagramma di destra). Innalzando i coefficienti patrimoniali e fornendo i mezzi per il rifinanziamento del debito in essere, le misure di salvataggio dei governi hanno ridotto le probabilità di insolvenza, spingendo mediamente verso il basso i premi sui CDS. Anche i differenziali sul debito senior e subordinato delle banche sono diminuiti rispetto ai sottostanti titoli pubblici di riferimento. Nonostante queste indicazioni positive, alcune banche hanno continuato a dare segni di difficoltà e gli spread creditizi sono rimasti elevati. I livelli relativamente alti dei differenziali sulle obbligazioni bancarie emesse nel quadro di diversi schemi di garanzia governativa fanno ritenere che i creditori abbiano continuato a nutrire dubbi sulla condizione finanziaria delle banche e sulla credibilità dell'impegno statale a scongiurare il fallimento di istituzioni di rilevanza sistemica.

Valutazioni più positive da parte dei creditori ...

... ma gli spread creditizi restano alti

Valutazione degli interventi dei governi

Nell'insieme, è possibile che i governi non abbiano agito con sufficiente rapidità per rimuovere le attività problematiche dai bilanci delle maggiori banche. L'esperienza dei paesi nordici negli anni novanta insegna che è necessario affrontare il problema delle attività in sofferenza se si vuole ridurre l'incertezza, ristabilire durevolmente la fiducia e porre le basi per un sistema finanziario efficiente (riquadro VI.B). Nonostante questi insegnamenti, le misure

Difficoltà dei governi nell'affrontare il problema delle attività deteriorate

fin qui adottate si sono prevalentemente concentrate sull'offerta di garanzie e di capitale sovvenzionato. Nello stesso tempo, i piani assicurativi e le garanzie statali hanno esposto i contribuenti a perdite potenzialmente elevate. I progressi sul fronte degli attivi bancari deteriorati sono stati rallentati dalla complessità dei titoli in questione, da vincoli legali e soprattutto dalla scarsa volontà politica di impegnare fondi pubblici nell'opera di risanamento. Ciò rischia di prolungare la crisi e ritardare la ripresa poiché la disfunzione del sistema finanziario riduce la capacità delle politiche monetarie e fiscali di stimolare l'economia.

La carenza di progressi nel rimuovere le attività deteriorate dai bilanci bancari e nel contabilizzare le perdite connesse è illustrata dall'esperienza degli Stati Uniti. Anziché acquistare direttamente i crediti inesigibili, il Tesoro USA ha presentato in marzo il Public-Private Investment Program (PPIP), un piano per stimare queste attività e stralciarle dai bilanci con l'ausilio di un meccanismo d'asta. Nel quadro del PPIP, gli investitori privati ammessi sono stati invitati a presentare offerte di acquisto di attività immobiliari problematiche detenute da banche. Le offerte accolte beneficeranno di corrispondenti fondi statali e finanziamenti senza azione di regresso e a condizioni attraenti, mentre il governo si assumerà eventuali perdite eccedenti il capitale investito. Le favorevoli condizioni offerte mirano in parte ad accrescere il valore dei titoli sottostanti, a fornire incentivi sufficienti all'afflusso di capitale privato e ad attrarre competenze in grado di valutare e gestire le attività in questione. Ciò nonostante, a maggio 2009 l'esito del PPIP appariva incerto.

Le autorità USA effettuano prove di stress presso 19 grandi banche

Nell'intento di rafforzare la fiducia nei confronti delle banche, nell'aprile 2009 gli organi di regolamentazione USA hanno condotto prove di stress presso 19 società *holding* per assicurarsi che fossero sufficientemente capitalizzate in base a una serie di ipotesi relative alle perdite su diverse attività bancarie nell'arco del prossimo biennio. Dopo la pubblicazione dei risultati agli inizi di maggio, le autorità statunitensi hanno chiesto a 10 delle 19 banche esaminate di accrescere il livello o la qualità del patrimonio includendovi un maggior numero di azioni ordinarie. Diverse banche hanno tratto vantaggio dal clima di minore incertezza e dall'accresciuta propensione al rischio degli investitori dopo la pubblicazione delle prove di stress per finanziarsi con strumenti di capitale e di debito. Esercizi analoghi sono stati condotti nel Regno Unito, mentre era ancora aperto il dibattito sui potenziali benefici di simili prove di stress condotte a livello UE.

Con il procedere della crisi, salgono le perdite e le inadempienze su crediti

Appare chiaro che il deterioramento della qualità del credito è destinato a generare ulteriori perdite nei portafogli prestiti e in altre esposizioni creditizie delle banche (Capitolo III). Queste ultime potrebbero essere quindi incentivate a differire il riconoscimento delle perdite, avvalendosi del margine discrezionale che le regole contabili conferiscono al management nel decidere quando svalutare le attività. Se da un lato i contribuenti non vorranno vedersi esposti a nuove perdite potenziali, dall'altro occorrerà probabilmente che lo Stato fornisca ulteriore sostegno alle maggiori istituzioni finanziarie per facilitare la necessaria correzione, ristabilire la fiducia nel sistema finanziario e rilanciare l'attività di credito su base duratura.

Considerazioni di più lungo periodo

In una prospettiva di più lungo periodo, gli interventi statali in soccorso delle banche sollevano una serie di problematiche.

Anzitutto, le autorità devono contemperare gli obiettivi a breve con quelli a medio termine. Le misure di breve periodo che ritardano l'aggiustamento e sostengono la domanda aggregata potrebbero non essere compatibili con la necessità a medio termine di un abbassamento del grado di leva dei bilanci delle banche, atto a creare le basi per un sistema finanziario solido e una ripresa autosufficiente.

In secondo luogo, i piani di salvataggio di banche ritenute troppo grandi o troppo interconnesse per poter fallire pongono problemi di *moral hazard*. Poiché si considerava fondamentale evitare fallimenti di grandi istituzioni finanziarie dopo quello di Lehman Brothers, il rischio di *moral hazard* è stato accettato come un male necessario. Tuttavia, proteggendo i creditori e limitando le perdite per gli azionisti, gli interventi governativi rischiano di ridurre l'incentivo dei finanziatori a monitorare le banche in futuro. Nello stesso tempo, i dirigenti delle banche e gli operatori che hanno tratto vantaggio dall'assunzione di rischio potrebbero non essere chiamati a rispondere congruamente delle perdite.

In terzo luogo, le azioni di salvataggio e la vendita assistita dallo Stato di banche insolventi possono involontariamente accrescere il rischio sistemico nella misura in cui creano istituzioni finanziarie di dimensioni sempre maggiori. Negli Stati Uniti, ad esempio, nel marzo 2008 la Federal Reserve ha facilitato con un prestito l'acquisizione di Bear Stearns da parte di JPMorgan Chase. Successivamente, nel settembre 2008, la FDIC ha predisposto un piano per la vendita alla stessa JPMorgan Chase delle filiazioni bancarie di Washington Mutual. Nel Regno Unito il governo ha ceduto le operazioni al dettaglio di Bradford & Bingley al Banco Santander, una delle maggiori banche dell'area dell'euro in termini di attività. Ulteriori esempi del genere sono riscontrabili in altri paesi. Come rileva il Capitolo VII, le istituzioni finanziarie di grandi dimensioni comportano rischi sistemici sproporzionati.

Infine, il mancato coordinamento degli interventi tra i paesi ha sollevato timori riguardo alla distorsione della concorrenza. In particolare, i piani nazionali di salvataggio si differenziano tra loro per condizioni, grado di copertura e costi, ed offrono ad alcune banche termini più favorevoli rispetto a quelli di cui beneficiano le loro concorrenti. La Commissione europea ha esaminato le misure di salvataggio degli Stati membri dell'UE nell'intento di evitare indebite distorsioni della concorrenza, ma i piani di altri paesi non sono stati sottoposti ad alcuno scrutinio analogo. La mancanza di coordinamento a livello mondiale rischia di creare disparità di trattamento per le banche internazionali. Inoltre, il sostegno pubblico esplicitamente subordinato all'erogazione di credito sull'interno potrebbe involontariamente contribuire al disimpegno delle banche internazionali dai mercati esteri (Capitoli III e V).

Le risposte a breve potrebbero contrastare con gli obiettivi a medio termine

Rischio di *moral hazard* nel più lungo periodo

I salvataggi bancari possono accentuare il rischio sistemico in futuro

Il mancato coordinamento tra paesi altera la concorrenza

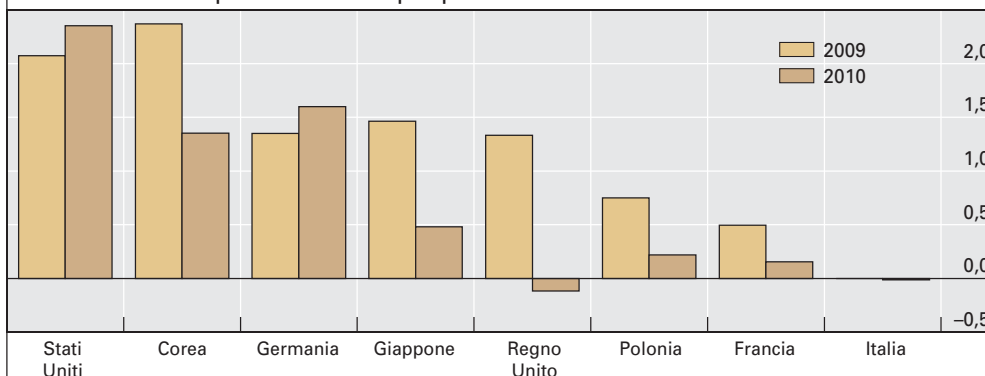
Politiche di bilancio a sostegno della domanda aggregata

Verso la fine del 2008, quando la crisi è entrata nella sua quarta fase, si è diffuso il timore che la politica monetaria potesse non bastare a scongiurare

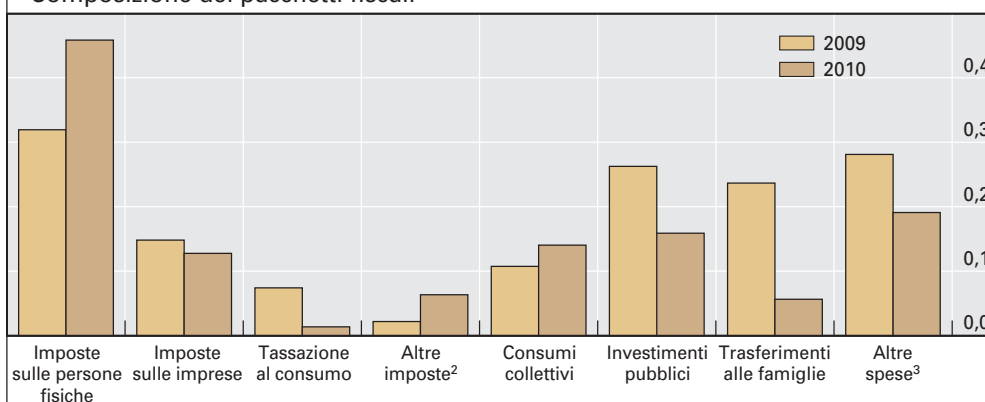
Pacchetti fiscali nei paesi dell'OCSE

Stima dei costi per le finanze pubbliche, in percentuale del PIL del 2008

Dimensione dei pacchetti fiscali per paese¹



Composizione dei pacchetti fiscali



¹ Include le misure adottate sul fronte delle entrate e delle spese in risposta alla crisi finanziaria, ma non l'impatto potenziale sui saldi di bilancio derivante dalle ricapitalizzazioni, dagli schemi di garanzia o da altre operazioni finanziarie. ² In prevalenza contributi per sistemi pensionistici pubblici, sussidi di disoccupazione e di invalidità, assistenza sanitaria, ecc. ³ In prevalenza trasferimenti alle imprese e alle amministrazioni pubbliche subnazionali.

Fonte: OCSE, *Economic Outlook Interim Report*, marzo 2009.

Grafico VI.7

La politica di bilancio come rimedio di ultima istanza

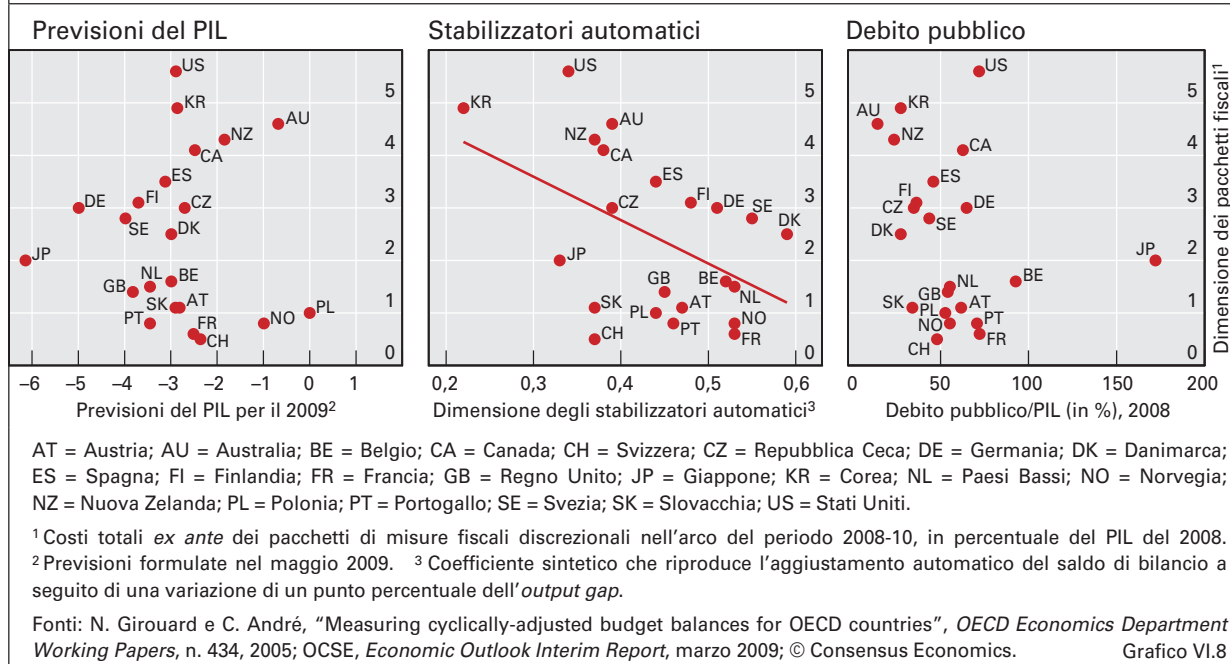
una forte contrazione del prodotto. Del pari, nonostante avessero verosimilmente evitato il collasso del sistema finanziario, le ricapitalizzazioni bancarie e le garanzie statali erano giudicate insufficienti a rilanciare l'attività economica a breve termine. Alla luce di ciò, le autorità di tutte le maggiori economie hanno fatto ricorso a misure di politica fiscale per stimolare la domanda aggregata e mitigare così la recessione economica. A maggio 2009 quasi tutti i paesi OCSE e molte economie emergenti non appartenenti all'OCSE avevano annunciato programmi di stimolo fiscale.

Le dimensioni dei programmi riflettono l'incidenza degli stabilizzatori automatici

La portata dei pacchetti fiscali annunciati varia notevolmente tra i paesi. Nell'area OCSE, gli Stati Uniti hanno presentato il programma più ampio, con oneri finanziari stimati ben oltre il 2% del PIL sia nel 2009 che nel 2010 (grafico VI.7, diagramma superiore)⁴. Le dimensioni relative dei programmi non

⁴ Alcuni programmi di stimolo fiscale annunciati nei paesi non appartenenti all'OCSE avevano dimensioni ancor maggiori in rapporto al PIL. In realtà, il "nuovo" stimolo effettivamente impartito è spesso molto minore di quanto non facciano ritenere le cifre pubblicate, perché queste ultime possono ricomprendere precedenti impegni di spesa o passività eventuali, che invece non figurano nelle statistiche OCSE.

Necessità e portata dei provvedimenti discrezionali di stimolo fiscale



sono positivamente correlate con la gravità della recessione nei vari paesi (grafico VI.8, diagramma di sinistra). Un ruolo ben più importante è svolto dall'incidenza relativa degli stabilizzatori automatici, ai quali va attribuito circa un quinto del divario nelle dimensioni dei pacchetti fiscali tra i paesi OCSE (grafico VI.8, diagramma centrale).

L'importanza degli stabilizzatori automatici in molte economie implica che i pacchetti discrezionali non andrebbero valutati isolatamente. Una misura più accurata dello stimolo complessivo è data dalla variazione attesa nel saldo di bilancio a breve termine dei governi in risposta alla crisi, nel quale sono incluse anche le spese (e le entrate) relative ai piani di salvataggio finanziario, nonché il deterioramento nel gettito fiscale dovuto alla caduta dei prezzi delle attività. Lo stimolo fiscale non è determinato dalle singole componenti, bensì dalla loro somma.

Rispetto alle previsioni formulate prima dell'intensificarsi della crisi in settembre, l'andamento dei disavanzi di bilancio dovrebbe risultare ben maggiore e interessare in misura sensibile sia la componente strutturale che quella ciclica (grafico VI.1, diagramma inferiore). In base alle proiezioni OCSE del marzo 2009, nell'anno in corso gli Stati Uniti dovrebbero registrare un deficit pari al 10% del PIL, rispetto a circa il 5% delle previsioni di metà 2008. Anche in Francia, Germania, Giappone e Regno Unito la politica di bilancio ha assunto un indirizzo fortemente espansivo. In Italia il saldo strutturale è rimasto pressoché invariato in assenza di un consistente pacchetto discrezionale, mentre gli stabilizzatori automatici hanno gonfiato il disavanzo congiunturale.

La capacità di manovra fiscale differisce notevolmente a seconda dei paesi. Le economie che presentano un ingente debito pubblico, ampi disavanzi di bilancio anche in assenza di misure di stimolo discrezionali, o un livello elevato di passività non finanziate sono soggette a maggiori vincoli di quelle

Le variazioni del disavanzo come misura dello stimolo fiscale

Forte espansione dei disavanzi

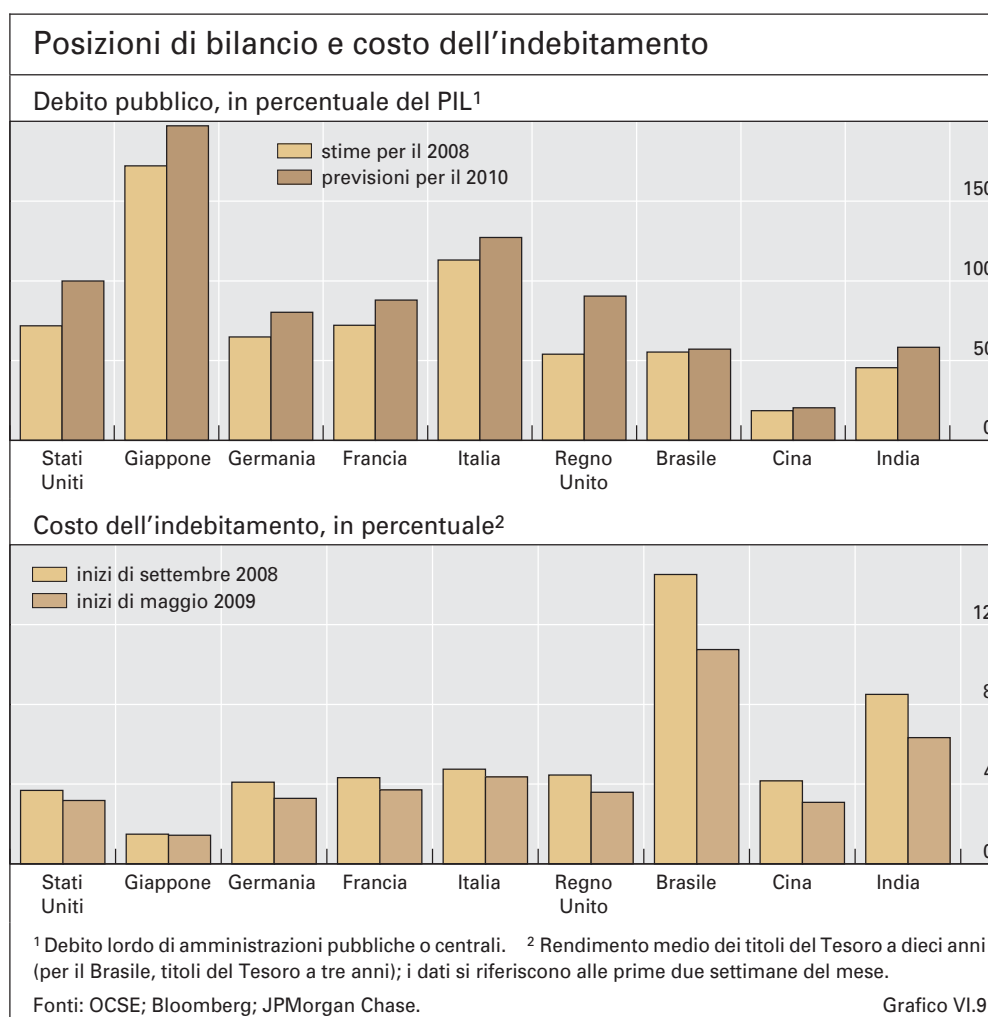
Margini di manovra limitati ...

con una finanza pubblica più sana. Finora, tuttavia, non pare che questi vincoli abbiano influito sulla decisione delle maggiori economie di impartire uno stimolo fiscale: all'interno dell'area OCSE non è riscontrabile un nesso significativo tra dimensioni del pacchetto fiscale e livello del debito pubblico in essere (grafico VI.8, diagramma di destra). Inoltre, i costi di finanziamento sono generalmente diminuiti nonostante la pronunciata dilatazione dei disavanzi di bilancio (grafico VI.9, diagramma inferiore). Fra le eccezioni figurano alcune economie minori con deficit molto elevati, come Irlanda, Islanda e Ungheria, che hanno incontrato notevoli difficoltà nel finanziare il debito pubblico e sono state costrette a inasprire la politica fiscale durante la terza e quarta fase della crisi.

Benché l'approccio adottato sia diverso, la maggior parte dei pacchetti di stimolo contempla sgravi fiscali e aumenti della spesa pubblica (grafico VI.7, diagramma inferiore). I tagli di imposta tendono ad avere un impatto minore sul prodotto rispetto alle misure finalizzate alle famiglie con basso reddito (e presumibilmente bassi saggi di risparmio). Nondimeno, le autorità hanno scelto di includere tali strumenti nei loro recenti programmi di stimolo per varie ragioni. Alcune sono di natura politica: è infatti più facile mobilitare ingenti risorse se la spesa va a beneficio di un'ampia gamma di contribuenti. Altre sono economiche: gli sgravi fiscali possono essere introdotti in tempi

... solo nelle economie minori con posizioni di bilancio meno favorevoli

La composizione dei pacchetti fiscali pone questioni di efficienza



relativamente brevi, mentre un aumento della spesa pubblica comporta spesso notevoli ritardi. Inoltre, i tagli alle imposte sul reddito delle persone fisiche possono avviare un processo di riduzione dell'indebitamento del settore famiglie e quindi accelerare successivamente la ripresa, anche se l'impatto a breve sul PIL è modesto.

Se è indubbio che i pacchetti fiscali hanno raggiunto dimensioni storicamente elevate, resta ancora da vedere quale sarà la loro efficacia. Le stime al riguardo variano. Ad esempio, sulla base delle risultanze medie del passato il Congressional Budget Office degli Stati Uniti prevede che l'American Recovery and Reinvestment Act – il progetto di legge che contiene la maggior parte delle misure di stimolo fiscale – farà salire il PIL in misura compresa fra 1,4 e 3,8 punti percentuali nel 2009 e di poco meno nel 2010. La scarsa precisione di queste stime rispecchia l'ampia gamma di moltiplicatori fiscali teorizzati in letteratura⁵. Non è tuttavia chiaro se le stime econometriche basate su periodi campione in cui il sistema finanziario funzionava regolarmente possano fornire informazioni utili sull'impatto dello stimolo fiscale nell'attuale congiuntura. Da un lato, le difficoltà finanziarie sono destinate ad accrescere la percentuale di famiglie e imprese che non hanno accesso al credito e che potrebbero spendere una quota maggiore del reddito addizionale. Dall'altro, l'elevato clima di incertezza potrebbe spingere famiglie e imprese a ridurre l'indebitamento o ad accrescere il risparmio, deprimendo l'effetto del moltiplicatore.

Incertezze circa i moltiplicatori fiscali

Rischi

Al momento di andare in stampa, non era ancora chiaro se le politiche espansive adottate in risposta alla drastica contrazione dei ritmi produttivi negli ultimi mesi del 2008 e agli inizi del 2009 sarebbero riuscite a stabilizzare l'economia. La limitatezza dei progressi compiuti nell'affrontare i problemi di fondo del settore finanziario costituisce un serio motivo di preoccupazione. L'esperienza dei paesi nordici negli anni novanta (riquadro VI.B) e altri episodi del passato insegnano che è indispensabile, quale presupposto per una crescita duratura, imporre al sistema bancario di accollarsi le perdite, stralciare i crediti in sofferenza, eliminare l'eccesso di capacità e ricostituire la base patrimoniale. Queste condizioni non sono state soddisfatte. Esiste quindi il rischio non indifferente che l'attuale azione di stimolo determini una ripresa solo temporanea della crescita, seguita da una protratta stagnazione. Inoltre, un recupero transitorio potrebbe rendere più difficile per le autorità l'adozione delle misure che, quantunque impopolari, sarebbero necessarie per risanare il sistema finanziario, con il pericolo di prolungare il periodo di debolezza della crescita.

L'efficacia delle politiche espansive ...

... potrebbe essere compromessa dalla debolezza del sistema finanziario

Nel breve periodo il rischio forse più importante connesso con le politiche espansive è la possibilità di un loro abbandono forzato. Le autorità

Rischio di un'uscita forzata

⁵ I modelli macroeconomici strutturali con aspettative retrospettive (*backward-looking*) attribuiscono generalmente al moltiplicatore un valore superiore a 1: un dollaro di spesa di bilancio determina un aumento del PIL di oltre un dollaro. Per contro, modelli più prospettici (*forward-looking*) e analisi di evento ipotizzano moltiplicatori generalmente inferiori a 1, in quanto un aumento delle uscite fiscali è controbilanciato dalle minori spese in altre settori dell'economia.

monetarie e fiscali delle maggiori economie non hanno incontrato finora serie limitazioni nel perseguimento delle politiche espansive, ma non è detto che ciò duri. Un protratto periodo di ristagno dell'attività economica potrebbe minare la credibilità delle politiche adottate. Qualora gli operatori cominciassero a prevedere che il saldo sottostante resti negativo per vari anni a venire, i governi potrebbero incontrare difficoltà nel collocamento del debito. In tali circostanze, i costi del finanziamento potrebbero aumentare repentinamente, imponendo alle autorità tagli di spesa o significativi aumenti tributari. In alcuni paesi è altresì possibile che agiscano anche vincoli esterni. Specie nelle economie minori più aperte, le pressioni sul cambio potrebbero costringere le banche centrali a seguire un corso più restrittivo di quello giustificato dalle condizioni economiche interne.

Transizione verso una nuova struttura economica

Altri fattori di rischio riguardano il medio termine. Sebbene l'obiettivo immediato dei responsabili delle politiche sia stato quello di moderare la brusca caduta del prodotto, le misure espansive adottate a cavallo fra il 2008 e il 2009 influiranno anche sul processo di transizione verso una struttura economica più sostenibile con indici di indebitamento inferiori, e quindi con un settore finanziario di minori dimensioni. Una certa modulazione dell'aggiustamento è chiaramente auspicabile, ma la correzione degli squilibri evidenziati nel Capitolo I non può essere rinviata indefinitamente. Per poter essere credibili, i responsabili delle politiche devono riconoscere questa realtà.

L'inasprimento delle politiche non dovrebbe creare problemi tecnici ...

A un certo punto l'economia riprenderà a crescere e l'orientamento monetario e fiscale espansivo dovrà essere corretto. Sul piano tecnico la manovra è semplice. La vendita delle abbondanti disponibilità accumulate dalle banche centrali dopo il fallimento di Lehman Brothers richiederà tempo, ma ciò non ne pregiudicherà la capacità di ridurre lo stimolo monetario. Anche nel caso in cui le banche centrali non fossero in grado di ridimensionare i loro bilanci, potranno drenare liquidità attraverso operazioni pronti contro termine, emissioni di titoli, o rendendo più attraente per le banche la detenzione di riserve. Come detto in precedenza, alcune di queste misure sono già state applicate durante la crisi per controbilanciare almeno in parte l'espansione dei bilanci delle banche centrali. Anche la manovra di rimozione dello stimolo fiscale dovrebbe essere relativamente semplice. Alcune misure erano destinate a essere transitorie e, se non prorogate, cesseranno di avere effetto. Altre, pur non avendo un termine di scadenza, potrebbero essere revocate nel corso del normale processo di definizione del bilancio.

... ma la scelta dei tempi di uscita si presenta difficile

Anche se la rimozione dello stimolo monetario e fiscale non pone sostanziali problemi tecnici, non è detto che la manovra restrittiva sarà facile. Anzitutto, vi è un problema di tempi. Una manovra prematura rischia di vanificare la ripresa, mentre un inasprimento tardivo potrebbe sfociare in pressioni inflazionistiche alimentate dallo stimolo impresso oppure contribuire a un nuovo ciclo di aumento della leva finanziaria e di brusca ascesa dei prezzi delle attività. Se la scelta del momento più opportuno per l'inasprimento è difficile in situazioni ottimali, lo è ancor di più nelle presenti circostanze. Gli indicatori tradizionali dell'*output gap* sono verosimilmente di scarsa utilità, non essendo chiaro in che misura i problemi del settore finanziario ridurranno il futuro prodotto potenziale. Un secondo importante problema è di natura

politica. Sia le banche centrali che le autorità finanziarie saranno probabilmente oggetto di forti pressioni politiche volte a ottenere il rinvio di qualsiasi manovra restrittiva.

Sebbene permangano dubbi sulla loro efficacia, le politiche espansive introdotte nel 2008 e nel 2009 avranno comunque conseguenze di lungo periodo, la più importante delle quali è l'elevato livello di debito pubblico che lasceranno in eredità. Anche se le misure di stimolo fossero revocate in tempi brevi, gli impegni assunti con i piani di salvataggio finanziario potrebbero ripercuotersi sulle finanze pubbliche per molti anni a venire, mentre il calo dei prezzi delle attività tenderà a deprimere le entrate. Il più alto livello del debito potrebbe a sua volta spingere al rialzo i tassi di interesse reali e quindi spiazzare l'investimento privato. Tornando al caso degli Stati Uniti, il Congressional Budget Office stima che nel lungo periodo il pacchetto di stimolo adottato contribuirà ad abbassare la crescita futura nella misura dello 0,2% del PIL l'anno. Pertanto, il principale compito delle autorità sarà per molti anni ancora quello di rimettere ordine nelle finanze pubbliche.

Rischio di
sovradilatazione dei
bilanci pubblici

VII. I rischi e le opportunità: verso un sistema finanziario a prova di crisi

Nel quarto trimestre 2008, nonostante la coraggiosa azione di contrasto condotta per oltre un anno dai responsabili delle politiche, la crisi finanziaria si è intensificata al punto da investire l'economia reale. Le banche centrali avevano sì fornito finanziamenti a breve per facilitare i necessari aggiustamenti nel sistema bancario, ma ciò da solo non può bastare ad arginare le perdite. E quella che era stata affrontata come una crisi di liquidità si è confermata essere una crisi di solvibilità. Il fallimento di Lehman Brothers il 15 settembre ha provocato una corsa al ritiro di fondi sul mercato dei crediti interbancari, un'impennata dei rendimenti obbligazionari e una caduta a livello internazionale della fiducia dei consumatori e delle imprese. Il conseguente crollo della spesa per beni di consumo durevoli nelle economie industriali si è velocemente trasmesso all'area emergente attraverso una brusca contrazione dell'interscambio e un'inversione dei flussi di capitali. Il propagarsi della recessione su scala mondiale ha retroagito sui mercati finanziari, trascinando verso il basso i corsi delle azioni e delle obbligazioni, con la sola eccezione dei titoli di debito di qualità primaria.

I drammatici sviluppi degli ultimi tre mesi e mezzo del 2008 hanno costretto le autorità monetarie, fiscali e di regolamentazione a dare battaglia su un nuovo fronte – contrastando le minacce all'economia reale – e ad ampliare il campo di azione per ristabilire la solidità del sistema finanziario. In buona parte dei paesi industriali le banche centrali hanno ridotto i tassi ufficiali ai minimi storici e successivamente allentato ancor più le condizioni finanziarie impiegando i loro bilanci in modo non convenzionale. Nel frattempo, le autorità fiscali si sono adoperate per apprestare programmi di stimolo senza precedenti e – insieme alle autorità di regolamentazione e di vigilanza – hanno fornito risorse destinate a risanare i bilanci delle istituzioni finanziarie.

Il risultato di tutto ciò è stata una combinazione inevitabilmente disordinata di rimedi urgenti per contenere la crisi e bozze di riforma di ampio respiro volte a creare le premesse per una crescita sostenibile. Ma fra i massicci interventi a breve termine si annidano due enormi pericoli per la ripresa nel lungo periodo. Primo, le misure ufficiali adottate finora potrebbero non bastare a ristabilire la solidità del sistema bancario. Secondo, l'assenza di strategie articolate di uscita dai programmi di sostegno monetario, fiscale e finanziario rischia di ostacolare anziché promuovere i necessari aggiustamenti macroeconomici.

Un sistema finanziario solido non è soltanto condizione essenziale per una crescita reale stabile di lungo periodo, ma costituisce altresì un prerequisito per l'efficacia delle politiche espansive che mirano a ricondurre l'economia su quel sentiero. Fintantoché il sistema di intermediazione non riprenderà a funzionare – convogliando ordinatamente le risorse dai risparmiatori agli

investitori e allocando il rischio ai soggetti che hanno la volontà e la capacità di assumerlo – l’ingente stimolo fiscale potrebbe facilmente rivelarsi inefficace, così come avvenne in Giappone un decennio fa. Ne conseguirebbe un massiccio accumulo di debito pubblico senza il ritorno a una crescita robusta. È pertanto di fondamentale importanza che i governi perseverino nell’azione di risanamento del sistema finanziario. La tentazione potrebbe infatti essere quella di fermarsi anzitempo. A un certo punto, forse presto, l’economia reale darà segni di un ritorno alla normalità. Ciò farà nascere la speranza che la rinnovata crescita economica porti a termine l’opera di risanamento dei bilanci bancari. Tuttavia, fintantoché gli intermediari finanziari rimarranno deboli, qualsiasi miglioramento dell’economia reale è destinato a essere temporaneo.

Per fronteggiare la minaccia che la miriade di interventi fiscali, monetari e regolamentari pone alla crescita, le autorità devono trovare modi convincenti per liquidare le misure messe in atto e ridurre, fra l’altro, l’ormai vasto coinvolgimento dello Stato nel sistema finanziario. Laddove sono subentrate agli intermediari privati, le banche centrali dovranno prima o poi abbandonare questo ruolo. E l’espansione della spesa pubblica che può essersi resa necessaria per limitare a breve termine il calo dell’occupazione e della produzione rischia, se eccessiva, di arrecare più danni che benefici. È essenziale che le autorità fiscali dimostrino oggi che la tendenza dei loro bilanci è compatibile con la sostenibilità di lungo periodo¹.

Al di là delle sfide immediate – assistere le istituzioni e i mercati finanziari nel ritrovare la salute, arrestare la recessione e riequilibrare il ruolo dello Stato nell’economia – si pone l’arduo compito di modificare a un tempo l’assetto delle politiche e l’architettura del sistema finanziario. La molteplicità delle cause della crisi descritte nel Capitolo I richiede evidentemente un ampio ventaglio di soluzioni. Sarà necessario correggere le politiche macroeconomiche che hanno condotto ai persistenti squilibri delle bilance correnti e al basso livello dei tassi di interesse. Inoltre, i prezzi delle attività e l’espansione del credito dovranno essere più direttamente integrati nel quadro di riferimento della politica monetaria. La vasta gamma dei fattori microeconomici che hanno contribuito alla crisi – distorsione degli incentivi, inadeguatezze della *governance*, carenze nella gestione dei rischi e debolezze dei sistemi regolamentari – esige cambiamenti altrettanto vasti nell’insieme di regole entro cui operano i mercati.

Nonostante le loro incontestate virtù, i mercati hanno fallito sotto alcuni aspetti fondamentali. È ormai chiaro che l’accresciuta dimensione e complessità del sistema finanziario rende necessario un insieme più articolato di regole per garantirne il corretto funzionamento². Assicurare che il sistema finanziario decentrato operi in modo sicuro ed efficiente non significa

¹ Cfr. H. Hannoun, “Long-term sustainability versus short-term stimulus: is there a trade-off?”, discorso tenuto in occasione della 44^a conferenza dei Governatori SEACEN, Kuala Lumpur, 7 febbraio 2009.

² Come rilevato da John McMillan, gli incentivi individuali e l’autoregolamentazione hanno i loro limiti. L’esistenza di un’economia sommersa dimostra che i mercati possono autorganizzarsi, ma solo se le transazioni restano semplici e di dimensioni contenute. Al di là di questo ambito, diventano necessari regole e regolatori. È qui che interviene lo Stato per tutelare i diritti di proprietà e assicurare che le persone tengano fede ai loro impegni. Cfr. J. McMillan, *Reinventing the bazaar: a natural history of markets*, W. W. Norton, 2002.

semplicemente una *maggiore* regolamentazione e un *maggiore* accentramento, ma piuttosto una *migliore* regolamentazione e una *migliore* vigilanza che inducano il settore privato a rafforzare gli incentivi, la gestione del rischio e il governo societario. Inoltre, la crisi ha rivelato la presenza di rischi sistemici connessi alle principali componenti del sistema finanziario: strumenti, mercati e intermediari. Se si sapranno individuare, misurare e mitigare i rischi sistemici insiti in tutte e tre le componenti, sarà possibile istituire un perimetro regolamentare robusto, con molteplici strati di protezione contro le crisi future.

Rischi a breve termine e strategie di uscita: risanamento finanziario, politica di bilancio e politica monetaria

Gli interventi di politica fiscale e monetaria posti in essere su scala mondiale per contrastare la crisi non hanno precedenti in termini né di intensità né di portata. Lo stimolo fiscale si sta espandendo a ritmo sostenuto per effetto della spesa addizionale decisa dai paesi del G20, che quest'anno raggiungerà in media il 2% del PIL, sommandosi agli effetti degli stabilizzatori automatici già operanti. In prima linea si collocano gli Stati Uniti, dove tra il 2008 e il 2009 il disavanzo federale dovrebbe ampliarsi di oltre l'8% del PIL.

Nel contempo, le autorità monetarie nell'area dell'euro, in Giappone, nel Regno Unito e negli Stati Uniti stanno impiegando strumenti convenzionali e non, abbassando i tassi ufficiali a livelli prossimi o pari a zero ed espandendo rapidamente i loro bilanci. Come indicato nel Capitolo VI, nel corso degli ultimi due anni il totale del bilancio consolidato dell'Eurosistema è aumentato da €1,2 a 1,8 trilioni; quello della Bank of England è più che raddoppiato, a oltre £200 miliardi, senza contare gli ulteriori forti incrementi previsti nei prossimi mesi; infine, il bilancio della Federal Reserve, che a metà 2008 ammontava a \$900 miliardi, potrebbe superare i \$3 trilioni nel corso del 2009.

Le autorità fiscali, gli organi di regolamentazione e le banche centrali hanno unito le proprie forze nel difficile compito di risanare il sistema finanziario. Come si è detto nel Capitolo VI, malgrado i progressi compiuti, l'opera non è ancora ultimata. Ulteriori ritardi in questo ambito rischiano di indebolire l'azione condotta sugli altri fronti. La politica di bilancio e la politica monetaria sono sicuramente meno efficaci quando l'intermediazione finanziaria è compromessa. E fintantoché gli intermediari finanziari internazionali si mostreranno riluttanti a finanziare l'attività economica nei paesi emergenti, sono a rischio le prospettive di crescita e di sviluppo in quello che è stato il motore primo dell'espansione mondiale nell'ultimo decennio.

L'azione senza precedenti di contrasto alla crisi comporta rischi sostanziali. Enumerarli può servire ad accrescere la consapevolezza delle insidie che attendono le autorità nei mesi e negli anni a venire sulla strada della stabilizzazione del sistema economico e finanziario globale.

Rischi legati al risanamento finanziario: i salvataggi

I programmi di salvataggio finanziario – apprestamento di garanzie, trasferimenti di attività, ricapitalizzazioni, vere e proprie nazionalizzazioni – presentano problemi sotto il profilo sia dell'efficacia sia delle strategie di uscita.

Le passate crisi bancarie insegnano che un precoce riconoscimento delle perdite, congiunto a una pronta e ampia azione di intervento e di ristrutturazione, è condizione essenziale per una rapida ripresa (riquadro VI.B). Prima che possa essere ristabilita una normale attività creditizia, è necessario che gli impieghi deteriorati siano rimossi e le banche ricapitalizzate, il tutto in maniera trasparente. Nell'attuale crisi, invece, questo processo è stato lento, con la conseguenza che nei mercati è prevalsa l'incertezza circa l'entità e la distribuzione delle perdite, nonché i tempi della loro imputazione a bilancio. Tale incertezza non ha fatto altro che rinnovare i dubbi e frustrare gli sforzi delle autorità per ripristinare la fiducia nel sistema finanziario.

Al di là dell'esigenza di una più energica azione delle autorità volta a ripulire i bilanci delle banche insolventi, gli intermediari stessi dovranno modificare i propri modelli di finanziamento man mano che le entità fuori bilancio vengono consolidate nei bilanci, la cartolarizzazione diviene più difficile e la raccolta all'ingrosso più costosa. Al termine di questo processo essi avranno probabilmente dimensioni minori e un più basso grado di leva, e i loro proprietari dovranno quasi certamente imparare a convivere con tassi di remunerazione inferiori.

Non avendo risolto il problema fondamentale del risanamento delle banche, i sussidi e le acquisizioni di capitale bancario da parte dello Stato hanno imposto un onere ai conti pubblici e distorto al tempo stesso le condizioni concorrenziali a livello sia nazionale sia internazionale. Queste distorsioni hanno penalizzato istituti bancari sani e ben gestiti e altri mutuatari meritevoli di credito facendoli apparire rischiosi rispetto alle banche sovvenzionate o controllate dallo Stato. In definitiva, la riluttanza delle autorità a ripulire rapidamente i bilanci delle banche, molte delle quali sono oggi in larga parte di proprietà pubblica, potrebbe senz'altro ritardare la ripresa.

Le banche devono riprendere l'attività creditizia, ma devono altresì operare un aggiustamento divenendo più piccole, più semplici e più sicure. Anche sotto questo aspetto, persino nei casi in cui sono stati essenziali, i pacchetti di salvataggio pubblico attuati finora paiono ostacolare più che favorire il necessario aggiustamento. Aiutando le banche a ottenere capitale di prestito e di rischio, i piani di salvataggio permettono ai manager di sottrarsi alle difficili scelte necessarie a ridurre sia le dimensioni dei bilanci (con un abbassamento del grado di leva) sia la quantità di rischio assunto (con la ricomposizione delle attività). Inoltre, agevolando la vendita di banche dissestate ad altri istituti, come è spesso avvenuto in occasione di precedenti crisi, l'azione del governo crea società finanziarie così grandi e complesse che persino i loro amministratori possono non avere una chiara cognizione dell'esposizione al rischio. Malgrado le preoccupazioni che desta quasi universalmente la mera esistenza di intermediari "troppo grandi per fallire", gli interventi governativi a breve termine stanno rafforzando la concentrazione nel settore finanziario e aumentando così il rischio sistemico.

Chiaramente, la scelta di un'appropriata strategia di uscita dai vari schemi di salvataggio dipende anzitutto dalla forma di sostegno offerta. Le clausole di revoca automatica dei provvedimenti che rafforzano la tutela dei depositi e le garanzie a fronte di emissioni obbligazionarie sono in grado di

assicurare che queste misure prima o poi si esauriscano. Le condizioni spesso punitive imposte dai governi incentivano inoltre le banche a rimborsare sollecitamente le iniezioni di capitale ricevute. Il caso più difficile è quello delle banche nazionalizzate o quasi nazionalizzate: quandanche fossero risanate e vendute rapidamente, i governi potrebbero ritrovarsi a detenere attività deteriorate ancora per diverso tempo.

In sintesi, è essenziale che le autorità agiscano con prontezza e decisione nel risanare il sistema finanziario. Occorre che siano chiari sia la determinazione a portare a termine l'opera, sia le condizioni e i tempi del loro disimpegno. Così come le banche centrali devono consentire ai mercati finanziari di recuperare il proprio ruolo, i governi devono compiere passi decisivi per restituire le istituzioni alla proprietà e al controllo privati. E tutto ciò va fatto nell'ottica del ritorno a un sistema di sana concorrenza.

Se da un lato il disimpegno dei governi è essenziale, dall'altro vi è il rischio che le autorità non portino a compimento l'opera riparatrice. Anche in presenza di quelli che potrebbero sembrare i primi segnali di una ripresa dell'economia reale, esse devono perseverare finché quest'opera non sarà completata. Nel rivitalizzare il sistema finanziario il pericolo non è tanto quello di fare troppo, quanto quello di fermarsi troppo presto.

Rischi legati al risanamento finanziario: la regolamentazione bancaria

Nel perseguire l'obiettivo a medio termine di riforma della regolamentazione bancaria, le autorità si stanno adoperando per migliorare la gestione del patrimonio di vigilanza e della liquidità, introdurre parametri più semplici di leva finanziaria e perfezionare la valutazione dei rischi più complessi. Al di là di tutto ciò, esse devono affrontare la minaccia che la crisi rappresenta per l'attività bancaria internazionale.

Nella valutazione delle istituzioni finanziarie gli investitori sono divenuti estremamente avversi al rischio e pretendono sia una maggiore base patrimoniale sia una più elevata quota di capitale primario (in rapporto alle attività totali e alle attività ponderate per il rischio) rispetto ai requisiti prudenziali minimi.

Come si è visto nel Capitolo VI, il perseguimento della stabilità a breve termine ha sollevato alcune delicate questioni di *moral hazard*. Limitando le perdite dei detentori del capitale e delle passività delle grandi banche, nonché la remunerazione di dirigenti e *trader*, i pacchetti di salvataggio riducono l'incentivo degli operatori interni ed esterni all'istituzione a monitorare in futuro l'assunzione di rischio.

Nell'ambito della valutazione del rischio, le autorità potrebbero complicare il problema nel momento stesso in cui stanno cercando di risolverlo. In altre parole, come si è appena notato, i pacchetti di salvataggio stanno aumentando la concentrazione e il rischio sistemico nel settore finanziario laddove le riforme del quadro regolamentare mirano a rendere questo rischio più gestibile. Fortunatamente le autorità di molti paesi ne sono consapevoli e sono già alla ricerca di soluzioni. Il fatto è che al crescere della complessità degli intermediari finanziari crescono ancor più le esigenze della gestione del rischio. Oggigiorno un grande gruppo finanziario integrato possiede centinaia

di filiazioni che operano quasi autonomamente; nessuno è pertanto in grado di comprendere quale sia l'operato di tutte le sue componenti e ancor meno come queste possano interagire in risposta a un evento rilevante. In casi simili, gestire il rischio a livello di intera organizzazione sembrerebbe cosa impossibile. Inoltre, talune banche non sono soltanto troppo grandi per fallire ma, intrattenendo importanti rapporti con numerose altre istituzioni, sono altresì troppo interconnesse per fallire. Le autorità dovrebbero insistere affinché gli intermediari rimangano comprensibili sia per quanti li dirigono sia per quanti li regolamentano e supervisionano. In futuro, un'impresa finanziaria troppo grande o troppo interconnessa per fallire dovrà anche essere troppo grande per esistere.

Collegato all'aspetto della complessità è quello della nazionalità. Le banche internazionali operano in decine di paesi (sul suo sito web Citigroup ne elenca esattamente 100). L'esistenza di intermediari globali migliora l'efficienza del sistema finanziario riducendo l'esigenza di una prossimità fisica fra prestatori e prenditori, e facilitando così lo scambio di beni e servizi e i flussi transfrontalieri di capitali. Tuttavia, dopo aver visto come durante la crisi le banche a capitale estero abbiano decurtato l'attività, i governi dei paesi ospitanti potrebbero essere meno entusiasti ad accogliere operatori stranieri nel proprio territorio. Ciò potrebbe senz'altro indurre le autorità di vigilanza di questi paesi a proteggere maggiormente il proprio sistema finanziario dalla possibilità di un disimpegno precipitoso delle banche estere. Rendendo meno agevole il flusso transfrontaliero dei capitali, il protezionismo finanziario deprimerebbe lo scambio di beni e servizi e frenerebbe quindi la crescita e lo sviluppo.

In breve, guardando al futuro le autorità dovranno temperare la stabilità con l'efficienza. Ridurre il *moral hazard*, mantenere le istituzioni piccole e semplici, ridimensionare la loro operatività internazionale, tutto ciò andrà a scapito delle economie di scala e di gamma. In definitiva, un sistema finanziario più sicuro e più stabile potrebbe senz'altro essere meno efficiente. Pertanto, è di cruciale importanza che i responsabili delle politiche si adoperino per dare forma a un sistema quanto più efficiente possibile, dato il massimo livello tollerabile di rischio da essi prescelto.

Rischi legati alla politica di bilancio

Passando a considerare la politica di bilancio, nel breve periodo l'efficacia dei programmi di stimolo è indebolita non soltanto dalla disfunzione del sistema finanziario ma anche dal fatto che la necessità di misure espansive e la capacità di realizzarle differiscono a seconda dei paesi. A più lungo termine, inoltre, la dimensione stessa dei pacchetti di spesa fa sorgere rischi sul piano delle strategie di uscita e della sostenibilità.

La necessità di espansione fiscale di un paese è in parte condizionata dalla quantità di stimolo effettivo che può essere impartito dato un certo livello di espansione. L'efficacia – ossia l'effetto sulla crescita e sull'occupazione risultante da un'espansione fiscale pari, ad esempio, all'1% del PIL – varia da paese a paese per almeno due ragioni: la diversa struttura economica e la diversa composizione dei pacchetti in termini di imposte, spesa e sussidi.

La capacità di espansione fiscale di un paese può essere misurata dal livello preesistente del debito in rapporto al PIL. Prima della crisi, nella maggior parte delle principali economie industriali (Francia, Germania, Regno Unito e Stati Uniti) tale rapporto si situava al 60-70%. In altre, come Italia e Giappone, il debito superava il PIL, e sembrerebbe quindi che queste economie dispongano di un margine di manovra assai minore. Come già osservato nel Capitolo VI, in gran parte dei casi queste differenze non sembrano aver finora influito sulla capacità di indebitamento dei paesi. Tuttavia, con il procedere dei programmi di espansione fiscale, i costi del finanziamento potrebbero ben presto aumentare.

La politica di bilancio corre il serio rischio di essere troppo espansiva persino in quelle economie che dispongono di maggiore margine di manovra. Un motivo fondamentale è che i programmi con migliori probabilità di risultare altamente efficaci e poco rischiosi sono quelli *tempestivi, mirati e temporanei*, attribuiti notoriamente rari dell'azione fiscale nelle democrazie rappresentative. L'iter legislativo e i problemi logistici che comporta l'esborso di enormi somme di denaro mal si conciliano con la tempestività. I programmi mirati sono i più idonei ad accrescere la spesa aggregata, ma la loro attrattiva politica è minore rispetto a misure che avvantaggiano indifferentemente il maggior numero di persone. Infine, poiché è molto più facile ridurre le tasse e aumentare la spesa che non il contrario, l'espansione fiscale tende a diventare permanente e a dilatare i disavanzi nel lungo periodo.

Gli ampi programmi di stimolo fiscale comportano anche rischi a medio termine, di cui i responsabili delle politiche dovrebbero preoccuparsi fin d'ora. Da un lato, vi è il pericolo che la capacità di indebitamento dei governi si esaurisca prima che sia ultimata la costosa opera di risanamento del sistema finanziario. Dall'altro, vi è la possibilità concreta che i programmi sospingano verso l'alto i tassi di interesse reali e le aspettative di inflazione. Questi rischi possono apparire modesti oggi – la crisi sta accrescendo il risparmio e deprimendo gli investimenti privati, ed è presente un notevole eccesso di capacità produttiva – ma sono destinati ad accentuarsi non appena le condizioni si saranno normalizzate. La conseguenza potrebbe essere un brusco rialzo dei tassi di interesse congiunto ad ampi movimenti dei tassi di cambio.

I disavanzi di bilancio possono sospingere verso l'alto i tassi di interesse reali in maniera analoga al fenomeno classico dello spiazzamento, per cui un aumento della spesa pubblica in beni e servizi si traduce in minori investimenti privati. L'esperienza degli ultimi decenni indica che un incremento permanente di 10 punti percentuali del rapporto debito pubblico/PIL a livello mondiale tende a innalzare il tasso di interesse reale di quasi 0,4 punti nel lungo periodo³.

Del pari, i disavanzi di bilancio possono sospingere verso l'alto anche le aspettative di inflazione. Sebbene i governi raramente si rifiutino di rimborsare i propri debiti⁴, essi possono alleggerirne l'onere modificando le condizioni di

³ Cfr. C. Freedman, M. Kumhof, D. Laxton e J. Lee, "The case for global fiscal stimulus", *IMF Staff Position Note*, n. SPN/09/03, marzo 2009, www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2009/spn0903.pdf.

⁴ Cfr. C. Reinhart e K. Rogoff, "This time is different: a panoramic view of eight centuries of financial crises", *NBER Working Papers*, n. 13882, marzo 2008, www.nber.org/papers/w13882.

rimborso oppure, come avvenuto all'indomani della seconda guerra mondiale, architettando un'inflazione che non era prevista⁵. Gli obbligazionisti sono ben consapevoli di tutto ciò, per cui anche solo un accenno di miglioramento dell'economia reale potrebbe far salire i tassi di interesse nominali, accentuando fortemente l'inclinazione della curva dei rendimenti e soffocando sul nascere la ripresa. Il repentino aumento dei tassi a lungo termine potrebbe accompagnarsi a una riallocazione dei portafogli internazionali e accrescere così la volatilità dei cambi.

Vi è un altro canale attraverso il quale i programmi di stimolo fiscale possono far salire i tassi di interesse nominali a lungo termine. Come rilevato nel Capitolo VI, un protratto ristagno dell'economia reale potrebbe destare dubbi sulla capacità delle politiche di bilancio di facilitare la ripresa e generare l'aspettativa che i disavanzi rimangano ampi per molti anni ancora. In tali circostanze, gli investitori e le istituzioni potrebbero non gradire affatto la prospettiva di detenere debito sovrano a lungo termine. I tassi di interesse comincerebbero allora a salire, e con essi i costi di finanziamento. Per ricondurre la politica di bilancio su un sentiero sostenibile nel lungo periodo si renderebbero necessari tagli della spesa e aumenti delle imposte in tempi brevi. L'ampliamento già osservato degli spread sovrani e le recenti minacce di declassamento dei rating creditizi di alcune economie industriali indicano che il rischio di un rapido rialzo dei tassi di interesse nominali a lungo termine è significativo.

Sebbene i programmi di stimolo fiscale siano essenziali al fine di smorzare l'impatto della recessione globale e di favorire la transizione verso la ripresa, è quindi di cruciale importanza che i governi concepiscano le misure di stimolo in modo coerente con la sostenibilità di lungo periodo. Ciò significa che nell'azione tesa a rilanciare l'attività reale e i flussi creditizi, le autorità devono predisporre: 1) meccanismi credibili di autoliquidazione dei programmi; 2) un aggiustamento dell'economia verso un maggiore risparmio e un minore debito complessivo.

Per ciò che concerne i meccanismi di autoliquidazione, è relativamente semplice elaborare un programma che si esaurisca in maniera automatica allorché l'occupazione ritorna sui livelli tendenziali. Più difficile è renderlo credibile: le promesse eminentemente politiche fatte oggi possono infatti essere facilmente disattese domani. Nondimeno, ove possibile, i programmi posti in atto devono essere sostenibili e, qualora non lo siano, l'impegno a liquidarli deve essere strutturato in modo tale che risulti difficile sottrarli.

Quanto all'aggiustamento, non va dimenticato che l'accumulazione di debito nei bilanci delle famiglie e delle istituzioni finanziarie ha avuto un ruolo centrale nella crisi. Affinché l'economia ritorni su un sentiero di crescita stabile, occorre che diminuisca l'ammontare dell'indebitamento, il che implica un maggiore risparmio delle famiglie e un minore grado di leva del settore finanziario. Le politiche di bilancio dirette a incoraggiare i consumi e il ricorso

⁵ Per un approfondimento, cfr. C. Reinhart e K. Rogoff, "The forgotten history of domestic debt", *NBER Working Papers*, n. 13946, aprile 2008, www.nber.org/papers/w13946.

al credito rischiano ovviamente di ostacolare questo difficile ma necessario aggiustamento.

Rischi legati alla politica monetaria

Non è esagerato affermare che i banchieri centrali stanno operando ben al di fuori della loro "zona di comfort". L'eccezionale portata della riduzione dei tassi e dell'espansione dei bilanci (Capitolo VI) comportano una miriade di rischi economici. Da un lato, questi interventi potrebbero non bastare a ricondurre l'economia sulla via della ripresa; dall'altro, potrebbe essere difficile per le banche centrali revocare tempestivamente gli interventi per evitare un rialzo dell'inflazione nel momento in cui la crescita e l'occupazione riprendono a salire.

È opinione concorde che le banche centrali, di fronte ai gravi danni subiti da banche e mercati, non avessero altra scelta che assumersi nel breve periodo gran parte dell'intermediazione finanziaria all'ingrosso. Ma i loro bilanci, che tecnicamente non sono soggetti a vincoli di espansione, potrebbero raggiungere i limiti del praticabile e dell'auspicabile prima che siano soddisfatte le necessità dell'economia.

Una volta che si materializzerà la ripresa, come potranno fare le banche centrali per cominciare a inasprire i tassi di interesse e a liquidare gli estesi interventi monetari? Al riguardo, le questioni di ordine tecnico sono meno complesse di quelle politiche. In termini operativi la dilatazione dei bilanci delle banche centrali non è necessariamente di intralcio alla ripresa della crescita. Al momento opportuno le banche centrali potranno irrigidire le condizioni finanziarie innalzando il tasso di riferimento o emettendo titoli di debito per assorbire l'eccesso di liquidità senza dismettere attività difficilmente vendibili⁶. Pertanto, sebbene sia assai probabile che la detenzione di attività illiquide mantenga per qualche tempo invariate le dimensioni dei bilanci, le condizioni finanziarie potranno essere inasprite in modo da consentire alle autorità monetarie di rientrare elegantemente dall'allentamento non convenzionale.

La scelta dei tempi e dei modi, tuttavia, sarà probabilmente difficile. La storia insegna che nel moderare un'espansione le autorità monetarie – soggette a costante scrutinio politico – hanno la tendenza a muoversi in ritardo, inasprendo le condizioni finanziarie solo lentamente, nel timore che la loro manovra sia prematura o troppo severa. Poiché nell'attuale frangente l'azione espansiva delle banche centrali è stata dettata da una crisi quasi catastrofica, è probabile che il timore di invertire la rotta troppo presto sia particolarmente forte, accrescendo così il rischio di un inasprimento tardivo. La grande e giustificabile preoccupazione è che, prima di poter essere neutralizzato, lo straordinario allentamento della politica monetaria si ripercuota

⁶ Per quanto riguarda la prima opzione, i meccanismi di deposito in base ai quali le banche commerciali ricevono un interesse sulle riserve eccedenti facilitano un pronto innalzamento dei tassi. Quanto alla seconda opzione, un approccio equivalente sarebbe l'emissione di debito sovrano da parte delle autorità di governo e il deposito del ricavato presso la banca centrale. Questo approccio presuppone il coordinamento tra le due istanze perché implica il riconoscimento del legame esistente fra la gestione del bilancio della banca centrale e quella del debito pubblico.

sulla crescita degli aggregati monetari e creditizi più ampi. Il conseguente aumento dei prezzi genererebbe aspettative inflazionistiche e forse anche una nuova bolla dei prezzi, creando le premesse del prossimo ciclo *boom-bust* finanziario.

Infine, è essenziale che le banche centrali abbandonino il loro ruolo di intermediari di ultima istanza. Assumendo una larga fetta di intermediazione da istituzioni e mercati moribondi, le banche centrali hanno creato il rischio che il settore privato non sia più capace di riprendere questa attività in modo rapido e ordinato o di riavviarla sotto nuova forma. È necessario che ricomincino a operare non solo i mercati della *commercial paper* e forme semplici di cartolarizzazione, ma anche i *market-maker* e gli arbitraggisti. Qualsiasi iniziativa presa dalle autorità per sostituirsi temporaneamente agli operatori privati dovrà sempre avere come obiettivo finale il ritorno di questi ultimi alla funzione che loro compete.

Sul fronte politico, le banche centrali hanno avvertito la necessità di muoversi rapidamente ben oltre la loro tradizionale sfera di influenza e non hanno quindi potuto vagliare in modo approfondito le implicazioni della loro azione in termini di *governance*. Di conseguenza, nel lungo periodo le loro mosse comportano rilevanti rischi politici.

Uno di questi rischi origina dal fatto che le autorità monetarie hanno sostenuto determinati settori e mutuatari a scapito di altri, creando disparità concorrenziali in alcune aree. Tradizionalmente, le banche centrali operano in mercati di grande spessore sforzandosi di rimanere imparziali e di non creare distorsioni di prezzo. Tuttavia, nell'attuale contesto quella che è comunemente nota come "asset neutrality" è semplicemente impossibile.

Un altro rischio a lungo termine è che gli straordinari programmi di acquisizione di prestiti e attività adottati dalle banche centrali abbiano reso incerta la tradizionale distinzione tra politica monetaria e politica di bilancio, e quindi fra l'operato delle banche centrali e quello dei governi. Alcuni degli interventi non convenzionali di politica monetaria più rischiosi potrebbero finire per generare pesanti perdite che dovranno essere sopportate dalla collettività. Ciò potrebbe scatenare pericolose reazioni contro la struttura istituzionale della banca centrale, in cui funzionari designati operano in autonomia dal governo eletto.

Linee direttrici dell'azione: perseveranza e sostenibilità

In sintesi, gli organi di regolamentazione finanziaria, le autorità fiscali e le banche centrali sono confrontati a rischi enormi. Per evitare l'aggravarsi e il protrarsi della crisi, essi devono agire prontamente e guardarsi dal porre in atto politiche che ostacolino l'aggiustamento o creino distorsioni addizionali nei flussi finanziari. I governi saranno tentati di sovvenzionare settori che dovrebbero al contrario ridimensionarsi, ma si dovrà lasciare che chi ha perso paghi. Saranno tentati di incoraggiare le banche a prestare a coloro che dovrebbero indebitarsi meno, ma non è possibile ridurre il debito indebitandosi. Infine, saranno tentati di chiudere un occhio di fronte a istituzioni insolventi consentendo loro di continuare a operare ma, come insegna la dura esperienza del passato, le banche dissestate vanno chiuse o risanate al più

presto. In tutti questi casi, le autorità di governo devono rendersi conto che insistendo per soluzioni rapide, anche se politicamente controverse, agiscono nell'interesse della collettività.

Costruire un sistema finanziario più stabile

Così come nei reparti di terapia intensiva i medici sono impegnati a salvare vite umane e altrove si occupano della salute a più lungo termine dei pazienti, così oggi le autorità si adoperano per affrontare l'emergenza della crisi attuale, cercando al tempo stesso di creare un sistema finanziario più stabile, che riduca sia la probabilità sia la gravità di crisi future.

Costruire un sistema finanziario perfetto, a prova di crisi – ossia capace di mantenere il normale stato di funzionamento anche nell'eventualità di disfunzioni – non è possibile. Vi si oppongono due ostacoli: l'innovazione, indispensabile al progresso, e i limiti della comprensione umana, specie per quanto riguarda la complessità di un universo finanziario decentrato. Nondimeno, migliorando le politiche macroeconomiche, la regolamentazione e la sua applicazione, nonché gli assetti di *governance* e la gestione del rischio nel settore privato, dovrebbe essere possibile ottenere una struttura più resistente. Un solido quadro di riferimento per la stabilità finanziaria deve contemplare sia politiche macroeconomiche destinate a contrastare le bolle dei prezzi delle attività e i cicli del credito, sia politiche macroprudenziali in cui le autorità di regolamentazione e di vigilanza adottano una prospettiva sistemica.

Per creare un quadro di riferimento che renda il sistema finanziario più stabile e meno soggetto a collassi è essenziale che siano individuate le fonti di debolezza sistemica, cioè quegli elementi che, qualora danneggiati, possono far crollare l'intero sistema. Se il processo di riforma saprà individuare e mitigare i rischi sistemici, fornendo al tempo stesso agli operatori l'incentivo a comportarsi responsabilmente, allora il sistema nel suo insieme risulterà meno soggetto a disfunzioni e più resistente anche di fronte ai problemi maggiori.

Un quadro di riferimento per affrontare il rischio sistemico nel settore finanziario

La base di partenza per costruire un quadro di ampio respiro che salvaguardi la stabilità finanziaria consiste nell'individuare le fonti di rischio sistemico in ciascuno dei tre elementi essenziali del sistema: gli *strumenti*, compresi crediti, titoli di debito e di capitale e prodotti derivati; i *mercati*, dalle contrattazioni bilaterali *over-the-counter* (OTC) alle borse organizzate; gli *intermediari*, incluse banche, società mobiliari, compagnie di assicurazione e fondi pensione. Tutti e tre gli elementi – strumenti, mercati e intermediari – possono dare origine a rischi sistemici che occorre mitigare affinché il sistema finanziario sia reso immune da collassi, senza dimenticare che affrontare le fonti di rischio in uno solo di questi ambiti non garantisce la sicurezza negli altri. Rendendo tutti e tre gli elementi del sistema finanziario più stabili e resistenti agli eventi sistemici si attenuerebbe inoltre il problema della porosità del perimetro

regolamentare. A nessuno di questi elementi dovrebbe essere consentito di sottrarsi a un'adeguata regolamentazione.

Per assicurare la stabilità finanziaria è necessario affrontare le esternalità, ossia i costi che, attraverso il suo operato, un'istituzione impone agli altri ma non sostiene essa stessa. Due esternalità sono cruciali per il rischio sistemico: la prima è rappresentata dal fallimento congiunto di più istituzioni dovuto alle loro *esposizioni comuni* in un dato momento, ossia alle esposizioni causate da shock esterni al sistema finanziario oppure dai collegamenti tra intermediari. Gli shock possono assumere varie forme, come quella delle strette creditizie o di liquidità e delle loro interazioni, mentre i collegamenti originano dalla complessa rete di transazioni giornaliere. La seconda esternalità è quella che viene ormai chiamata *prociclicità*, ossia il fatto che le dinamiche del sistema finanziario e dell'economia reale tendono a rafforzarsi vicendevolmente accentuando le oscillazioni del ciclo e minando la stabilità reciproca. Se opportunamente concepita, ciascuna componente del quadro di riferimento – relativa a strumenti, mercati, intermediari – può contrastare questi fattori di instabilità.

Dopo aver individuato le fonti di rischio sistemico, il passo successivo consiste nel creare i meccanismi istituzionali atti a rafforzare la sicurezza. Al riguardo, occorrerà che le politiche combinino divieti espliciti, che dovrebbero rimanere rari, con disposizioni che modulino il costo delle operazioni in funzione del rischio sistemico che creano. La trattazione che segue indica varie linee di azione tese a ridurre i rischi sistemici derivanti dagli strumenti, dai mercati e dagli intermediari, senza dimenticare che questi tre elementi fondamentali del sistema finanziario sono inestricabilmente legati (Capitolo III). Non esiste ad esempio una chiara dicotomia tra intermediazione bancaria e intermediazione basata sul mercato, e gli strumenti finanziari sono presenti sia nei mercati sia nelle poste di bilancio (e fuori bilancio) delle istituzioni. Pertanto, le misure qui proposte sono da considerarsi interconnesse.

Migliorare la sicurezza degli strumenti finanziari

L'opacità, la complessità e la quantità stessa di alcuni strumenti possono generare rischi sistemici. L'esempio più recente è quello dei vari prodotti strutturati, fra cui i titoli basati sulla cartolarizzazione di mutui *subprime*, difficili da capire, valutare e vendere. L'esistenza di strumenti complessi e opachi è una chiara fonte di rischio sistemico. Il primo evidente problema è che la valutazione della loro rischiosità è destinata a essere poco affidabile. E una valutazione imprecisa non solo complica la gestione del rischio presso le singole istituzioni, ma rende ancor più arduo il già difficile compito di stimare le esposizioni comuni. Come possono le autorità (o chiunque altro) determinare se una concentrazione di posizioni o una serie di rapporti di controparte implichi il rischio sistemico di fallimenti congiunti quando non sono neppure in condizione di comprendere gli strumenti finanziari stessi?

Il secondo rischio sistemico derivante da questi strumenti è che possono esacerbare la prociclicità. I boom coincidono tipicamente con periodi di innovazione finanziaria. In tempi favorevoli le imprese e gli individui si lanciano fiduciosi nella sperimentazione; creano strumenti nuovi e non collaudati, difficili da comprendere e valutare. Gli acquirenti di questi prodotti finanziari

all'avanguardia possono però essere indotti nell'errore di credere che innovazione e originalità siano sinonimi di sicurezza, anche perché i venditori hanno poco interesse a convincerli del contrario. Il risultato è che durante la fase di boom una fiorente innovazione finanziaria tenderà a creare rischi latenti e sottovalutati. Tuttavia, allorché emergono le prime tensioni e il boom comincia a esaurirsi, i rischi prima non percepiti si concretizzano aggravando il processo contrattivo appena iniziato. L'innovazione finanziaria, di per sé un innegabile fattore di progresso, diventa in tal modo fonte di prociclicità e di rischio sistemico.

Per contemperare negli strumenti finanziari l'innovazione con la sicurezza è necessario lasciare spazio al progresso, limitando al tempo stesso il pericolo che gli strumenti di nuova creazione possano indebolire il sistema nel suo insieme. Ciò può essere realizzato imponendo una qualche forma di registrazione dei prodotti che limiti l'accesso degli investitori in funzione del grado di sicurezza. Analogamente al sistema che disciplina la vendita dei farmaci, i titoli più sicuri, al pari dei medicinali non soggetti a prescrizione, sarebbero acquistabili da chiunque; verrebbero poi gli strumenti finanziari accessibili solo a coloro che detengono un'autorizzazione, come i farmaci venduti su ricetta; a un livello inferiore vi sarebbero gli strumenti disponibili solo in quantità limitata a istituzioni e individui preselezionati, come i farmaci nei protocolli sperimentali; infine, al livello più basso, si troverebbero i titoli considerati illegali. L'assegnazione di un nuovo strumento a una data categoria di sicurezza, o il passaggio di uno strumento esistente a una categoria più alta, avverrebbe solo dopo il superamento di determinati test, in analogia alla sperimentazione clinica. I test combinerebbero l'emissione di quantità limitate dello strumento nel mondo reale con simulazioni del suo comportamento in situazioni di grave stress.

Un siffatto sistema di registrazione e certificazione crea trasparenza e accresce la sicurezza. Tuttavia, come avviene per le case farmaceutiche, occorre un meccanismo in base al quale gli emittenti siano tenuti a rendere conto della qualità dei titoli che vendono. Ciò comporterebbe una loro maggiore responsabilizzazione nella valutazione del rischio insito nei prodotti offerti.

Migliorare la sicurezza dei mercati finanziari

La crisi ha mostrato che i mercati possono non autocorreggersi, mettendo a repentaglio l'intero sistema finanziario. Il principale rischio sistemico di un mercato finanziario è l'illiquidità, ossia il collasso di un mercato in cui improvvisamente appare un gran numero di venditori e scompaiono i compratori. Oltre ad aver generato illiquidità, la crisi ha riconfermato gli insegnamenti tratti dal dissesto di Long-Term Capital Management nel 1998: 1) la capacità di comprare e vendere rischio accresce sicuramente l'efficienza, ma quando la posizione detenuta da una singola istituzione raggiunge una certa soglia, possono crearsi esposizioni comuni tali da mettere in pericolo il sistema; 2) quando le transazioni sono bilaterali, come nei mercati OTC, l'inadempienza di un soggetto o di un'istituzione può, per effetto dei collegamenti fra imprese e mercati diversi, provocare inadempienze multiple.

I mercati finanziari possono inoltre contribuire alla prociclicità del sistema nel suo insieme. Di norma, i contraenti nelle transazioni OTC su strumenti derivati richiedono garanzie collaterali per ridurre il rischio di controparte. Tuttavia, la mancanza di trasparenza riguardo alle esposizioni può acuire i timori di ordine generale e amplificare l'attività ciclica in due modi. Primo, durante i periodi di stress il più elevato livello di rischio conduce naturalmente ad accrescere le richieste di garanzie, rendendo più difficile il finanziamento delle posizioni esistenti. Secondo, la maggiore incertezza indotta dalla crisi tende a esercitare pressioni sui mercati dei titoli stanziati in garanzia nelle operazioni OTC, aumentando le probabilità di un contagio fra mercati. Il risultato è un'accentuata prociclicità, per cui una fase contrattiva si traduce in un aumento dei margini di garanzia e una diminuzione della liquidità del mercato, costringendo il sistema finanziario a un generale ridimensionamento dell'attività, con ovvie conseguenze sull'economia reale.

Un modo per affrontare almeno in parte i rischi sistemici originati dai mercati finanziari OTC consiste nel sostituire le contrattazioni bilaterali con un sistema imperniato su una controparte centrale (CC). La CC è un'entità che si interpone tra le parti di una transazione, agendo da compratore per ogni venditore e da venditore per ogni compratore. Sebbene la CC appaia perfettamente coperta – ha comprato esattamente quanto ha venduto – essa resta comunque esposta al rischio che una delle parti non adempia alle obbligazioni di pagamento. Per neutralizzare questo rischio la CC richiede a ciascun partecipante di costituire un deposito di garanzia il cui saldo è determinato dal valore dei rispettivi contratti in essere. Quanto più volatile è il mercato, tanto maggiore è il margine di garanzia richiesto e tanto più onerosa diventa la detenzione di posizioni. Accentrando tutte le transazioni su una piattaforma o una serie di piattaforme, è inoltre semplice per la CC raccogliere e disseminare informazioni che possono essere impiegate dagli operatori e dalle autorità per monitorare la concentrazione delle esposizioni individuali e le connessioni che esse creano. In tal modo, la CC è in grado sia di ridurre il rischio di esposizioni comuni sia di attenuare la volatilità del mercato.

In aggiunta, le CC possono mitigare la prociclicità che nasce dalla tendenza delle singole controparti a pretendere margini di garanzia maggiori nei periodi di stress finanziario. Come ha palesato la crisi finanziaria, un'accresciuta volatilità dei prezzi, unita a incertezze circa il merito di credito delle controparti, induce a richiedere margini più elevati. Il reperimento dei fondi necessari a soddisfare tale richiesta può obbligare gli operatori a vendere attività nel momento meno propizio. Nel caso di una CC, i margini di garanzia sarebbero fissati a livello centrale e non dalle controparti, cosicché essi non aumenterebbero necessariamente in periodi di tensione dei mercati. Questa caratteristica offre quantomeno la possibilità di moderare l'aumento dei margini in modo tale da ridurre la prociclicità⁷.

⁷ È importante notare che una CC è simile a una compagnia di assicurazione e può fallire. Di conseguenza, qualora si produca un evento sistemico, essa dovrà fare affidamento in ultima istanza sulle autorità pubbliche. Prudenza vuole che la CC sia pertanto assoggettata a una qualche forma di supervisione che potrebbe limitarne le dimensioni e la concentrazione delle esposizioni. Come si dirà più avanti, ciò implica che le istituzioni con esposizioni in strumenti derivati debbano detenere capitale a fronte di tali esposizioni.

Per poter essere trattato nell'ambito di una CC, uno strumento deve rispondere a certi requisiti di standardizzazione e documentazione, e devono essere disponibili quotazioni affidabili che consentano il regolare aggiustamento dei margini in funzione del suo valore di mercato. Poiché molti strumenti derivati attualmente negoziati sul mercato OTC soddisfano tali criteri o potrebbero facilmente soddisfarli con alcune modifiche, queste condizioni non sembrano costituire un vero ostacolo.

Il passo successivo nell'organizzazione del mercato consisterebbe nell'abbinare alla CC una borsa centrale organizzata che funga da piattaforma di negoziazione. Il principale vantaggio di questo assetto organizzativo sarebbe quello di assicurare la trasparenza di prezzo con un minor ricorso ai *market-maker*. In questo modo, il mercato risulterebbe più stabile, come del resto indica il fatto che le borse sono le strutture di mercato con le maggiori probabilità di continuare a operare in situazioni di crisi. Tuttavia, anche le borse hanno i loro limiti. La trasparenza di prezzo riduce l'incentivo degli operatori a impegnare capitale nell'attività di *market-making*, e ciò può rendere più difficile la negoziazione di grandi quantitativi. Proprio questo problema ha portato alla creazione di sedi o piattaforme di contrattazione in titoli all'ingrosso con un ridotto livello di trasparenza.

In sintesi, al fine di ridurre sia le esposizioni comuni sia la prociclicità che mettono a repentaglio la stabilità finanziaria occorre un significativo ridimensionamento delle contrattazioni OTC che prevalgono da anni in alcuni segmenti di mercato. La scelta della sede di contrattazione più appropriata dipenderà dai rischi sistemici che comporta ciascuno strumento, e in definitiva spetterà comunque ai singoli operatori. Tuttavia, indicando che talune strutture istituzionali sono più sicure di altre, le autorità forniranno una serie di avvertimenti; e innalzando i costi connessi con l'utilizzo di quei mercati che hanno mostrato di favorire l'accumulo di rischio sistemico, esse contribuiranno a rafforzare la stabilità finanziaria.

Migliorare la sicurezza degli intermediari finanziari: il quadro macroprudenziale

Per definizione, la vigilanza microprudenziale si focalizza sui rischi a livello di singolo intermediario e non affronta le esternalità rappresentate dalle esposizioni comuni e dalla prociclicità. Da vari anni i lavori condotti presso la BRI hanno sottolineato l'esigenza che le autorità di regolamentazione e vigilanza adottino politiche macroprudenziali finalizzate al controllo dei rischi a livello di sistema. Ciò implica che gli strumenti prudenziali – requisiti patrimoniali, criteri di accantonamento, indici di leva finanziaria e simili – vengano calibrati in modo da contenere da un lato le esposizioni comuni e le insolvenze congiunte, e dall'altro la prociclicità⁸.

Esposizioni comuni

La crisi attuale ha mostrato come le esposizioni comuni comportino il pericolo di inadempienze simultanee di un grande numero di istituzioni.

⁸ In questa trattazione non viene fatta una netta distinzione tra accantonamenti e capitale in quanto entrambi sono destinati ad assorbire le perdite. Gli accantonamenti sono costituiti a fronte delle perdite *previste*, mentre il capitale è detenuto a fronte delle perdite *impreviste*.

L'interdipendenza delle istituzioni finanziarie può risultare sia dalla detenzione di portafogli simili sia da esposizioni di controparte interconnesse (dovute ad esempio agli scambi reciproci). Di conseguenza, il rischio per il sistema finanziario nel suo insieme è basato non solo sulla somma dei rischi presenti nelle singole istituzioni ma anche sul grado di correlazione tra i bilanci di queste ultime: quanto maggiore è la correlazione tanto più elevato dovrebbe essere il rischio sistemico. In altri termini, un settore finanziario con un numero limitato di grandi istituzioni non è necessariamente più rischioso di un settore comprendente molte piccole istituzioni con bilanci simili. In entrambi i casi il problema è che la base di capitale detenuta dalle singole istituzioni, rispecchiando soltanto i rischi cui queste sono esposte e non quelli che esse addossano al sistema nel suo complesso, è probabilmente troppo bassa⁹. Le proposte per mitigare i rischi dovuti alle esposizioni comuni sono incentrate sull'applicazione di un *coefficiente patrimoniale sistemico* (CPS) concepito in modo da determinare all'interno del sistema una distribuzione di capitale che rifletta meglio il rischio sistemico derivante dall'inadempienza di singole istituzioni¹⁰.

Per attuare uno schema di questo tipo è necessario disporre di una misura del rischio sistemico totale e del contributo marginale di ciascuna istituzione. Su queste basi il requisito patrimoniale minimo di una data istituzione può essere fissato in funzione della rilevanza sistemica dell'istituzione stessa. Gli strumenti statistici per il calcolo del CPS sono ancora in uno stadio iniziale di sviluppo. L'analisi condotta presso la BRI ha messo a punto un procedimento per stimare il contributo marginale individuale al rischio sistemico, essenziale all'applicazione del CPS. Il risultato di tale analisi, peraltro non sorprendente, è che le grandi banche contribuiscono in misura più che proporzionale al rischio sistemico, così come le banche più esposte a shock di portata sistemica. Ne consegue che potrebbe essere opportuno richiedere agli operatori più grandi o con maggiori interconnessioni una dotazione patrimoniale maggiore e un più basso grado di leva, tassando in pratica le dimensioni, così da creare condizioni di parità concorrenziale in una prospettiva sistemica (cfr. riquadro VII.A)¹¹.

A questo riguardo, un problema rilevante è dato dalle istituzioni troppo grandi per fallire, cioè quelle che da sole creano un rischio sistemico intollerabile per il fatto che molte altre istituzioni sono esposte nei loro confronti. Le fusioni e acquisizioni attuate nell'ambito delle misure di contrasto alla crisi

⁹ Per una recente trattazione dettagliata sull'argomento, cfr. ad esempio S. Morris e H. Shin, "Financial regulation in a system context", *Brookings Papers on Economic Activity*, n. 2, 2008, pagg. 229-261.

¹⁰ Il CPS andrebbe a integrare un indice di leva minimo, ossia un valore minimo del rapporto fra capitale e attività. Quest'ultimo può essere inteso come una soglia minima al disotto della quale il patrimonio convenzionale basato sul rischio non può scendere, nonché come uno strumento per contenere il rischio sistemico generato dall'espansione del bilancio di una singola istituzione.

¹¹ La prossima edizione dei *Geneva Reports on the World Economy* contiene l'interessante proposta che ogni istituzione finanziaria predisponga un piano di emergenza per l'eventualità di fallimento sulla falsariga del piano per la continuità operativa. Cfr. M. Brunnermeier, A. Crockett, C. Goodhart, A. Persaud e H. Shin, *The fundamental principles of financial regulation*, Centre international d'études monétaires et bancaires, Università di Ginevra, 2009, www.cimb.ch.

Riquadro VII.A – Misurazione del rischio sistemico e sua allocazione a livello di singole istituzioni finanziarie

Al fine di assicurare la stabilità finanziaria è necessario valutare il rischio presente nel sistema finanziario nel suo complesso. Ciò significa anzitutto misurare la probabilità di un evento di portata sistemica, ovvero l'insolvenza di una o più istituzioni finanziarie che metta a repentaglio l'intero sistema, e quindi utilizzare tale misura per calibrare gli strumenti di regolamentazione e vigilanza quali i premi assicurativi o i requisiti patrimoniali. L'attuazione di questo approccio richiede che venga stimato il contributo marginale fornito da ciascuna istituzione finanziaria al rischio sistemico complessivo. Di seguito, con l'aiuto di alcuni esempi illustrativi, viene analizzato tale metodo.

La probabilità di eventi sistemici è determinata dalla possibilità che si verifichino inadempienze a livello di singole istituzioni e da quella che più istituzioni si trovino in difficoltà simultaneamente (probabilità di insolvenza congiunta). Quest'ultima probabilità è tanto maggiore quanto più elevato è il grado di esposizione delle istituzioni a rischi comuni, che possono trarre origine all'esterno del sistema finanziario, ovvero da relazioni di controparte o da legami di altra natura all'interno del sistema stesso.

Al fine di quantificare la probabilità di un evento sistemico è possibile considerare il sistema finanziario alla stregua di un portafoglio di istituzioni e applicare le tecniche numeriche già in uso per i portafogli titoli. Per tale calcolo sono necessarie le dimensioni di ciascuna istituzione, la relativa probabilità di insolvenza, la corrispondente perdita in caso di insolvenza e una stima della correlazione fra le insolvenze delle varie istituzioni. Questi dati si possono ottenere dalle valutazioni formulate dalle autorità di vigilanza, dai prezzi dei titoli azionari e obbligazionari delle banche, oppure combinando tali fonti.

Le proprietà dell'indicatore del rischio sistemico così calcolato ricalcano da vicino quelle degli indicatori del rischio dei portafogli titoli. In particolare, il livello *complessivo* di rischio sistemico è tanto più elevato quanto maggiore è l'esposizione delle istituzioni finanziarie a fattori di rischio comuni (grafico III.1) e, a dimensioni totali del sistema costanti, quanto maggiore è la disparità fra le varie istituzioni in termini di dimensioni relative.

Il calcolo del rischio sistemico per gruppi di istituzioni non è di per sé una novità, ma è sempre risultato difficile determinare un'allocazione del rischio che rifletta il contributo fornito dalle singole istituzioni. Studi recenti della BRI hanno consentito di elaborare una procedura di allocazione basata sulla teoria dei giochi che può essere applicata, salvo eccezioni, a qualsiasi indicatore del rischio sistemico ricavato mediante un approccio di portafoglio⁹. Essa permette di ottenere una misura intuitiva e trasparente delle singole quote additive di rischio sistemico.

Allocazione del rischio sistemico a livello di singole istituzioni finanziarie

Per unità di dimensione del sistema complessivo

	Sistema a forte capitalizzazione (probabilità di insolvenza = 0,1%)	Sistema a debole capitalizzazione (probabilità di insolvenza = 0,3%)
Due banche piccole, ciascuna con una quota di mercato del 20%	3,1%	3,9%
Due banche grandi, ciascuna con una quota di mercato del 30%	5,8%	7,1%
Rischio sistemico totale (quattro banche)	17,8%	22,0%

Il rischio sistemico totale equivale alle perdite attese nello 0,2% della coda destra della distribuzione di probabilità delle perdite di portafoglio. Le prime due righe della tabella riportano i contributi al rischio sistemico totale forniti dalle banche. Le perdite in caso di insolvenza sono poste pari al 55%. Si ipotizza che tutte le banche presentino la medesima sensibilità ai fattori di rischio comuni, e quindi una correlazione dei rendimenti delle attività pari al 42%.

Fonte: elaborazioni BRI.

Tabella VII.A

L'applicazione di tale procedura al caso di un sistema bancario ipotetico fornisce varie utili indicazioni. Ad esempio, mantenendo costanti il livello di rischiosità di ciascuna istituzione e le dimensioni del sistema, il *contributo* al rischio sistemico di una singola istituzione aumenta al crescere

della sua esposizione a fattori di rischio comuni. È importante notare come tale aumento sia più elevato nel caso delle istituzioni più rischiose o di maggiori dimensioni. Inoltre, il contributo relativo delle singole istituzioni al rischio del sistema nel suo complesso cresce in misura più che proporzionale rispetto alle loro dimensioni (tabella VII.A), a indicare che le istituzioni finanziarie maggiori hanno un peso sproporzionato negli eventi sistemici.

La prospettiva di sistema adottata fornisce importanti indicazioni per lo sviluppo di strumenti macroprudenziali. Laddove si voglia che tali strumenti incorporino il contributo delle singole istituzioni al rischio sistemico, essi dovranno riflettere fattori che vanno al di là della probabilità di insolvenza individuale. Ad esempio, i premi per l'assicurazione dei depositi o i requisiti patrimoniali relativi a un'istituzione dovranno basarsi sia sulla sua probabilità di insolvenza, sia sulla sua esposizione (e il contributo da essa fornito) al rischio a livello di sistema.

Analogamente, i premi di assicurazione e i coefficienti patrimoniali applicati alle istituzioni maggiori dovranno tenere conto dell'impatto più che proporzionale delle loro dimensioni sulla probabilità di un evento sistemico. E se da un lato la diversificazione di portafoglio potrebbe ridurre il rischio derivante da insolvenze singole, dall'altro rischia di rendere le istituzioni più simili in termini di esposizioni, e quindi di accrescere la probabilità di insolvenze congiunte. Appare nondimeno chiaro che le autorità devono dotarsi delle informazioni e dei modelli analitici appropriati al fine di incorporare le considerazioni di natura sistemica nella valutazione delle singole istituzioni.

^① Per una descrizione tecnica della procedura, cfr. C. Borio, N. Tarashev e K. Tsatsaronis, "Allocating system-wide tail risk to individual institutions", *BIS Working Papers*, di prossima pubblicazione.

negli ultimi due anni potrebbero aver accresciuto il numero delle istituzioni di questo tipo. Le autorità sono consapevoli del fatto che tale fenomeno, per quanto giustificabile come rimedio transitorio, crea una struttura insostenibile. La soluzione di questo problema è divenuta prioritaria per molte autorità nazionali impegnate nell'istituire procedure di liquidazione per le istituzioni finanziarie nelle rispettive giurisdizioni.

Prociclicità

La seconda esternalità evidenziata dalla crisi attuale è la prociclicità dovuta alla tendenza degli intermediari a comportarsi in modo meno prudente durante la fase ascendente del ciclo e più prudente durante quella discendente. Sul piano concettuale, le proposte per ridurre, neutralizzare o addirittura invertire la prociclicità del sistema finanziario devono prevedere una qualche forma di assicurazione contro le flessioni sistemiche, oppure meccanismi anticiclici per prevenirle o attenuarle. La trattazione che segue esamina le potenzialità di questi meccanismi.

I responsabili delle politiche hanno chiaramente manifestato l'intenzione di creare nuovi strumenti idonei ad assicurare che le istituzioni finanziarie adeguino in funzione anticiclica il proprio capitale (e altre forme di salvaguardia, come gli accantonamenti per perdite su crediti e i livelli minimi di liquidità). L'introduzione di un *coefficiente patrimoniale anticiclico* (CPA) implicherebbe che nei periodi favorevoli le istituzioni costituiscano riserve difensive cui attingere nei periodi di recessione¹². Un possibile modo per introdurre un CPA consiste in un approccio basato su regole prefissate

¹² Cfr., ad esempio, Forum per la stabilità finanziaria, *Report of the Financial Stability Forum on enhancing market and institutional resilience*, 7 aprile 2008, www.financialstabilityboard.org/publications/r_0804.pdf e *Report of the Financial Stability Forum on addressing procyclicality in the financial system*, 2 aprile 2009, www.financialstabilityboard.org/publications/r_0904a.pdf.

che incorporino stabilizzatori automatici nel quadro regolamentare. Sebbene potenzialmente difficili da applicare in modo rigoroso, tali regole vincolerebbero le autorità all'azione, introducendo un notevole grado di prevedibilità a beneficio delle istituzioni finanziarie.

Alternativamente si potrebbero gestire gli adeguamenti della riserva di capitale in modo analogo alla manovra dei tassi di interesse ufficiali, anche se con una frequenza molto minore e in modo molto più prevedibile e quindi meccanico. Anni di esperienza hanno condotto le autorità monetarie a basare le decisioni convenzionali di tasso di interesse sulle prospettive di inflazione e di crescita economica, spesso con l'importante contributo di modelli quantitativi. È possibile elaborare una procedura altrettanto semplice che serva da guida alle autorità nel fissare un CPA? A tal fine, è necessario superare una serie di ostacoli simili a quelli affrontati durante decenni di esperienza nel campo della politica monetaria.

Uno dei problemi che si pone nel calcolo del CPA è quello di sapere quando sia opportuno accrescere la riserva di capitale (aumentando il CPA) per rendere il credito più costoso nella fase di boom, e quando la si possa invece ridurre o utilizzare (abbassando il CPA) per promuovere il credito nella fase contrattiva. In sostanza, occorrerebbe quantificare i rischi per la stabilità (che avrebbero un ruolo simile a quello dell'inflazione e dell'*output gap* nelle decisioni di politica monetaria). Secondo gli studi compiuti presso la BRI, sarebbe possibile individuare indicatori macroeconomici che segnalino correttamente quando si dovrebbe aumentare la riserva di capitale, mentre appare più difficile determinare quando essa vada ridotta. Di conseguenza, accanto a una regola che aumenti la prevedibilità, la manovra del CPA comporterebbe verosimilmente un certo margine discrezionale (riquadro VII.B).

Un altro problema è che il CPA non può essere un parametro numerico indifferenziato. Piuttosto, la riserva di capitale (o gli accantonamenti anticiclici) dovrà variare in base alla natura dell'operatività delle singole istituzioni. Ad esempio, poiché la posizione ciclica è diversa a seconda dei paesi, si dovrà prevedere un adeguamento distinto dei CPA di ciascun portafoglio geografico detenuto da un'istituzione attiva a livello internazionale.

Il CPA esprime la misura in cui la riserva di capitale deve essere aumentata e utilizzata nell'arco del ciclo creditizio, ma dice poco sul livello medio di capitale occorrente nel sistema. L'attuale livello patrimoniale minimo detenuto dalle istituzioni finanziarie è a detta di molti troppo basso, ma resta da capire di quanto¹³. Per rispondere a tale interrogativo è necessario stabilire il livello di equilibrio a lungo termine del capitale (il corrispondente del livello di equilibrio a lungo termine del tasso di interesse che serve da riferimento nella politica monetaria tradizionale), il quale a sua volta influisce sulla distribuzione dei rischi tra gli operatori privati e il settore pubblico. Quanto più elevato è il livello di capitale che le istituzioni finanziarie sono tenute a detenere, tanto minore è il rischio a carico della collettività. Tuttavia, livelli di capitale più elevati accrescono il costo dell'intermediazione e quindi il prezzo dei crediti.

¹³ Cfr., ad esempio, Financial Services Authority, *The Turner Review: a regulatory response to the global banking crisis*, marzo 2009, www.fsa.gov.uk/pubs/other/turner_review.pdf.

Riquadro VII.B – Regole alternative per l'uso in chiave anticiclica della riserva di capitale: un'illustrazione

La crisi ha richiamato l'attenzione sui meccanismi in grado di indurre le banche ad aggiustare la propria dotazione patrimoniale (o gli accantonamenti per perdite su crediti) in modo anticiclico, accumulando capitale quando le condizioni sono favorevoli e attingendovi allorché si manifestano tensioni. La ricerca in materia sta al momento vagliando diversi approcci, molti dei quali si trovano ancora in una fase iniziale di sviluppo. In questo riquadro si valuta la possibilità di definire una regola che induca una correzione anticiclica dei requisiti patrimoniali minimi.

Nella progettazione di una regola di questo tipo è necessario procedere in tre fasi, selezionando: 1) l'indicatore che segnali il momento di accumulare o liberare la riserva di capitale, 2) la formula che determini in che modo l'indicatore modifichi il requisito patrimoniale, 3) il requisito patrimoniale minimo, che potrebbe di per sé variare in maniera ciclica. Di seguito vengono illustrate le prime due fasi del processo.

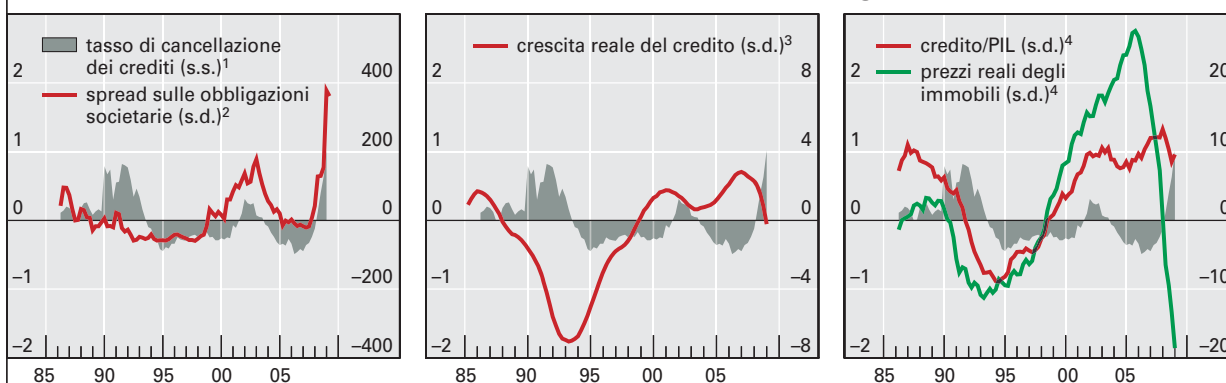
In merito alla prima fase, vengono qui considerati tre indicatori macroeconomici per i quali sono disponibili in letteratura i risultati di alcune ricerche preliminari (grafico VII.B.1): gli spread creditizi (diagramma di sinistra), la variazione del credito in termini reali (diagramma centrale) e un indicatore composito basato sul rapporto credito/PIL e sui prezzi delle attività in termini reali (diagramma di destra)^{①,②}. L'indicatore macroeconomico ideale dovrebbe permettere di individuare con accuratezza le fasi sia di espansione sia di tensione del ciclo bancario. Fatta questa premessa, le variabili considerate vengono qui espresse in termini di deviazione dai rispettivi livelli "neutrali", misurati dal valore di *trend* o dalla media di lungo periodo, mentre le fasi del ciclo bancario sono date dalle deviazioni del tasso di cancellazione dei crediti rispetto alla media di lungo periodo.

Il restringimento e il significativo ampliamento degli spread creditizi potrebbero segnalare rispettivamente una fase favorevole del ciclo o l'inizio di un deterioramento. Tuttavia, gli spread (in questo caso quelli sulle obbligazioni societarie con rating BBB) non costituiscono un indicatore affidabile delle tensioni del sistema bancario. Ad esempio, contrariamente a quanto realmente accaduto, essi segnalano che le tensioni finanziarie successive allo scoppio della bolla dei titoli tecnologici sarebbero state di maggiore intensità rispetto a quelle dei primi anni novanta.

Il secondo indicatore esaminato è la variazione del credito, poiché si ritiene che prima dell'emergere di una crisi le banche tendano a erogare finanziamenti in misura eccessiva, per poi ridurre il grado di leva finanziaria allorché si manifestano tensioni. La crescita del credito si caratterizza tuttavia per un considerevole grado di inerzia e rimane ben al di sopra del livello neutrale anche quando le tensioni bancarie cominciano a palesarsi. Di conseguenza, è probabile che un indicatore fondato esclusivamente sul credito segnali in ritardo il momento di liberare la riserva di capitale.

Il terzo indicatore proposto si basa su precedenti ricerche della BRI, da cui emerge che una deviazione considerevole e simultanea del rapporto credito/PIL e dei prezzi reali delle attività dai rispettivi

Indicatori alternativi e tasso di cancellazione dei crediti negli Stati Uniti



¹ Prestiti e locazioni finanziarie stralciati e imputati alle riserve per perdite su crediti, in percentuale dei prestiti totali medi. ² Deviazione degli spread su obbligazioni societarie a lungo termine con rating BBB rispetto alla media di lungo periodo, in punti base. ³ Media a cinque anni ponderata esponenzialmente della crescita del credito in termini reali, meno corrispondente media mobile di quindici anni, in punti percentuali. ⁴ Deviazione della variabile indicata rispetto al suo valore tendenziale parziale (ossia determinato unicamente in base alle informazioni disponibili al momento della valutazione) di lungo periodo; rapporto credito/PIL in punti percentuali, prezzi degli immobili in percentuale.

Fonti: Moody's; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

Grafico VII.B.1

valori tendenziali costituisce un segnale piuttosto affidabile e molto precoce di un'imminente crisi bancaria[®]. Poiché presuppone che i prezzi reali delle attività e il rapporto credito/PIL eccedano determinati valori soglia allo stesso tempo, l'indicatore composito permette di evitare il rischio di un rilascio tardivo della riserva di capitale, ma potrebbe innescare tale rilascio in una fase prematura.

Per ciò che attiene la seconda fase, ossia la scelta della formula che determini in che modo l'indicatore debba modificare il requisito patrimoniale minimo, viene qui preso in esame il caso di un semplice fattore di correzione che riproporziona il requisito patrimoniale minimo su base moltiplicativa[®]. Allorché l'indicatore si trova al livello neutrale, il fattore di moltiplicazione è pari a 1, così da non apportare alcun aggiustamento alla riserva di capitale. A titolo esemplificativo, si considerino tre formule che differiscono da un lato per il trattamento riservato all'incertezza inevitabilmente legata al livello neutrale dell'indicatore, e dall'altro per il grado di simmetria rispetto alle correzioni apportate al requisito patrimoniale minimo.

Relativamente al trattamento dell'incertezza intorno al livello neutrale, la formula 1 si distingue dalle altre due nella misura in cui produce le massime variazioni della riserva di capitale proprio in prossimità di tale livello (grafico VII.B.2, diagramma di sinistra). Di conseguenza, essa amplifica di fatto gli eventuali errori di misurazione del livello neutrale. Solo la formula 3 tiene pienamente conto dell'incertezza, non innescando azioni correttive all'interno di un intervallo di valori circostanti quello neutrale.

Per quanto concerne la simmetria, la formula 2 si caratterizza per il fatto di non risultare mai inferiore a 1. A prescindere dallo stato del sistema finanziario, la riserva di capitale da essa determinata non può quindi scendere al disotto del requisito associato al livello neutrale dell'indicatore. Se tale caratteristica risulti auspicabile o meno dipenderà dalla definizione del requisito patrimoniale minimo e da come esso possa variare (terza fase della procedura di creazione della regola). Ad esempio, qualora il requisito minimo sia fortemente prociclico e, pertanto, aumenti considerevolmente nelle fasi congiunturali sfavorevoli, la formula 2 impedirà nei fatti il rilascio di capitale.

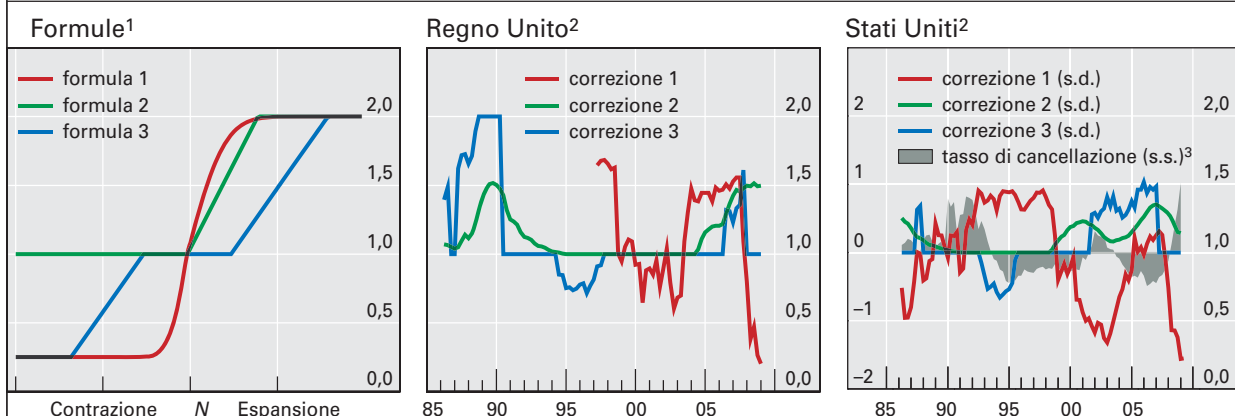
Infine, allo scopo di illustrare come le formule considerate si sarebbero effettivamente comportate nelle circostanze del recente passato, a ciascuna di esse viene abbinato un indicatore: gli spread creditizi per la formula 1 (correzione 1), la variazione del credito in termini reali per la formula 2 (correzione 2) e l'indicatore composito per la formula 3 (correzione 3). I risultati (grafico VII.B.2, diagrammi centrale e di destra) confermano, nel complesso, le conclusioni preliminari tratte dall'andamento degli indicatori.

La correzione 1 si dimostra efficace nella crisi attuale, sia nella fase di accumulo sia in quella di rilascio della riserva di capitale. Tuttavia, mentre durante e dopo lo scoppio della bolla tecnologica essa avrebbe indotto a liberare una considerevole quantità di capitale, nei primi anni novanta, quando il sistema bancario statunitense fu soggetto a tensioni, non avrebbe prodotto pressoché alcun rilascio.

La correzione 2 fornisce un'indicazione accurata per le fasi di accumulo, ma, sia nel caso della crisi in corso sia in quello del precedente periodo di tensioni dei primi anni novanta, ritarda il rilascio della

Regole alternative ed esempi per l'uso in chiave anticiclica delle riserve di capitale

Correzioni moltiplicative



¹ Tutte le formule ipotizzano un valore neutrale N della variabile indicatore. I valori a destra di N indicano una fase di espansione, quelli a sinistra una fase di contrazione. ² La correzione 1 applica alla formula 1 gli spread creditizi, la correzione 2 applica alla formula 2 la media a cinque anni ponderata esponenzialmente della crescita del credito in termini reali e la correzione 3 applica alla formula 3 l'indicatore composito. ³ Prestiti e locazioni finanziarie stralciati e imputati alle riserve per perdite su crediti, in percentuale dei prestiti totali medi.

Fonti: Merrill Lynch; Moody's; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

Grafico VII.B.2

riserva di capitale. Essa rispecchia pertanto lo sfasamento temporale fra l'emergere di tensioni e il rallentamento del credito.

La correzione 3 è efficace nel segnalare le fasi di accumulo ma in alcuni casi comporta un rilascio prematuro del capitale. Nella crisi attuale, in particolare, essa avrebbe richiesto che negli Stati Uniti si iniziasse a liberare capitale a partire dalla fine del 2006, prima dell'emergere di chiari segnali di tensione, a causa del calo dei prezzi immobiliari al disotto del *trend* variabile nel tempo. Le correzioni inferiori a 1, tuttavia, tendono a prodursi troppo tardi, facendo apparire come preferibile combinare questo indicatore con la formula 2.

L'analisi proposta, sebbene puramente illustrativa, mette in luce le difficoltà insite nell'elaborazione di regole robuste che disciplinino l'uso in chiave anticiclica delle riserve di capitale. In particolare, appare arduo individuare variabili macroeconomiche che segnalino correttamente il momento appropriato per liberare capitale. In ultima analisi, dunque, il ricorso a qualche forma di discrezionalità nella gestione della riserva anticiclica potrebbe risultare inevitabile.

[Ⓢ] Gli spread creditizi tratti dai CDS sono stati suggeriti da M. Gordy, e la formula 1 è stata costruita ispirandosi al suo lavoro: M. Gordy, "First, do no harm – a hippocratic approach to procyclicality in Basel II", *paper* presentato alla conferenza *Procyclicality in the financial system*, organizzata congiuntamente da De Nederlandsche Bank e dal Bretton Woods Committee, 9-10 febbraio 2009. La crescita del credito e una formula simile alla formula 2 sono state proposte da C. Goodhart e A. Persaud, "A party pooper's guide to financial stability", *Financial Times*, 4 giugno 2008. L'indicatore composito discende da C. Borio e M. Drehmann, "Valutazione del rischio di crisi bancarie (rivisitazione)", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2009, pagg. 29-46 (versione integrale disponibile solo in inglese). [Ⓢ] Sebbene non riportati, sono stati valutati anche indicatori basati unicamente sul PIL, per i quali si è riscontrata, rispetto alla misura delle tensioni finanziarie, una correlazione inferiore a quella rilevata per le variabili qui considerate. [Ⓢ] Per la componente dei prezzi delle attività dell'indicatore composito, Borio e Drehmann utilizzano anche lo scarto fra i corsi azionari e il corrispondente valore tendenziale; i corsi azionari non hanno avuto un ruolo di primo piano nella crisi attuale e non sono pertanto riportati nel grafico VII.B.1. Tuttavia, gli scarti fra i prezzi sia azionari sia immobiliari e i rispettivi valori tendenziali sono considerati nella correzione 3, illustrata nel grafico VII.B.2. [Ⓢ] Laddove la formula venga applicata al requisito minimo previsto dal Basilea 2 piuttosto che a un requisito complementare (quale l'indice di leva finanziaria), l'approccio moltiplicativo presenta il pregio di essere sensibile al rischio in modo trasversale, ossia di preservare in qualunque momento la differenziazione di rischio fra i vari mutuatari.

Va notato che uno dei compiti più urgenti per tutti è l'appropriato consolidamento dei bilanci delle istituzioni finanziarie. La crisi ha messo in chiara evidenza i rischi derivanti da un sistema bancario ombra venutosi a creare come emanazione delle istituzioni regolamentate. Una prima linea d'azione per migliorare la gestione del capitale consiste pertanto nel riportare tutte le entità fuori bilancio, compresi i veicoli di investimento strutturato, entro il perimetro regolamentare in modo da assicurare un'adeguata base di capitale a fronte dell'insieme delle obbligazioni delle istituzioni finanziarie. Ciò fornirà a manager, investitori e supervisori un'immagine più accurata delle esposizioni di un'istituzione, accrescendo al tempo stesso l'ammontare complessivo di capitale nel sistema finanziario¹⁴.

In conclusione, la determinazione del livello e della sensibilità ciclica dei requisiti patrimoniali è un compito difficile. Ma altrettanto difficile è la definizione dell'indirizzo delle politiche sia monetaria che fiscale. Così come avvenne per la politica convenzionale di stabilizzazione macroeconomica al volgere del XX secolo, è diventato oggi fin troppo evidente che non si può fare a meno di un orientamento macroprudenziale e che i coefficienti patrimoniali anticiclici sono uno degli strumenti chiave per garantirne il buon esito.

¹⁴ Il patrimonio regolamentare nel sistema finanziario aumenterebbe per effetto di vari fattori: allargamento del perimetro regolamentare per includervi tutte le istituzioni e i mercati di rilevanza sistemica; il rientro tra le voci di bilancio delle istituzioni finanziarie di un notevole volume di attività precedentemente detenute fuori bilancio; modalità di accantonamento che meglio rispecchiano l'accumularsi dei rischi; modifiche nella composizione del capitale che ne accrescano la qualità; una migliore copertura dei rischi nei requisiti patrimoniali minimi.

Politiche macroeconomiche per rafforzare la stabilità finanziaria

La crisi ha confermato che non si può fare affidamento sull'assetto delle politiche monetarie e fiscali lasciatici dalla Grande Moderazione per stabilizzare in modo permanente i prezzi e la crescita reale. Vi è oggi consenso sul fatto che ai responsabili delle politiche debba essere conferito il mandato esplicito di salvaguardare la stabilità finanziaria e che per assolvere tale compito essi necessitino di strumenti addizionali. L'approccio macroprudenziale alla regolamentazione e alla vigilanza ne farà certo parte, ma probabilmente non basterà. Le politiche macroeconomiche possono e debbono fare la loro parte nel perseguimento dell'obiettivo della stabilità finanziaria, o quantomeno non dovrebbero esservi di ostacolo.

Le politiche di bilancio e monetaria contribuiscono già ora a spezzare l'interazione negativa fra l'economia reale e il sistema finanziario. Attraverso gli stabilizzatori automatici e gli stimoli discrezionali la politica di bilancio anticiclica sostiene il reddito e l'occupazione; di conseguenza, essa riduce la probabilità che i mutuatari si rendano insolventi (accrescendo al tempo stesso il valore delle attività recuperabili, se ciò accade) e aumenta la valutazione degli impieghi nei bilanci delle istituzioni finanziarie. Anche la politica monetaria agisce in senso anticiclico. Nell'intento di contrastare la flessione congiunturale, le autorità monetarie abbassano i tassi ufficiali e, così facendo, migliorano le condizioni dei bilanci delle istituzioni finanziarie. Specularmente, esse innalzano i tassi per moderare le espansioni, rallentare la crescita del credito e prevenire i boom dei prezzi delle attività. E, in ultima istanza, le banche centrali mettono a disposizione linee creditizie di emergenza per evitare che la corsa agli sportelli di singoli intermediari si tramuti in panico a livello di sistema, mitigando in tal modo un importante fattore di rischio sistemico. In altri termini, nel ridurre le oscillazioni congiunturali nell'economia reale le politiche fiscali e monetarie anticicliche attenuano in modo naturale (e intenzionale) la prociclicità della dotazione di capitale delle istituzioni finanziarie¹⁵.

Nondimeno, la politica monetaria deve spingersi oltre. La stabilizzazione del sistema finanziario richiede che le banche centrali adottino un approccio più attivista e reagiscano ai boom sia del credito sia dei prezzi delle attività. Le critiche mosse in precedenza a un tale approccio restano valide. In futuro non diventerà certo più facile individuare le bolle e calibrare le politiche così da neutralizzarle. Ma la crisi finanziaria ha mostrato come sia in definitiva troppo oneroso per le banche centrali concentrarsi soprattutto sull'inflazione in un'ottica relativamente di breve periodo, nella prospettiva di porre rimedio ai danni causati dallo scoppio delle bolle e dal collasso del credito a fatti avvenuti. Il dibattito è nel frattempo andato avanti. La questione riguarda ora il modo in cui le autorità monetarie debbano ampliare il proprio quadro di riferimento integrandovi i prezzi immobiliari, i corsi azionari e il volume di

¹⁵ Anche la capacità delle autorità fiscali di ricapitalizzare le banche nei periodi di recessione può essere vista come uno strumento per fronteggiare il rischio sistemico. Per istituzionalizzare la capacità di contrastare la prociclicità del sistema finanziario le autorità di governo dovrebbero tuttavia creare una riserva fiscale. Analogamente alla riserva anticiclica delle istituzioni finanziarie, essa verrebbe accresciuta durante le fasi di espansione e utilizzata nelle fasi di contrazione.

debito in essere. Con questi aggiustamenti, esse saranno in condizione di attuare politiche di contrasto, inasprando i tassi di interesse allorché individuano bolle dei prezzi o una sovradilatazione dei bilanci tali da accrescere i rischi macroeconomici a livello sistemico.

L'espansione del quadro di riferimento non implica la rinuncia al perseguimento della stabilità dei prezzi, poiché non intende modificare gli obiettivi di lungo periodo. Essa è piuttosto mirata ad adeguare l'orizzonte nell'arco del quale le banche centrali perseguono gli obiettivi. In una fase iniziale, i boom dei prezzi delle attività e del credito non comportano in genere minacce per la stabilità a breve termine dei prezzi o la crescita reale. Di fatto, essi possono facilmente coesistere con una combinazione di bassa inflazione dei prezzi al consumo (specie se questa non comprende i prezzi delle abitazioni) e di elevata crescita. Vale a dire, un boom dei prezzi delle attività o del credito può facilmente essere scambiato per un incremento del tasso di crescita della produttività. È importante che le autorità abbiano piena consapevolezza del fatto che una maggiore crescita e una minore inflazione oggi possono creare instabilità domani, e di ciò deve tener conto il quadro di riferimento della politica monetaria. Allorché ravvisano un boom dei prezzi delle attività o del credito, le autorità devono allungare il proprio orizzonte di riferimento. Un simile approccio faciliterebbe il conseguimento degli obiettivi fiscali e monetari: dopo tutto, la stabilità macroeconomica poggia sulle fondamenta di un sistema finanziario stabile.

Conclusioni

Non resta altra scelta se non quella di raccogliere la sfida di risanare e successivamente riformare il sistema finanziario internazionale, smorzando nello stesso tempo l'impatto della crisi sulla capacità degli individui di condurre una vita produttiva. L'azione intrapresa finora vede pienamente impegnate le autorità fiscali, monetarie, di vigilanza e di regolamentazione ormai da quasi due anni. Le risorse pubbliche destinate allo stimolo economico e al salvataggio finanziario sono imponenti, avvicinandosi al 5% del PIL mondiale, più di quanto sarebbe stato immaginabile solo un anno fa.

La ripresa finirà per arrivare, ma permangono rischi non indifferenti. Innanzitutto, le politiche devono favorire l'aggiustamento, non ostacolarlo. Ciò significa favorire una crescita meno trainata dall'indebitamento nelle economie industriali e dalle esportazioni nelle economie emergenti. Significa risanare rapidamente il sistema finanziario, perseverando nell'opera di ristrutturazione fino a quando non sarà ultimata. Significa ricondurre le politiche su un sentiero sostenibile, riducendo la spesa e innalzando le imposte non appena si sarà instaurata una crescita stabile. E significa per le banche centrali uscire dall'attività di intermediazione non appena le istituzioni finanziarie avranno fatto propri i nuovi modelli operativi e i mercati finanziari avranno ripreso il normale funzionamento.

A lungo termine, per ovviare alle diffuse carenze messe in luce dalla crisi e per forgiare un sistema finanziario più resistente, occorre individuare e mitigare il rischio sistemico in tutte le sue forme. A sua volta, ciò significa

organizzare gli strumenti, i mercati e gli intermediari all'interno di un sistema finanziario robusto, più resistente alle crisi di quanto non sia quello attuale: ossia, in relazione agli strumenti, un sistema che ne valuti la sicurezza, ne limiti la disponibilità e segnali la loro idoneità e rischiosità; per i mercati, un sistema che incoraggi le negoziazioni per il tramite di controparti centrali e borse organizzate, mettendo in evidenza i pericoli che comportano le contrattazioni in altre sedi; per gli intermediari, l'applicazione generalizzata di requisiti prudenziali perfezionati congiunta a una prospettiva sistemica, a cominciare dall'introduzione di strumenti assimilabili a un coefficiente patrimoniale sistemico e a un coefficiente patrimoniale anticiclico.

Il successo nel perseguimento della stabilità finanziaria presuppone il contributo di tutti. Le autorità monetarie devono tenere maggiormente conto dei boom dei prezzi delle attività e del credito. Le autorità fiscali devono fare in modo che la loro azione sia coerente con la disciplina di bilancio a medio termine e la sostenibilità dei conti pubblici a lungo termine. Le autorità di regolamentazione e di vigilanza devono adottare una prospettiva macroprudenziale, preoccupandosi della stabilità del sistema tanto quanto si preoccupano della solidità delle singole istituzioni. Purtroppo, un quadro di riferimento integrale con obiettivi osservabili e strumenti applicabili è ancora in una fase iniziale di sviluppo. Le proposte avanzate qui e in altre sedi costituiscono comunque un punto di partenza. Il lavoro dovrà essere coordinato a livello internazionale; in particolare, gli organismi con competenze specifiche in materia – fra cui i comitati di emanazione degli standard con sede a Basilea e il Financial Stability Board – avranno un ruolo preminente nel rendere operativo tale quadro di riferimento. Sarà un compito lungo e complesso, ma non vi è scelta. Deve essere affrontato.

Indice

Organizzazione, attività e risultati finanziari	159
Organizzazione	159
<i>Dipartimenti e comitati</i>	159
<i>Organigramma della BRI al 31 marzo 2009</i>	160
<i>Governance e amministrazione</i>	161
Banche centrali membri della BRI	162
Consiglio di amministrazione e dirigenti della Banca	163
<i>Cambiamenti nel Consiglio di amministrazione e nella Direzione</i>	164
Aspetti istituzionali e amministrativi	165
<i>Amministrazione della Banca</i>	165
Attività	169
Promozione della cooperazione finanziaria e monetaria internazionale:	
contributi diretti della BRI	169
<i>Consultazioni periodiche su questioni monetarie e finanziarie</i>	169
<i>Uffici di rappresentanza</i>	170
<i>Istituto per la stabilità finanziaria</i>	174
Promozione della cooperazione finanziaria e monetaria internazionale:	
il Processo di Basilea	175
Comitati permanenti ospitati dalla BRI	176
<i>Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria</i>	176
<i>Comitato sul sistema finanziario globale</i>	180
<i>Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento</i>	181
<i>Comitato sui mercati</i>	182
<i>Central Bank Counterfeit Deterrence Group</i>	183
Contributi della BRI alla cooperazione finanziaria internazionale allargata	183
<i>Gruppo dei Dieci</i>	183
<i>Financial Stability Board</i>	183
<i>Associazione internazionale delle autorità di vigilanza assicurativa</i>	186
<i>Associazione internazionale dei fondi di tutela dei depositi</i>	188
Altre aree di cooperazione tra banche centrali sotto l'egida della BRI	189
<i>Governance interna delle banche centrali</i>	189
<i>Attività di ricerca</i>	190
<i>Cooperazione in ambito statistico</i>	190
<i>Gruppo di esperti di informatica</i>	193
<i>Cooperazione con i gruppi regionali di banche centrali</i>	193
<i>Audit interno</i>	194
Servizi finanziari della Banca	194
<i>Gamma di servizi offerti</i>	194
<i>Operazioni finanziarie nel 2008/09</i>	195
<i>Grafico: Totale di bilancio e investimenti della clientela,</i> <i>per strumento</i>	196
<i>Funzioni di agente e fiduciario</i>	197
Risultati finanziari e ripartizione dell'utile	197
<i>Risultati finanziari</i>	197
<i>Dividendo proposto</i>	200
<i>Proposta di ripartizione dell'utile netto per l'esercizio finanziario</i>	201
<i>Relazione della Società di revisione</i>	201
Situazioni dei conti	203
Stato patrimoniale	206
Conto economico	207
Rendiconto finanziario	208

Evoluzione del patrimonio netto della Banca	210
Ripartizione dell'utile	211
Evoluzione delle riserve statutarie della Banca	211
Criteri contabili	212
Note integrative	218
1. <i>Introduzione</i>	218
2. <i>Utilizzo delle stime</i>	218
3. <i>Cassa e conti a vista presso banche</i>	219
4. <i>Oro e prestiti in oro</i>	219
5. <i>Attività in valuta</i>	219
6. <i>Prestiti e anticipazioni</i>	222
7. <i>Strumenti finanziari derivati</i>	222
8. <i>Partite in corso di ricezione</i>	223
9. <i>Terreni, immobili, arredi e attrezzature</i>	224
10. <i>Depositi in valuta</i>	225
11. <i>Depositi in oro</i>	226
12. <i>Titoli ceduti pronti contro termine</i>	226
13. <i>Partite in corso di pagamento</i>	226
14. <i>Altre passività</i>	226
15. <i>Capitale</i>	226
16. <i>Riserve statutarie</i>	227
17. <i>Azioni proprie</i>	227
18. <i>Altri conti di capitale</i>	227
19. <i>Obbligazioni per prestazioni successive al rapporto di lavoro</i>	228
20. <i>Reddito da interessi</i>	232
21. <i>Oneri da interessi</i>	232
22. <i>Variazioni nette di valutazione</i>	232
23. <i>Reddito netto da commissioni e provvigioni</i>	233
24. <i>Plus/(minus)valenze valutarie nette</i>	233
25. <i>Costi operativi</i>	233
26. <i>Plus/(minus)valenze nette su cessioni di titoli disponibili per la vendita</i> ..	234
27. <i>Plusvalenze nette su cessioni di disponibilità in oro dei portafogli di investimento</i>	234
28. <i>Utile unitario</i>	234
29. <i>Cassa ed equivalenti di cassa</i>	234
30. <i>Imposte e tasse</i>	234
31. <i>Tassi di cambio</i>	234
32. <i>Partite fuori bilancio</i>	235
33. <i>Impegni</i>	235
34. <i>Tassi di interesse effettivi</i>	236
35. <i>Analisi geografica</i>	237
36. <i>Soggetti collegati</i>	237
37. <i>Passività eventuali</i>	239
Adeguatezza patrimoniale	240
1. <i>Patrimonio</i>	240
2. <i>Capitale economico</i>	240
3. <i>Attività ponderate per il rischio e coefficienti patrimoniali minimi ai sensi dello schema Basilea 2</i>	241
4. <i>Quoziente del patrimonio di base</i>	242
Gestione dei rischi	243
1. <i>Rischi incorsi dalla Banca</i>	243
2. <i>Approccio e organizzazione della gestione dei rischi</i>	243
3. <i>Rischio di credito</i>	244
4. <i>Rischi di mercato</i>	254
5. <i>Rischio di liquidità</i>	259
6. <i>Rischio operativo</i>	262
Relazione della Società di revisione	264
Rappresentazione grafica delle dinamiche degli ultimi cinque anni	265

Organizzazione, attività e risultati finanziari

La presente sezione passa in rassegna l'organizzazione della Banca dei Regolamenti Internazionali (BRI), riassume le attività da essa svolte nell'esercizio finanziario 2008/09 e ne presenta i risultati finanziari.

Organizzazione

La missione della BRI è assistere le banche centrali e le autorità finanziarie nel perseguimento della stabilità monetaria e finanziaria, promuovere la cooperazione internazionale in tali ambiti e fungere da banca delle banche centrali. La BRI adempie a tale missione:

- promuovendo il dibattito e facilitando i processi decisionali tra banche centrali;
- incentivando il dialogo con altre autorità cui compete la salvaguardia della stabilità finanziaria;
- conducendo attività di ricerca su problematiche rilevanti per le banche centrali e le autorità di vigilanza del sistema finanziario;
- fungendo da controparte di prim'ordine per le banche centrali nelle loro transazioni finanziarie;
- agendo in qualità di agente o fiduciario in connessione con operazioni finanziarie internazionali.

La BRI ha sede in Basilea (Svizzera) e dispone di Uffici di rappresentanza a Hong Kong (Regione amministrativa a statuto speciale della Repubblica popolare cinese) e a Città del Messico. Al termine dell'esercizio finanziario in rassegna il personale della BRI constava di 570 dipendenti provenienti da 53 paesi.

Dipartimenti e comitati

La BRI 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 sistema finanziario in tutto il mondo.

La BRI ospita i segretariati di vari gruppi che operano per la promozione della stabilità finanziaria. Quattro di essi sono comitati istituiti nel corso degli ultimi quarant'anni che godono di una notevole autonomia nel fissare l'ordine dei lavori e nell'organizzare le loro attività:

- il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria;
- il Comitato sul sistema finanziario globale;

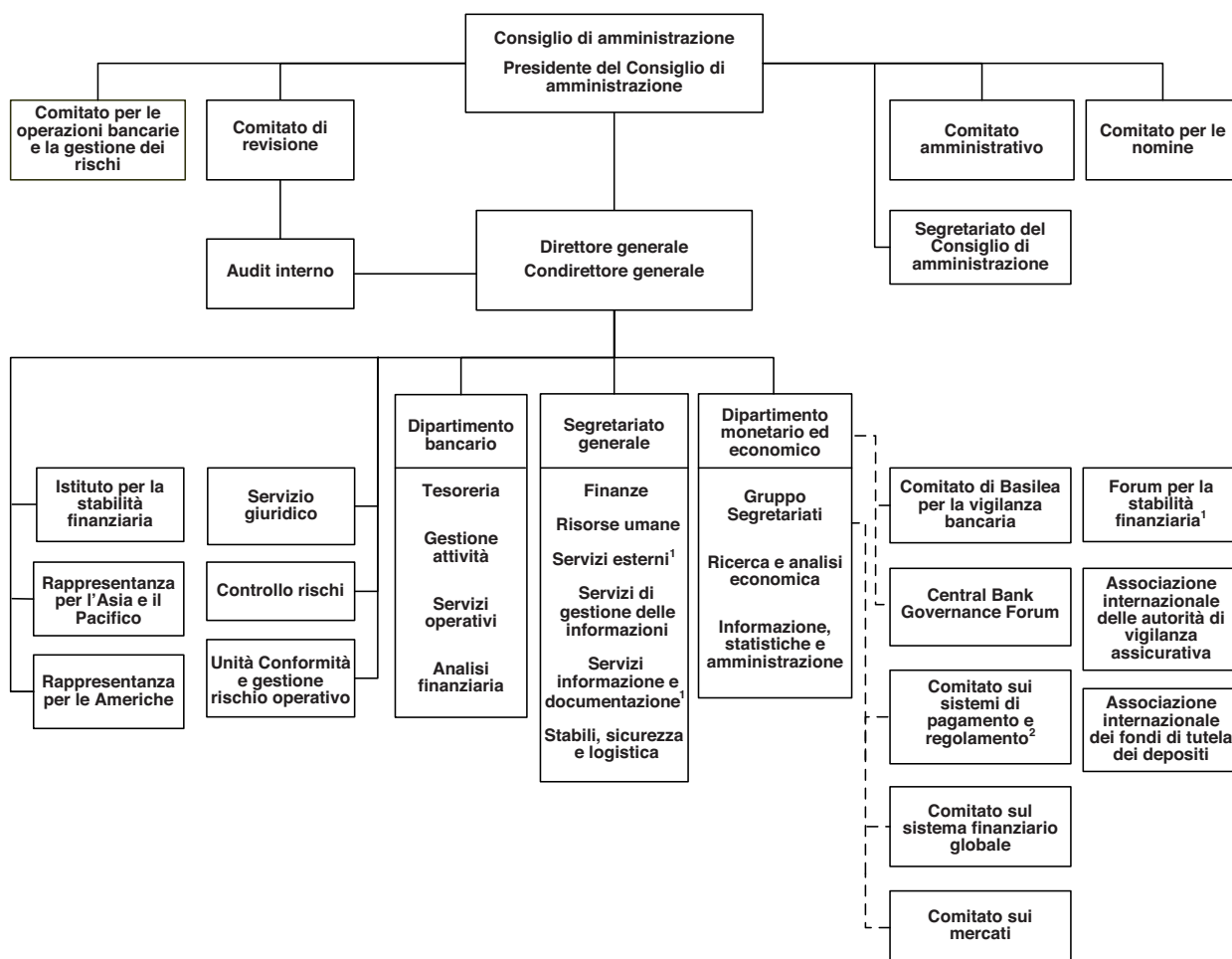
- il Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento;
- il Comitato sui mercati.

Altri tre gruppi i cui segretariati sono ospitati dalla BRI non riferiscono direttamente alla BRI o alle banche centrali suoi membri:

- il Financial Stability Board (già Forum per la stabilità finanziaria);
- l'Associazione internazionale dei fondi di tutela dei depositi;
- l'Associazione internazionale delle autorità di vigilanza assicurativa.

Infine, opera sotto gli auspici della Banca l'Irving Fisher Committee on Central Bank Statistics, gestito dalla comunità internazionale delle banche centrali. La BRI sostiene inoltre l'attività del Central Bank Counterfeit Deterrence Group.

Organigramma della BRI al 31 marzo 2009



¹ Con decorrenza dal 1° aprile 2009 il Forum per la stabilità finanziaria, i Servizi esterni e i Servizi informazione e documentazione sono diventati rispettivamente Financial Stability Board, Servizi riunioni e Comunicazione.

² Il Segretariato del Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento svolge anche le funzioni di Segretariato del Central Bank Counterfeit Deterrence Group.

Governance e amministrazione

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

- l'Assemblea generale delle banche centrali membri;
- il Consiglio di amministrazione;
- il Direttore generale.

Assemblea generale – Attualmente 55 banche centrali o autorità monetarie sono membri della BRI, e quindi 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 BRI, fissata al 31 marzo.

Consiglio di amministrazione – Il Consiglio di amministrazione è composto da 19 membri. Le sue principali competenze sono la determinazione degli indirizzi strategici e delle politiche della BRI e la sorveglianza sulla Direzione. Il Consiglio di amministrazione è coadiuvato da quattro comitati di Consiglieri: il Comitato amministrativo, il Comitato di revisione, il Comitato per le operazioni bancarie e la gestione dei rischi e il Comitato per le nomine.

Direttore generale – Il Direttore generale della BRI risponde al Consiglio di amministrazione per la gestione di tutti gli affari importanti relativi alla Banca. Egli si avvale della consulenza del Comitato esecutivo, il quale è presieduto dal Direttore generale e comprende il Condirettore generale, i Capi di Dipartimento e altri dirigenti di grado analogo nominati dal Consiglio di amministrazione.

Banche centrali membri della BRI¹

Banque d'Algérie	Bank of Israel
Saudi Arabian Monetary Agency	Banca d'Italia
Banco Central de la República Argentina	Latvijas Banka
Reserve Bank of Australia	Lietuvos Bankas
Oesterreichische Nationalbank	Narodna banka na Republika Makedonija
Banque nationale de Belgique	Bank Negara Malaysia
Centralna Banka Bosne i Hercegovine	Banco de México
Banco Central do Brasil	Norges Bank
Bulgarian National Bank	Reserve Bank of New Zealand
Bank of Canada	De Nederlandsche Bank
Banco Central de Chile	Narodowy Bank Polski
People's Bank of China	Banco de Portugal
Bank of Korea	Bank of England
Hrvatska narodna banka	Ceská národní banka
Danmarks Nationalbank	Banca Natională a României
Eesti Pank	Central Bank of the Russian Federation
Banca centrale europea	Monetary Authority of Singapore
Bangko Sentral ng Pilipinas	Národná Banka Slovenska
Suomen Pankki	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	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
Central Bank & Financial Services Authority of Ireland	Magyar Nemzeti Bank
Seðlabanki Islands	

¹ 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.

Consiglio di amministrazione²

Guillermo Ortiz, Città del Messico
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
William C. Dudley, New York
Stefan Ingves, Stoccolma
Mervyn King, Londra
Jean-Pierre Landau, Parigi
Christian Noyer, Parigi
Guy Quaden, Bruxelles
Jean-Pierre Roth, Zurigo
Masaaki Shirakawa, Tokyo
Jean-Claude Trichet, Francoforte sul Meno
Paul Tucker, Londra
Alfons Vicomte Verplaetse, Bruxelles
Axel A. Weber, Francoforte sul Meno
Nout H.E.M. Wellink, Amsterdam
Zhou Xiaochuan, Pechino

Sostituti

Paul Fisher o Michael Cross, Londra
Pierre Jaillet o Denis Beau, Parigi
Donald L. Kohn o D. Nathan Sheets, Washington
Hans-Helmut Kotz o Wolfgang Mörke, Francoforte sul Meno
Peter Praet o Jan Smets, Bruxelles
Fabrizio Saccomanni o Ignazio Visco, Roma

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 Guillermo Ortiz

² Al 31 maggio 2009.

Dirigenti della Banca

Jaime Caruana	Direttore generale
Hervé Hannoun	Condirettore generale
Peter Dittus	Segretario generale, Capo di Dipartimento
Stephen G. Cecchetti	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

Nella seduta del gennaio 2009 il Consiglio ha eletto Guillermo Ortiz, Governatore del Banco de México, quale successore di Jean-Pierre Roth, Presidente della Direzione generale della Banca nazionale svizzera, alla carica di Presidente del Consiglio di amministrazione della BRI per un periodo di tre anni con decorrenza dal 1° marzo 2009.

Con lettera datata 17 ottobre 2008 Axel A. Weber, Presidente della Deutsche Bundesbank, ha riconfermato Hans Tietmeyer in qualità di membro del Consiglio per un ulteriore periodo di due anni, dal 1° gennaio 2009 al 31 dicembre 2010. Nella riunione del novembre 2008 il Consiglio ha rieletto Hans Tietmeyer quale Vice Presidente del Consiglio di amministrazione per lo stesso periodo.

Fabrizio Saccomanni, Direttore Generale della Banca d'Italia, ha lasciato la carica di membro del Consiglio di amministrazione al termine del suo mandato il 22 dicembre 2008.

Il 26 gennaio 2009 Timothy F. Geithner si è dimesso da Presidente della Federal Reserve Bank di New York, rendendo vacante il suo seggio nel Consiglio. Con lettera datata 2 febbraio 2009 Ben S. Bernanke, Presidente del Board of Governors del Federal Reserve System, ha nominato William C. Dudley quale membro del Consiglio per la restante durata del mandato, ossia fino al 12 settembre 2009.

Nella riunione del marzo 2009 il Consiglio ha preso nota della riconferma da parte di Guy Quaden, Governatore della Banque Nationale de Belgique, di Vicomte Verplaetse, Governatore onorario della Banque Nationale de Belgique,

quale membro del Consiglio di amministrazione per un ulteriore periodo di dieci mesi fino al 31 dicembre 2009.

Il Consiglio ha appreso con profondo rammarico la notizia della scomparsa di Lord George of St. Tudy in data 18 aprile 2009, all'età di 70 anni. Lord George aveva ricoperto la carica di Consigliere di diritto tra il 1993 e il 2003, in veste di Governatore della Bank of England, e per nomina dal 2003 fino al suo decesso.

Con lettera datata 23 aprile 2009 Mervyn King, Governatore della Bank of England, ha nominato Paul Tucker, Vice Governatore della Bank of England, alla carica di Consigliere per la restante durata del mandato di Lord George, ossia fino al 6 maggio 2011.

È con sentito cordoglio che la Banca è venuta a conoscenza della scomparsa del Barone Jean Godeaux, Governatore onorario della Banque Nationale de Belgique, deceduto il 27 aprile 2009 all'età di 86 anni. Il Barone Godeaux era stato membro del Consiglio di amministrazione dal 1982 al 1990, periodo durante il quale aveva ricoperto l'incarico di Presidente della Banca e del Consiglio di amministrazione tra il 1985 e il 1987.

Il Consiglio ha inoltre appreso con costernazione la notizia della scomparsa di Masaru Hayami, già Governatore della Bank of Japan, deceduto il 16 maggio 2009 all'età di 84 anni. Hayami era stato membro del Consiglio di amministrazione della BRI dal 1998 al 2003.

Per quanto riguarda l'alta Direzione della BRI, in seguito alle dimissioni di Malcolm D. Knight il 30 settembre 2008, Hervé Hannoun ha svolto le funzioni di Direttore generale con il titolo di Direttore generale *ad interim* fino all'entrata in carica di Jaime Caruana, nominato Direttore generale della Banca per un periodo di cinque anni a decorrere dal 1° aprile 2009.

Nella riunione del marzo 2009 il Consiglio ha rinnovato la nomina di Peter Dittus a Segretario generale della BRI per un periodo di cinque anni a partire dal 1° gennaio 2010.

Daniel Lefort, Consigliere giuridico in carica della Banca, cesserà le sue funzioni per raggiunti limiti di età il 30 settembre 2009. Nella riunione del maggio 2009, il Consiglio ha nominato quale suo successore Diego Devos per un periodo di cinque anni con decorrenza dal 1° ottobre 2009.

In occasione della stessa riunione, il Consiglio ha riconfermato Günter Pleines a capo del Dipartimento bancario per un periodo di tre anni e un mese a partire dal 1° aprile 2010.

Aspetti istituzionali e amministrativi

Amministrazione della Banca

Politica di budget

Il processo di formazione del budget di spesa della Banca per l'esercizio finanziario a venire 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. Altre importanti voci di spesa, ciascuna con un'incidenza del 10% circa sulle spese di amministrazione, sono quelle relative a informatica e telecomunicazioni, e a immobili, arredi e attrezzature della Banca. 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 2008/09 le spese di amministrazione, prima degli ammortamenti, sono ammontate a CHF 237,9 milioni, importo inferiore del 4,6% rispetto ai CHF 247,9 milioni preventivati³, mentre la spesa in conto capitale, pari a CHF 22,1 milioni, è risultata inferiore di 2,9 milioni al budget. Relativamente alle spese di amministrazione, il sottoimpiego del budget è principalmente attribuibile alla spesa per il personale, risultata inferiore a quella prevista per via di ritardi nella copertura di posti vacanti. I costi per il centro dati della BRI e le altre spese informatiche e di telecomunicazione sono stati parimenti inferiori a quelli preventivati.

Le spese di amministrazione e in conto capitale riflettono le priorità definite nel budget per il 2008/09, e primariamente l'ulteriore rafforzamento della resilienza della Banca e della sua capacità di far fronte a sviluppi imprevisti. A tal fine sono state adottate le seguenti misure:

- nel contesto di turbolenza dei mercati che ha preso avvio nell'agosto 2007 è stato preventivato un incremento dell'organico nel Dipartimento bancario, nel Forum per la stabilità finanziaria (ora Financial Stability Board) e nell'unità Conformità e rischio operativo. La necessaria riallocazione delle risorse è stata realizzata riducendo gli effettivi del Segretariato generale, in particolare esternalizzando alcune attività informatiche;
- il secondo centro dati della Banca è stato trasferito in una località distante per garantire meglio la continuità operativa e il servizio ai clienti nell'eventualità di incidenti gravi a Basilea.

Durante l'esercizio in rassegna l'attività della BRI è stata improntata alla necessità di affrontare le sfide poste dall'acuirsi della crisi finanziaria globale, e le risorse della Banca sono state redistribuite per far fronte al conseguente aumento della mole di lavoro. Ciò è stato realizzato senza superare i limiti del budget e ha comportato le iniziative seguenti:

³ La contabilità budgetaria della Banca è basata sulla liquidità e non considera taluni aggiustamenti di contabilità finanziaria, principalmente relativi alle 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 (cfr. "Risultati finanziari e ripartizione dell'utile").

- il Dipartimento monetario ed economico ha modificato le priorità dei suoi programmi di lavoro, concentrandosi sulle problematiche di stabilità finanziaria messe in luce dalla crisi, sia nell'attività di supporto ai comitati ospitati dalla BRI sia in quella di ricerca;
- il Dipartimento bancario e le unità Controllo rischi e Finanze hanno adottato una serie di misure volte a ridimensionare i rischi finanziari della Banca, quali la riduzione del rischio di credito tramite un incremento degli investimenti in titoli di emittenti sovrani e quasi sovrani e l'accorciamento della *duration* degli strumenti finanziari sia all'attivo che al passivo della Situazione patrimoniale, nonché talune iniziative miranti a proteggere le passività della Banca. Questi interventi, unitamente alla volatilità provocata dalla turbolenza dei mercati finanziari, hanno incrementato l'onere operativo nell'ambito dell'attività bancaria, rendendo necessario l'impiego di risorse umane aggiuntive.

Sono altresì proseguiti i lavori sulle seguenti iniziative volte a rispondere alle esigenze degli azionisti della Banca:

- l'espansione dei servizi della BRI per intensificare i rapporti con gli azionisti nell'area Asia-Pacifico tramite la prosecuzione del programma di ricerca per l'Asia;
- la creazione di un Consiglio consultivo per le Americhe;
- il completamento di progetti pluriennali miranti a rafforzare le infrastrutture e la sicurezza a Basilea.

Nel marzo 2009 il Consiglio ha approvato un aumento del 4,0%, a CHF 259,2 milioni, del budget amministrativo per l'esercizio 2009/10. Quanto alle spese in conto capitale, è prevista una riduzione di CHF 3,1 milioni, a 21,9 milioni. La principale priorità nell'elaborazione dei budget per il 2009/10 è il rafforzamento della risposta della Banca alla crisi finanziaria globale tramite le seguenti misure:

- incremento delle risorse assegnate alle questioni di stabilità finanziaria mediante il potenziamento degli effettivi a supporto del lavoro del Financial Stability Board, del Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria e del Comitato sul sistema finanziario globale, al fine di consentire a tali organismi di far fronte all'accresciuta mole di lavoro e alle loro maggiori responsabilità;
- il Dipartimento bancario e le sezioni Controllo rischi, Finanze e Conformità continueranno a occuparsi in via prioritaria dell'impatto della crisi finanziaria sull'attività bancaria della BRI. I lavori nell'ambito dell'attività bancaria saranno orientati verso il controllo delle dimensioni e il miglioramento della gestione delle operazioni bancarie, tramite iniziative volte a realizzare una gestione integrata del rischio e a ottimizzare la contabilità di gestione.

Il budget 2009/10 prevede altresì un ulteriore sviluppo della portata globale della Banca, tramite il sostegno al Consiglio consultivo per le Americhe e la creazione di un'unità di ricerca economica permanente presso l'Ufficio asiatico dopo il completamento del programma di ricerca per l'Asia nel settembre 2009. Le strutture di ristorazione per i visitatori nell'edificio della Torre a Basilea saranno inoltre rinnovate dopo oltre trent'anni di utilizzo.

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 e che riflette i dati del mercato di riferimento al 1° luglio 2007, a partire dal 1° luglio 2008 il valore centrale delle fasce stipendiali della Banca è stato allineato ai *benchmark* di mercato osservati e ai cambiamenti stimati negli stipendi dei mercati esterni intervenuti nel periodo. Quest'ultimo adeguamento, effettuato sulla base del tasso di inflazione in Svizzera e dell'aumento medio ponderato dei salari reali nei paesi industriali, è stato pari al 2,0%. 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 della sede centrale non assunti in loco e di nazionalità diversa da quella svizzera, 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 che comunque non supera un certo massimale. Nel rispetto di determinate condizioni, ai dipendenti espatriati spetta parimenti un'indennità di istruzione per i figli a carico⁴. 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, mentre nel secondo 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 2008 la remunerazione annua dei dirigenti della Banca, al netto dell'indennità di espatrio, si basava sui seguenti livelli:

⁴ 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 generale⁵ CHF 739 400
- Condirettore generale CHF 625 650
- Capi di Dipartimento CHF 568 770

L'Assemblea generale ordinaria approva le retribuzioni dei membri del Consiglio di amministrazione; i relativi adeguamenti vengono effettuati ogni tre anni. Al 1° aprile 2009 la remunerazione annua complessiva del Consiglio di amministrazione ammontava a CHF 1 049 520. 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 973 788.

Attività

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 degli andamenti attuali e delle 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 2008 hanno avuto luogo a San Paolo e sono state ospitate dal Banco Central do Brasil.

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

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 2008/09 gli argomenti discussi sono stati:

- la prociclicità del sistema finanziario;
- gli insegnamenti della crisi bancaria globale;
- le pressioni sulla liquidità in valuta, le turbative nei mercati degli swap valutari e le risposte delle banche centrali;
- i tassi di interesse del mercato monetario e gli obiettivi operativi della politica monetaria;

⁵ In aggiunta allo stipendio di base, il Direttore generale percepisce un'indennità di rappresentanza annua e gode di un regime pensionistico particolare.

- le operazioni di liquidità delle banche centrali e gli insegnamenti dell'attuale turbolenza.

Poiché non tutte le banche centrali sono direttamente coinvolte nei lavori dei comitati con sede a Basilea e degli altri organismi ospitati dalla Banca, gli All Governors' Meeting forniscono l'occasione di passare in rassegna anche le attività di questi gruppi specializzati. Nel 2008/09, per esempio, i Governatori hanno considerato le iniziative intraprese dal Comitato di Basilea in risposta alla crisi finanziaria.

Altri incontri regolari che si svolgono nel corso delle consultazioni bimestrali sono quelli dei Governatori dei paesi del G10 e dei Governatori delle principali economie emergenti, dedicati alle tematiche di particolare rilevanza per i rispettivi gruppi di economie. Riunioni periodiche hanno luogo anche fra i Governatori membri del Central Bank Governance Group.

Nell'analisi degli aspetti connessi con la stabilità finanziaria, i Governatori si riuniscono con i responsabili degli organi di vigilanza, di altre autorità finanziarie e con esponenti di alto livello del settore finanziario privato. In particolare, la Banca ospita incontri regolari congiunti dei Governatori e dei responsabili delle autorità di vigilanza. Nel 2008/09 questo raggruppamento ha discusso, tra gli altri argomenti, i possibili miglioramenti dello schema Basilea 2 e le aree specifiche in cui la solidità del sistema finanziario può essere rafforzata.

La Banca organizza regolarmente fra i rappresentanti dei settori pubblico e privato dibattiti informali incentrati sui comuni interessi nella promozione di un sistema finanziario internazionale solido e ben funzionante. La BRI organizza inoltre, periodicamente o *ad hoc*, vari altri incontri destinati agli alti funzionari delle banche centrali, cui sono talvolta invitati esponenti 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, il cui tema di quest'anno è stato "La politica monetaria e la misurazione dell'inflazione: prezzi, salari e aspettative".

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, in risposta alle esigenze degli azionisti della regione asiatica, la BRI ha organizzato riunioni ad alto livello e ha condotto ricerche su tematiche connesse con le turbolenze finanziarie in atto. Attingendo alle risorse del programma di ricerca per l'Asia, l'Ufficio asiatico ha allestito otto eventi, ognuno dei quali organizzato in collaborazione con una banca centrale azionista o un'organizzazione regionale di banche centrali:

- il forum Executives' Meeting of East Asia-Pacific Central Banks (EMEAP)-BRI sui mercati dei cambi, organizzato con la Bank of Japan, a Yokohama nel luglio 2008;
- il workshop per banche centrali sulla microstruttura dei mercati finanziari, organizzato con l'Hong Kong Institute for Monetary Research, a Hong Kong SAR nel settembre 2008;
- il seminario di alto livello Reserve Bank of India-BRI sugli insegnamenti della crisi finanziaria, a Hyderabad nel dicembre 2008;
- il forum EMEAP-BRI sui mercati dei cambi, organizzato con la Bank of Japan, a Tokyo nel dicembre 2008;
- il seminario South East Asian Central Banks (SEACEN)-BRI per alti funzionari dedicato a shock globali e stabilità economica, organizzato con la Bank Indonesia, a Yogyakarta nel gennaio 2009;
- la conferenza Hong Kong Institute for Monetary Research-BRI su mercati immobiliari e finanza, a Hong Kong SAR nel gennaio 2009;
- il seminario di alto livello Bank of Korea-BRI sull'internazionalizzazione delle valute e gli insegnamenti della crisi finanziaria, a Seoul nel marzo 2009.

Nel novembre 2008 l'Istituto per la stabilità finanziaria (ISF) e il Working Group on Banking Supervision dell'EMEAP hanno tenuto il loro incontro annuo di alto livello in Asia. La riunione, ospitata dalla People's Bank of China a Pechino, ha trattato del ruolo dell'attività e della vigilanza bancaria nella stabilità finanziaria. L'ISF ha altresì organizzato dieci seminari per gli addetti alla vigilanza finanziaria nella regione asiatica, incentrati prevalentemente su argomenti e aspetti messi in evidenza dall'attuale crisi finanziaria.

Attività bancaria e fondi obbligazionari asiatici

Durante la crisi finanziaria la sala contrattazioni dell'Ufficio asiatico ha continuato a rispondere alle esigenze della clientela. Nell'attuale contesto turbolento le banche centrali della regione hanno mantenuto un atteggiamento prudente nella gestione dei propri portafogli di riserve.

In qualità di amministratore, la BRI ha continuato a sostenere l'offerta di sottoscrizione al pubblico dei fondi obbligazionari rientranti nell'ambito del secondo Asian Bond Fund (ABF2) dell'EMEAP. Undici banche centrali hanno conferito parte delle loro riserve internazionali a fondi che investono in titoli emessi da mutuatari sovrani e quasi sovrani di otto economie dell'EMEAP. A fine marzo 2009 l'ammontare complessivo del fondo era pari a \$2,86 miliardi, in calo rispetto ai \$3,3 miliardi di fine marzo 2008. Gli investimenti privati sono ulteriormente diminuiti, passando da \$765 milioni a fine marzo 2008 a \$427 milioni a fine marzo 2009, mentre le quote detenute dalle banche centrali sono scese da \$2,5 a 2,43 miliardi nello stesso periodo.

La quarta ricomposizione annua dell'ABF2 è stata effettuata negli ultimi due mesi del 2008.

Stanno progredendo le trattative per risolvere le principali questioni aperte riguardanti il fondo cinese, uno degli otto fondi monomercato che compongono l'ABF2, con l'obiettivo di lanciare un fondo aperto in Cina nei prossimi mesi. Su consiglio del gruppo di lavoro dell'EMEAP, la BRI ha fornito assistenza al gestore del fondo.

Consiglio consultivo asiatico e riunione speciale dei Governatori in Asia

Il Consiglio consultivo asiatico (CCA), attualmente presieduto da Zeti Akhtar Aziz, Governatore della Bank Negara Malaysia, offre ai Governatori delle banche centrali azioniste della BRI nella regione Asia-Pacifico un canale ufficiale di comunicazione con il Consiglio di amministrazione e la Direzione della BRI. In occasione delle due riunioni di quest'anno, i Governatori si sono soffermati, in particolare, sugli incontri e i lavori di ricerca da organizzare nell'ambito del programma triennale di ricerca per l'Asia (si veda oltre). I Governatori hanno espresso al Consiglio e alla Direzione della BRI le loro opinioni al riguardo, indicando come aree prioritarie di lavoro le questioni di politica economica sollevate dalla turbolenza finanziaria globale.

In febbraio la BRI ha nuovamente organizzato una riunione speciale dei Governatori, ospitata questa volta dalla Bank Negara Malaysia a Kuala Lumpur. In tale occasione, i Governatori dell'Asia-Pacifico e di altre regioni hanno discusso dei recenti sviluppi economici e finanziari e degli insegnamenti della crisi finanziaria globale per la stabilità finanziaria nell'Asia e nel Pacifico.

Programma di ricerca per l'Asia

Il programma triennale di ricerca per l'Asia, il cui completamento è previsto per l'agosto 2009, è giunto alla sua fase finale. Gli sviluppi nella regione hanno indotto a focalizzare il programma in larga misura sulle conseguenze della crisi finanziaria internazionale per l'Asia e il Pacifico. Nel suo ambito si stanno portando avanti vari progetti di ricerca che dovrebbero assistere le autorità regionali nella formulazione della politica monetaria (compresi gli aspetti operativi), lo sviluppo dei mercati finanziari, la salvaguardia della stabilità finanziaria e il rafforzamento delle politiche prudenziali.

Si prevede che a completamento 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-Pacifico, nonché con organizzazioni regionali di banche centrali. I risultati di queste ricerche, oltre a servire come base di riferimento per le numerose riunioni organizzate con le banche centrali regionali, hanno trovato diffusione nella pubblicazione di vari articoli 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 specifici argomenti di politica economica. In gennaio si sono tenuti per la seconda volta i seminari annuali dei due network di ricerca allestiti nell'ambito del programma. Il successo del programma triennale ha

portato alla decisione di potenziare l'attività di ricerca nella regione su base duratura.

Americhe

Alla luce delle turbolenze finanziarie nei principali paesi sviluppati, l'Ufficio per le Americhe ha incentrato la propria attività sull'attento monitoraggio degli sviluppi che potessero segnalare la presenza di vulnerabilità nella regione, in particolare fenomeni di propagazione di tali turbolenze alle economie dell'America latina e dei Caraibi.

Come negli ultimi anni, le iniziative della BRI nella regione non si sono rivolte soltanto alle banche centrali membri, ma hanno altresì promosso contatti ed eventi con le banche centrali non azioniste, le autorità di regolamentazione e la comunità accademica, dai quali sono scaturite diverse pubblicazioni. Tra le attività degne di nota figurano l'organizzazione di una tavola rotonda con i Governatori delle banche centrali della regione, nonché di diverse sessioni parallele all'assemblea annuale della Latin American and Caribbean Economic Association (LACEA) in Brasile. L'Ufficio ha inoltre organizzato con il Banco Central de Chile la seconda riunione dei capi degli ispettorati interni delle banche centrali, ha ospitato un incontro regionale dei consiglieri generali delle banche centrali a Città del Messico e ha contribuito agli incontri BRI svoltisi presso le banche centrali della regione, come quello del gruppo di lavoro sulla politica monetaria in America latina, tenutosi in Colombia.

L'Ufficio per le Americhe ha inoltre sostenuto le iniziative regionali dell'ISF e il seminario BRI su analisi e reportistica in materia di stabilità finanziaria, organizzato presso il Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA). L'Ufficio ha contribuito alla ricerca ed è intervenuto con propri relatori agli eventi organizzati da Banco Central do Brasil, Bank of Canada, Banco Central de Reserva del Perú, Caribbean Centre for Money and Finance, Association of Supervisors of Banks of the Americas, Fondo Latinoamericano de Reservas, Associazione internazionale dei fondi di tutela dei depositi, Fondo monetario internazionale e Nazioni Unite.

Consiglio consultivo per le Americhe (CCAm)

Nel maggio 2008 la Banca ha istituito il Consiglio consultivo per le Americhe (CCAm), quale organo consultivo del Consiglio di amministrazione. Il CCAm, attualmente presieduto da Martín Redrado, Governatore del Banco Central de la República Argentina, comprende i Governatori delle banche centrali membri della BRI nelle Americhe e si propone di offrire un canale di comunicazione diretta fra tali banche centrali e il Consiglio di amministrazione e la Direzione della BRI sulle questioni di interesse per la comunità regionale di banche centrali. L'Ufficio per le Americhe fornisce servizi di segretariato al CCAm.

Il Consiglio consultivo per le Americhe si è riunito per la prima volta in occasione dell'Assemblea generale ordinaria della BRI nel giugno 2008 e ha tenuto due incontri successivi. I membri del CCAm sono regolarmente informati sull'attività svolta dalla BRI e dall'Ufficio per le Americhe nella regione e sono invitati a esprimersi sulle iniziative in corso.

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 volto a diffondere standard e prassi corrette destinati soprattutto ai settori della vigilanza bancaria e assicurativa. Il lavoro dell'ISF beneficia della presenza presso la BRI degli organismi responsabili della definizione degli standard in questi due settori. Le sinergie e gli scambi che nascono da tale prossimità sono ormai noti come "Processo di Basilea", e verranno descritti nella sezione successiva.

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 regioni del mondo. Nel 2008 hanno avuto luogo complessivamente 50 eventi che, pur continuando a riguardare una vasta gamma di tematiche relative al settore finanziario, hanno dato particolare rilevanza agli aspetti direttamente connessi con la stabilità finanziaria. A tali eventi hanno partecipato oltre 1 850 rappresentanti di banche centrali e autorità di vigilanza bancaria e assicurativa. È altresì 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, America latina e Medio Oriente e hanno trattato della crisi finanziaria, 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 160 moduli che coprono un ampio ventaglio di argomenti destinati agli addetti di tutti i livelli di esperienza e competenza tecnica. Più di 170 banche centrali e autorità di vigilanza sono iscritte all'FSI Connect, per un totale di circa 8 000 utenti. Nel 2008, con l'avallo dell'Associazione internazionale delle autorità di vigilanza assicurativa, la Direzione della BRI ha approvato una seconda fase di sviluppo dedicata specificatamente alla vigilanza sul settore assicurativo. Nei prossimi anni saranno elaborati circa 25 moduli formativi aventi a oggetto i rischi assicurativi e le relative problematiche e tecniche di vigilanza. Inoltre, con il supporto dell'Associazione internazionale dei fondi di tutela dei depositi, durante il 2009 l'FSI Connect sarà arricchito di nuovi moduli relativi all'assicurazione dei depositi. Queste due iniziative potenzieranno ulteriormente il contributo della BRI alla stabilità del settore finanziario.

Altre iniziative di rilievo

Nel 2008 l'ISF ha aggiornato l'indagine sui lavori di attuazione del Basilea 2 da parte dei paesi non membri del Comitato di Basilea, già condotta nel 2004 e nel 2006. In linea con le edizioni precedenti, i risultati del 2008 indicano che lo schema sarà adottato dalla stragrande maggioranza dei 101 partecipanti al

sondaggio. Includendo i paesi membri del Comitato, quasi 90 giurisdizioni prevedevano di attuare il Basilea 2 entro la fine del 2008. La più recente indagine si è distinta dalle precedenti per il maggior numero di paesi che hanno consentito alle rispettive banche di adottare i metodi più avanzati per il rischio di credito e il rischio operativo.

ISF: www.bis.org/fsi

Promozione della cooperazione finanziaria e monetaria internazionale: il Processo di Basilea

Uno dei principali modi in cui la BRI contribuisce alla promozione della stabilità finanziaria e monetaria internazionale è attraverso il processo di cooperazione con i comitati e gli organismi di definizione degli standard ospitati dalla Banca a Basilea, cui sempre più spesso si fa riferimento con il nome di "Processo di Basilea" per la promozione della cooperazione finanziaria e monetaria internazionale.

Il Processo di Basilea si articola in quattro elementi chiave.

- In primo luogo, la BRI ospita e fornisce personale e risorse finanziarie a diversi comitati che si occupano degli aspetti principali della stabilità finanziaria. Tra di essi figurano il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, dedicato alla vigilanza sulle singole istituzioni, il Comitato sul sistema finanziario globale, che monitora le problematiche di stabilità macrofinanziaria, il Comitato sui mercati, che analizza il funzionamento dei mercati finanziari, e il Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento, che esamina l'infrastruttura dei pagamenti. La BRI ospita altresì l'Associazione internazionale delle autorità di vigilanza assicurativa (International Association of Insurance Supervisors, IAIS) e l'Associazione internazionale dei fondi di tutela dei depositi (International Association of Deposit Insurers, IADI). La maggior parte dei comitati con sede a Basilea contribuisce inoltre al lavoro del Financial Stability Board (FSB), anch'esso ospitato dalla BRI. Le sinergie generate dalla prossimità fisica tra questi gruppi e il conseguente scambio di idee sono considerevoli.
- In secondo luogo, la flessibilità di tali gruppi e lo scambio aperto di informazioni fra i responsabili delle politiche rafforzano il coordinamento delle attività svolte in merito alle questioni di stabilità finanziaria e contribuiscono a evitare sovrapposizioni e lacune nei rispettivi programmi di lavoro. Al tempo stesso, questi organismi producono risultati di gran lunga maggiori di quanto potrebbero far ritenere le loro dimensioni, e ciò grazie alla possibilità di far leva sulle competenze della comunità internazionale di banche centrali e autorità di regolamentazione e vigilanza.
- In terzo luogo, il lavoro dei comitati con sede a Basilea è supportato dalle informazioni analitiche e statistiche provenienti dalle attività bancarie e di ricerca economica della BRI, e in particolare dai rapporti di collaborazione fra il Dipartimento bancario e gli operatori di mercato, nonché dall'attuazione degli standard regolamentari e dei controlli finanziari nella conduzione delle operazioni bancarie.

- Infine, la diffusione del lavoro degli organismi di definizione degli standard è agevolata dall'ISF.
Di seguito viene riportata l'attività di ciascuno dei comitati e organismi di emanazione di standard durante lo scorso anno.

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 di De Nederlandsche Bank, si propone di migliorare la conoscenza e 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 nazionali, accrescendo l'efficacia delle tecniche di vigilanza sull'attività bancaria internazionale e formulando requisiti prudenziali minimi negli ambiti in cui ciò sia considerato opportuno.

Risposte alla crisi finanziaria

Sulla scorta della valutazione condotta in merito alle lacune a livello prudenziale, regolamentare e di gestione del rischio evidenziate dalla crisi, il Comitato di Basilea ha elaborato una strategia globale volta a mettere in pratica gli insegnamenti tratti in questi ambiti. Il Comitato ha avviato e in alcuni casi accelerato i lavori di ricerca su vari temi attinenti alla vigilanza e alla gestione dei rischi, tra cui il rischio di liquidità, le prove di stress e le prassi di valutazione delle banche. Gli insegnamenti della fase di turbolenza sono serviti anche da guida al CBVB nelle iniziative finalizzate a rafforzare ulteriormente lo schema Basilea 2 e gli altri elementi della regolamentazione in materia di adeguatezza patrimoniale. Nel loro insieme, tali iniziative costituiscono un elemento centrale dell'azione internazionale volta ad accrescere la capacità di tenuta del sistema bancario e del sistema finanziario più in generale.

Rafforzamento dell'adeguatezza patrimoniale

La crisi ha messo in luce l'importanza di una base patrimoniale solida ai fini della robustezza del settore bancario. I lavori condotti dal Comitato in materia di adeguatezza patrimoniale sono diretti a incrementare il livello e la qualità del capitale all'interno del sistema bancario, così da accrescere la capacità di tenuta delle banche di fronte a episodi futuri di turbolenza economica e finanziaria e rafforzare la fiducia nel sistema bancario globale. Tali lavori comprendono l'elaborazione di soluzioni volte ad attenuare la prociclicità, ad esempio tramite la promozione di riserve di capitale in eccesso dei minimi regolamentari, cui sia possibile attingere nei periodi di tensione. Essi integrano le iniziative e le raccomandazioni del Financial Stability Board e dei leader del G20.

Lo schema Basilea 2

Alla luce degli sviluppi del mercato, nel 2008 il CBVB ha intrapreso un riesame del Basilea 2 per individuarne gli aspetti potenzialmente perfezionabili. Sulla

scorta di tale riesame, a gennaio 2009 il Comitato ha pubblicato un dossier di documenti a fini di consultazione.

I miglioramenti proposti, che il Comitato prevede di ultimare nel corso del 2009, contribuiranno ad assicurare che i requisiti patrimoniali minimi, le prassi di gestione del rischio e la corrispondente informativa al pubblico rispecchino meglio i rischi insiti nei portafogli detenuti dalle banche in connessione con attività di negoziazione, cartolarizzazioni ed esposizioni verso veicoli fuori bilancio. Il Comitato intende coordinare e attuare questo programma di lavoro in modo da rafforzare la fiducia nel sistema finanziario ed evitare l'aggravarsi delle condizioni di mercato attuali. Esso non richiederà che i coefficienti patrimoniali minimi obbligatori a livello globale vengano innalzati nelle fasi di turbolenza economica e finanziaria.

I miglioramenti proposti in merito ai requisiti patrimoniali minimi (primo pilastro) dal dossier di documenti consultativi del gennaio 2009 mirano a rafforzare la copertura del rischio prevista dallo schema, incluso il trattamento prudenziale delle esposizioni del portafoglio di negoziazione (*trading book*). La leva finanziaria accumulata nel periodo antecedente la crisi e la maggior parte delle perdite registrate dopo il suo scoppio hanno infatti interessato in misura sostanziale i *trading book* delle banche. A ciò ha notevolmente contribuito il fatto che lo schema vigente per i rischi di mercato, basato sugli emendamenti del 1996 al Basilea 1, non contempla alcuni importanti rischi. Di conseguenza, il Comitato ha proposto di integrare l'attuale metodologia basata sul valore a rischio (*Value-at-Risk*, VaR) dei portafogli di negoziazione con un coefficiente patrimoniale per il rischio incrementale (*incremental risk charge*, IRC), che tiene conto del rischio di insolvenza e del rischio di migrazione. Una volta attuato, l'IRC ridurrà l'incentivo a effettuare arbitraggi regolamentari tra i portafogli bancari e quelli di negoziazione.

Un'ulteriore misura proposta è l'introduzione di un requisito VaR in situazione di stress, che contribuirà a ridurre la prociclicità dei coefficienti patrimoniali minimi per i rischi di mercato. Il Comitato ha annunciato l'intenzione di effettuare un riesame sostanziale a più lungo termine dello schema patrimoniale per le attività di negoziazione.

La crisi ha chiaramente evidenziato come le *collateralised debt obligation* aventi a oggetto titoli garantiti da attività (CDO di ABS, altresì note come "ricartolarizzazioni") presentino una maggiore correlazione con il rischio sistematico rispetto alle cartolarizzazioni tradizionali. Esse richiedono pertanto l'applicazione di un coefficiente patrimoniale più elevato, come proposto nel dossier consultativo del gennaio 2009.

Prima dello scoppio della crisi finanziaria le banche avevano accumulato ingenti esposizioni nei confronti di veicoli fuori bilancio, che non erano adeguatamente rispecchiate nel regime patrimoniale vigente. Il Comitato ha pertanto proposto un aumento dei requisiti patrimoniali per le linee di liquidità concesse a favore di veicoli per l'emissione di *commercial paper* garantita da attività, tramite l'eliminazione della distinzione tra linee a breve e a lungo termine. Il CBVB ha altresì suggerito l'introduzione dell'obbligo per le banche di ottenere informazioni esaurienti sulle caratteristiche delle esposizioni

sottostanti le loro posizioni in cartolarizzazioni con rating esterno, pena l'incremento dei requisiti patrimoniali.

Attraverso il processo di controllo prudenziale (secondo pilastro) del Basilea 2 il Comitato ha inoltre introdotto standard volti a promuovere maggiore rigore nella vigilanza e nella gestione dei rischi per quanto riguarda le concentrazioni di rischio, le esposizioni fuori bilancio, le cartolarizzazioni e i relativi rischi di reputazione. Il CBVB ha altresì proposto alcuni miglioramenti per quanto riguarda la valutazione degli strumenti finanziari, la gestione del rischio di provvista (*funding liquidity risk*) e le prove di stress a livello di intera azienda.

Nel quadro del terzo pilastro il Comitato ha inoltre introdotto un rafforzamento degli obblighi di informativa al fine di promuovere una migliore disciplina di mercato. Tali obblighi riguardano le cartolarizzazioni e la sponsorizzazione di veicoli fuori bilancio, e dovrebbero consentire agli operatori di comprendere meglio il profilo di rischio complessivo di un'istituzione.

Prociclicità

Un ulteriore aspetto su cui si sono incentrati i lavori del Comitato sull'adeguatezza patrimoniale è quello della prociclicità. Nel 2008 il CBVB ha avviato un'approfondita analisi dall'alto dei livelli patrimoniali e della ciclicità che comporta il Basilea 2, tenendo altresì conto dell'interazione con gli obiettivi macroprudenziali più generali. Lo scopo è stato quello di promuovere la costituzione di adeguate riserve di capitale nell'arco del ciclo del credito e di attenuare il rischio che un'eccessiva ciclicità dei requisiti regolamentari minimi amplifichi la prociclicità del sistema finanziario.

Il Comitato ha predisposto un sistema esaustivo di monitoraggio del capitale al fine di rilevare l'impatto del Basilea 2 sui livelli patrimoniali minimi e complessivi e sulla loro prociclicità.

Con particolare riferimento alla composizione del patrimonio di base, il Comitato sta passando al vaglio possibili soluzioni per costituire ulteriori riserve di capitale in eccesso dei minimi regolamentari da utilizzare in situazioni di tensione. È stata anche avviata un'analisi del trattamento degli accantonamenti per perdite su crediti nell'ambito del Basilea 2 e delle modalità per rafforzare gli incentivi a incrementare tali accantonamenti nelle fasi espansive.

Nel 2008/09 il Comitato ha altresì avviato la valutazione di soluzioni concrete per integrare i requisiti patrimoniali basati sul rischio previsti dal Basilea 2 con un indicatore semplice e trasparente dell'esposizione lorda, ad esempio un indice della leva finanziaria. Tale parametro potrebbe fornire una misura indipendente del rischio e del capitale, contribuire a contenere il grado di leva e costituire una soglia inferiore semplice per i coefficienti basati sul rischio.

Vigilanza e gestione del rischio di liquidità

La turbolenza che ha investito i mercati ha riaffermato l'importanza della liquidità per il funzionamento dei mercati finanziari e del settore bancario. In risposta a ciò, nel settembre 2008 il Comitato di Basilea ha formulato una

nuova serie di principi globali per la vigilanza e la gestione corretta del rischio di liquidità (*Principles for sound liquidity risk management and supervision*), approvata dai partecipanti alla conferenza internazionale biennale delle autorità di vigilanza bancaria.

Tali principi fanno seguito a una delle principali raccomandazioni per il rafforzamento della sorveglianza prudenziale formulate nel rapporto *Rafforzare la solidità dei mercati e degli intermediari* pubblicato dal Forum per la stabilità finanziaria nell'aprile 2008. Concepiti al fine di potenziare la gestione del rischio di liquidità da parte delle banche, essi sono incentrati sugli aspetti di *governance*, misurazione e gestione del rischio e prevedono che gli istituti bancari mantengano solide riserve di liquidità. Una valutazione formale della loro attuazione è prevista per il 2009.

Il Comitato di Basilea sta altresì lavorando alla promozione di una maggiore coerenza nella vigilanza sul rischio di liquidità, valutando ad esempio l'ipotesi di *benchmark* e indicatori prudenziali armonizzati e il rafforzamento dello scambio di informazioni tra le autorità competenti per la vigilanza su banche con operatività internazionale.

Prove di stress

La crisi finanziaria ha mostrato l'importanza delle prove di stress quale parte integrante sia della gestione del rischio sia della pianificazione della liquidità e del capitale da parte di qualsiasi banca. Esse rappresentano infatti uno strumento che svolge un ruolo essenziale per il rafforzamento non soltanto del governo societario delle banche, ma anche della solidità delle singole istituzioni e del sistema finanziario nel suo complesso. Allo scopo di porre rimedio alle lacune in quest'ambito, nel gennaio 2009 il Comitato di Basilea ha diffuso a fini di consultazione il documento *Principles for sound stress testing practices and supervision*.

Il testo enuncia una serie di principi per la *governance*, l'elaborazione e l'attuazione di programmi di *stress testing* presso le banche. Esso definisce le aspettative in ordine al ruolo e alle responsabilità delle autorità di vigilanza nell'esame delle prassi in materia di prove di stress degli istituti di credito, sottolineando come un solido programma di *stress testing* dovrebbe, tra le altre cose, essere diretto dal consiglio di amministrazione e dall'alta direzione, fornire valutazioni prospettiche del rischio e costituire parte integrante della pianificazione del capitale e della liquidità.

Prassi di valutazione delle banche

Sebbene le cause di fondo delle turbolenze non vadano ricercate nei criteri e nelle prassi di valutazione vigenti, il Comitato è giunto alla conclusione che essi vi abbiano contribuito e ne abbiano amplificato gli effetti. Nell'aprile 2009 il CBVB ha pertanto pubblicato il documento *Supervisory guidance for assessing banks' financial instrument fair value practices*, contenente linee guida intese a rafforzare le tecniche di valutazione degli strumenti finanziari impiegate dalle banche. Esse saranno di aiuto alle autorità di vigilanza per verificare il rigore dei processi di valutazione delle banche e promuovere l'avanzamento delle prassi di gestione e di controllo del rischio.

Attuazione degli standard

La crisi finanziaria ha messo in luce l'importanza di disporre di standard e linee guida di vigilanza prudenti e fondati. Il Comitato di Basilea ha pertanto annunciato nel gennaio 2009 l'ampliamento del mandato dell'Accord Implementation Group (AIG), che si era concentrato sull'attuazione del Basilea 2. L'AIG è stato ridenominato Standards Implementation Group (SIG) e ha ricevuto il mandato di promuovere più in generale l'applicazione delle linee guida e dei principi emanati dal Comitato di Basilea, con modalità coordinate e coerenti a livello internazionale.

Cooperazione in materia di vigilanza sulle banche con operatività internazionale

Nel 2008 il Comitato ha valutato vari aspetti attinenti alla liquidazione dei gruppi bancari internazionali complessi. Si rendono ancora necessari un ulteriore esame e un'analisi approfondita dei fallimenti e dei salvataggi delle singole banche. Il rapporto finale del Comitato, che sarà pubblicato nel settembre 2009, trarrà gli insegnamenti della crisi attuale per quanto riguarda i meccanismi di liquidazione degli istituti bancari e la loro applicazione a livello internazionale.

Principi fondamentali per sistemi efficaci di assicurazione dei depositi

Nel marzo 2009 il Comitato di Basilea e l'Associazione internazionale dei fondi di tutela dei depositi (International Association of Deposit Insurers, IADI) hanno pubblicato una serie di principi fondamentali per sistemi efficaci di assicurazione dei depositi (*Core Principles for Effective Deposit Insurance Systems*). Essi mettono a frutto uno degli insegnamenti della crisi finanziaria, ossia la necessità di disporre di sistemi efficaci di assicurazione dei depositi al fine di contribuire a mantenere la fiducia del pubblico. I principi rappresentano un importante punto di riferimento per i paesi che intendano creare o riformare sistemi di assicurazione dei depositi, e affrontano diversi aspetti, tra cui la copertura e il finanziamento di tali sistemi e il rimborso tempestivo dei depositanti. Essi trattano altresì di aspetti connessi con la sensibilizzazione del pubblico, la liquidazione delle istituzioni fallite e la cooperazione con altri partecipanti alla cosiddetta "rete di sicurezza".

Allargamento e ampliamento del raggio d'azione del Comitato

Nel 2009 il Comitato di Basilea e il suo organo di *governance*, composto dai Governatori delle banche centrali e dai capi degli organi di vigilanza, hanno deciso di ampliare il novero dei membri del Comitato, invitando all'adesione i rappresentanti di Arabia Saudita, Argentina, Australia, Brasile, Cina, Corea, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Messico, Russia, Singapore, Sudafrica e Turchia. Il Comitato ritiene che questa iniziativa gli consentirà di portare avanti con più efficacia la sua missione fondamentale.

Comitato di Basilea: www.bis.org/bcbs

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.

Nel periodo in rassegna l'attività del Comitato è stata condizionata dall'acuirsi della crisi finanziaria. Il CSFG ha trattato in particolare i seguenti temi:

- la situazione delle banche internazionali e la loro reazione di fronte alle crescenti pressioni sul piano della provvista e del capitale;
- le conseguenze delle disfunzioni sui mercati creditizi e l'impatto economico più generale causato dall'interruzione dell'offerta di credito;
- le variazioni nell'offerta di finanziamenti bancari internazionali indotte dalla crisi;
- le misure di sostegno dei governi e delle banche centrali e il loro impatto sulle condizioni dei mercati finanziari.

Il Comitato ha inoltre istituito vari gruppi per esaminare alcuni aspetti specifici della crisi finanziaria. Un gruppo di lavoro congiunto del CSFG e del Forum per la stabilità finanziaria ha analizzato il ruolo delle tecniche di valutazione e della leva finanziaria per la prociclicità del sistema finanziario. L'argomento è stato anche discusso in occasione di una tavola rotonda tenutasi a Parigi con gli operatori del settore privato e i rappresentanti degli organismi di normazione contabile. Un secondo gruppo è stato incaricato di analizzare, in collaborazione con il Comitato sui mercati, le politiche creditizie delle banche centrali. Il CSFG ha inoltre creato un gruppo di lavoro per valutare le possibilità di miglioramento delle statistiche sul trasferimento del rischio di credito raccolte sotto la sua egida.

A metà del 2008 il Comitato ha pubblicato tre rapporti connessi con la crisi finanziaria, che analizzano gli sviluppi nei mercati del *private equity* e del *leveraged finance*, le operazioni delle banche centrali in risposta alle turbolenze sui mercati finanziari e il ruolo dei rating nella finanza strutturata. Un rapporto pubblicato nel gennaio 2009 con il titolo *Capital flows and emerging market economies* contiene una prima valutazione dell'impatto della crisi finanziaria sulle principali economie emergenti.

CSFG: www.bis.org/cgfs

Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento

Il Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento (CSPR), presieduto da William C. Dudley, Presidente e Chief Executive Officer della Federal Reserve Bank di New York fino a quella data, contribuisce al rafforzamento dell'infrastruttura dei mercati finanziari attraverso la promozione di sistemi di pagamento e regolamento sicuri ed efficienti.

Durante l'anno il Comitato ha pubblicato due rapporti:

- *The interdependencies of payment and settlement systems*, che individua le diverse interconnessioni esistenti tra i sistemi di pagamento e di regolamento, ne analizza le implicazioni in termini di rischio e valuta le relative problematiche di gestione del rischio. Il rapporto conclude che le più strette interdipendenze tra i sistemi hanno contribuito a rafforzare l'infrastruttura globale, riducendo varie fonti di costo e di rischio, ma

hanno altresì aumentato il potenziale di una propagazione rapida e su larga scala delle eventuali turbative. Vengono suggerite pertanto alcune azioni che gli operatori del settore, le banche centrali e altre autorità potrebbero intraprendere per adeguare le proprie politiche alla crescente interconnessione fra i sistemi.

- *Progress in reducing foreign exchange settlement risk*, che esamina i progressi compiuti nella riduzione del rischio di regolamento delle operazioni in cambi, giungendo alla conclusione che, nonostante i notevoli passi avanti, il rischio rimane potenzialmente significativo. Il rapporto formula quindi alcune raccomandazioni destinate alle singole istituzioni, ai gruppi di settore e alle banche centrali, tra cui quella di collaborare con le autorità di vigilanza bancaria e altri organismi di regolamentazione al fine di valutare le soluzioni in grado di assicurare che le banche applichino procedure adeguate di gestione del rischio alle esposizioni al rischio di regolamento delle operazioni in cambi.

Inoltre, il CSPR:

- ha individuato le misure che le banche centrali potrebbero potenzialmente adottare, su base individuale o coordinata, per rafforzare la propria capacità operativa di fornire prontamente liquidità transfrontaliera in situazioni di emergenza;
- ha collaborato con il Comitato di Basilea per definire le prassi corrette per la gestione dei rischi di liquidità infragiornaliera da parte delle banche, descritte nella pubblicazione del Comitato *Principles for sound liquidity risk management and supervision*;
- ha monitorato l’impatto della crisi finanziaria sul funzionamento dei sistemi di pagamento e regolamento e continuato a scambiare informazioni sulla compensazione delle transazioni in derivati negoziati fuori borsa (*over-the-counter*).

Il Comitato ha continuato a favorire la cooperazione tra le banche centrali, comprese quelle dei mercati emergenti. Esso ha inoltre fornito assistenza e consulenza ai workshop e seminari organizzati dalla BRI di concerto con i gruppi regionali di banche centrali sulle questioni concernenti i sistemi di pagamento.

CSPR: www.bis.org/cpss

Comitato sui mercati

Il Comitato sui mercati, presieduto da Hiroshi Nakaso, Executive Director della Bank of Japan, fornisce alle principali banche centrali una sede per monitorare congiuntamente gli sviluppi sui mercati finanziari e discutere i dettagli delle rispettive operazioni di mercato. Esso raggruppa i responsabili delle operazioni di mercato presso le banche centrali.

Lo scorso anno il dibattito in seno al Comitato è rimasto incentrato sulle turbative nei mercati monetari, creditizi e valutari e sulle iniziative delle banche centrali per attenuarle. Varie misure sono state adottate per rafforzare ulteriormente la cooperazione tecnica fra i membri del Comitato, tra cui la discussione più frequente e approfondita dell’evoluzione dei mercati, lo scambio tempestivo di informazioni nei periodi di tensione, la

valutazione degli interventi volti a far fronte alle turbative di mercato e la condivisione della documentazione allo scopo di rafforzare la comprensione reciproca degli assetti operativi delle banche centrali. È stato inoltre aggiornato il compendio sugli assetti di politica monetaria e sulle operazioni di mercato delle banche centrali (*Compendium on monetary policy frameworks and central bank market operations*). Il Comitato ha altresì partecipato alla preparazione del rapporto del CSFG sulle operazioni messe in atto dalle banche centrali in risposta alle turbolenze finanziarie (*Central bank operations in response to the financial turmoil*), pubblicato nel luglio 2008. Di recente un gruppo di studio del Comitato sui mercati è stato incaricato di esaminare, in collaborazione con il CSFG, le politiche creditizie delle banche centrali.

Oltre alle normali riunioni bimestrali, il Comitato ha tenuto incontri *ad hoc*, talora con la partecipazione del settore privato, per affrontare argomenti di natura più strutturale, quali i cambiamenti nei mercati delle materie prime o la propagazione della crisi finanziaria ai mercati emergenti. Nel novembre 2008 il Comitato ha organizzato la seconda riunione di lavoro sui mercati latinoamericani, cui hanno partecipato banche centrali e operatori di mercato della regione.

Comitato sui mercati: www.bis.org/markets

Central Bank Counterfeit Deterrence Group

Il Central Bank Counterfeit Deterrence Group (CBCDG) ha il mandato di analizzare le minacce per la sicurezza della moneta cartacea e proporre contromisure applicative comuni a uso degli istituti di emissione. Il CBCDG ha messo a punto un insieme di tecnologie anticontraffazione 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 Banca ha continuato a contribuire ai lavori dei Ministri finanziari e dei Governatori delle banche centrali del G10 partecipando ai loro incontri in veste di osservatore e fornendo servizi di segretariato. Nell'esercizio finanziario in rassegna il G10 ha operato sotto la Presidenza del Ministro olandese delle Finanze. Non essendosi tenuti incontri durante l'anno, sono state impiegate procedure scritte per trattare questioni attinenti le politiche di remunerazione rapportata alla performance e la stabilità finanziaria.

Financial Stability Board

Il Financial Stability Board (FSB), istituito nell'aprile 2009 per succedere al Forum per la stabilità finanziaria (FSF), promuove la stabilità finanziaria

internazionale favorendo un più ampio scambio di informazioni e una maggiore cooperazione negli ambiti della vigilanza e della sorveglianza sul settore finanziario. In particolare, l'FSB ha il mandato di:

- valutare le vulnerabilità che interessano il sistema finanziario e individuare le azioni per farvi fronte, vegliando alla loro attuazione;
- promuovere il coordinamento e lo scambio di informazioni tra le autorità preposte alla stabilità finanziaria;
- monitorare e fornire consulenza sugli andamenti dei mercati finanziari, e individuarne le implicazioni per le politiche di regolamentazione;
- monitorare e fornire consulenza sulle prassi ottimali per l'attuazione degli standard regolamentari;
- effettuare valutazioni strategiche congiunte del lavoro di definizione delle politiche svolto dagli organismi di emanazione degli standard internazionali, al fine di assicurare che esso sia tempestivo, coordinato, incentrato sulle priorità e volto a risolvere le lacune esistenti;
- stabilire linee guida per i collegi dei supervisori, sostenerne la formazione e il funzionamento e stimolare la partecipazione agli stessi, anche tramite un'opera continuativa di individuazione delle imprese finanziarie internazionali aventi maggiore rilevanza sistemica;
- fornire assistenza nell'elaborazione di piani di emergenza per la gestione di crisi internazionali, specie quelle riguardanti imprese con rilevanza sistemica;
- collaborare con il Fondo monetario internazionale (FMI) nella conduzione degli esercizi di "allerta precoce" (*early warning*).

L'FSB è presieduto da Mario Draghi, Governatore della Banca d'Italia. Il suo Segretariato ha sede a Basilea presso la BRI.

A seguito della decisione dell'FSF del marzo 2009 di ampliare il novero dei paesi membri, l'FSB riunisce oggi gli alti funzionari dei ministeri finanziari, delle banche centrali e delle autorità di supervisione di 24 paesi e giurisdizioni, nonché della BCE e della Commissione europea. Vi partecipano altresì gli esponenti delle organizzazioni finanziarie internazionali – Banca mondiale, BRI, FMI e Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE) –, degli organismi internazionali per la vigilanza, la regolamentazione e l'emanazione degli standard – Associazione internazionale delle autorità di vigilanza assicurativa (IAIS), Comitato di Basilea, International Accounting Standards Board (IASB), International Organization of Securities Commissions (IOSCO) – e gruppi di esperti delle banche centrali (CSFG e CSPR).

Durante le riunioni plenarie dell'FSF, tenutesi ad Amsterdam nel settembre 2008, a Hong Kong SAR nel dicembre 2008 e a Londra nel marzo 2009, si sono discusse le problematiche e vulnerabilità attuali dei mercati finanziari, le misure che si stanno prendendo per affrontarle e le opzioni di *policy* percorribili. L'incontro di settembre ha anche fornito l'occasione per uno scambio di opinioni con i rappresentanti del settore privato in merito ai rischi attuali per il sistema finanziario e alle risposte per farvi fronte. Oltre alle riunioni plenarie, l'FSB tiene occasionalmente incontri regionali per promuovere un più ampio scambio di vedute sulle vulnerabilità finanziarie e sulle iniziative ufficiali in corso al riguardo. Nel dicembre 2008 ha avuto luogo a Hong Kong SAR un incontro fra i membri e le autorità della regione

Asia-Pacifico. Nell'ottobre 2008 si è invece tenuta a Washington una riunione con la partecipazione delle autorità di alcune economie emergenti, organizzata in collaborazione con l'FMI.

Il rapporto *Rafforzare la solidità dei mercati e degli intermediari*, pubblicato dall'FSF nell'aprile 2008, raccomandava l'adozione di misure a livello internazionale per attenuare la prociclicità del sistema finanziario. Nel giugno 2008 il Forum ha avviato tre filoni di ricerca in quest'ambito, dedicati in particolare a: a) il regime di adeguatezza patrimoniale (di concerto con il Comitato di Basilea); b) le politiche di accantonamento delle banche; c) l'interazione tra la leva finanziaria e le tecniche di valutazione (in collaborazione con il CSFG). Il Piano di azione adottato dai leader del G20 al vertice del novembre 2008 ha inoltre incaricato l'FSF di formulare raccomandazioni volte ad attenuare la prociclicità. Le raccomandazioni scaturite da questi lavori di ricerca, corredate di commenti e analisi, sono state pubblicate nell'aprile 2009. L'FSF ha auspicato in particolare che:

- il Comitato di Basilea rafforzi lo schema di adeguatezza patrimoniale affinché sia il livello sia la qualità del capitale possano aumentare nelle fasi di espansione e diminuire in quelle di rallentamento;
- i requisiti patrimoniali commisurati al rischio vengano integrati con un indicatore semplice e trasparente che permetta di contenere il ricorso alla leva finanziaria all'interno del sistema finanziario;
- gli organismi di normazione contabile riesaminino il modello delle perdite incorse utilizzato ai fini della determinazione degli accantonamenti, vagliando approcci alternativi per il riconoscimento e la misurazione delle perdite su crediti, e valutino la possibilità di introdurre in determinate circostanze riserve o aggiustamenti di valutazione per gli strumenti finanziari contabilizzati al *fair value*;
- il Comitato di Basilea e il CSFG diano avvio a un programma di ricerca congiunto volto a misurare il rischio di provvista (*funding*) e di liquidità connesso con la trasformazione delle scadenze.

Sempre sulla base delle raccomandazioni formulate nel rapporto dell'aprile 2008, l'FSF ha elaborato linee guida per la determinazione delle remunerazioni nelle istituzioni finanziarie, principi di alto livello per la gestione delle crisi internazionali, protocolli per la formazione di collegi internazionali dei supervisori per le grandi banche internazionali e una procedura rafforzata di allerta precoce per individuare e attenuare i rischi sistemici globali (quest'ultima in collaborazione con l'FMI). Tali iniziative erano state auspicate anche dal Piano di azione del G20 diffuso il 2 aprile 2009. I principi in materia di retribuzioni e di gestione delle crisi internazionali sono stati pubblicati nell'aprile 2009. A fine 2008 erano già stati istituiti i collegi dei supervisori per gran parte delle istituzioni finanziarie internazionali di grandi dimensioni, un processo che dovrebbe essere completato nella prima metà del 2009. I risultati del primo esercizio congiunto di allerta precoce dell'FMI e dell'FSF sono stati presentati al Comitato monetario e finanziario internazionale dell'FMI in occasione della sua riunione dell'aprile 2009.

Oltre a queste iniziative, l'FSF ha vegliato all'attuazione delle altre raccomandazioni contenute nel rapporto dell'aprile 2008 da parte delle autorità

nazionali, delle organizzazioni internazionali, degli organismi di emanazione degli standard e del settore privato. Il Forum ha riferito sui progressi compiuti in quest'ambito ai Ministri finanziari e ai Governatori del G7 nell'ottobre 2008 e ha pubblicato un nuovo aggiornamento nell'aprile 2009. In entrambi i casi l'FSF ha rilevato che, sebbene la maggior parte delle raccomandazioni sia stata attuata con successo e in modo tempestivo, occorre compiere ulteriori progressi in alcune aree, e sarà indispensabile mantenere un monitoraggio costante.

FSB: www.financialstabilityboard.org

Associazione internazionale delle autorità di vigilanza assicurativa

L'Associazione internazionale delle autorità di vigilanza assicurativa (International Association of Insurance Supervisors, IAIS), ospitata dalla BRI dal 1998, è l'organismo internazionale di emanazione degli standard per la vigilanza prudenziale nel settore assicurativo. L'obiettivo della IAIS è contribuire alla stabilità finanziaria globale mediante il rafforzamento della supervisione nel settore assicurativo, l'elaborazione di criteri prudenziali, la promozione della cooperazione internazionale sulla base dello scambio di informazioni e l'assistenza reciproca. Nel corso degli anni la IAIS ha conosciuto una notevole espansione.

La IAIS ha partecipato attivamente alla valutazione dell'impatto della crisi finanziaria sul settore assicurativo e ha risposto alle raccomandazioni dell'FSB e del G20 in materia di riforme regolamentari. Al fine di accrescere ulteriormente l'efficacia e l'efficienza della vigilanza assicurativa a livello mondiale, la IAIS ha proceduto a una mappatura delle fragilità evidenziate dalla crisi.

Il Comitato di Basilea, la IOSCO e la IAIS, nell'ambito del Joint Forum, il loro gruppo di lavoro congiunto, hanno predisposto un sistema e una procedura per individuare le problematiche relative alle lacune e alle discrepanze regolamentari sulla base dei lavori e dei processi esistenti nei rispettivi settori.

Contabilità

Nell'ottica della IAIS è estremamente importante che la reportistica finanziaria sia di qualità elevata e offra una rappresentazione significativa ed economicamente accurata dello stato di salute finanziaria degli assicuratori. La IAIS segue pertanto con attenzione gli sviluppi internazionali in materia di rendicontazione finanziaria maggiormente in grado di influenzare il modello contabile generale delle imprese assicurative sottoposte a regolamentazione. Nel 2008 essa si è espressa riguardo ai documenti propositivi pubblicati dall'IASB sulla riduzione della complessità insita nella contabilizzazione degli strumenti finanziari e sugli emendamenti al principio IAS 19 dedicato ai benefici per i dipendenti. La IAIS ha inoltre fornito le proprie osservazioni relativamente alla bozza di documento della Federazione internazionale degli esperti contabili (International Federation of Accountants) sull'impiego dei servizi di un esperto da parte dei revisori e sui principi internazionali di audit che hanno maggiore rilevanza per il settore assicurativo.

Adeguatezza patrimoniale e solvibilità

Nell'ottobre 2008 la IAIS ha adottato sei documenti volti a favorire una maggiore comparabilità e convergenza a livello internazionale nella valutazione della solvibilità degli assicuratori. Tali documenti contengono norme e linee guida in merito a:

- la struttura dei requisiti di adeguatezza patrimoniale nell'ambito del regime di solvibilità;
- l'istituzione e il funzionamento di uno schema di gestione del rischio di impresa;
- l'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 molti casi da strutture di gruppo, la IAIS ha compiuto progressi nell'elaborazione di un assetto integrato volto a razionalizzare la sorveglianza sui gruppi societari. Il principale obiettivo è quello di realizzare una vigilanza efficiente che preservi il livello di tutela dei titolari delle polizze, evitando al tempo stesso aggravii indebiti. Nell'ottobre 2008 la IAIS ha adottato:

- principi per la vigilanza a livello di gruppo, con particolare riferimento agli obiettivi e ai meccanismi per la loro realizzazione;
- linee guida sul ruolo e le responsabilità dell'autorità competente per la vigilanza a livello di gruppo, compresi i fattori da considerare per determinare l'organismo competente, nonché la gamma dei possibili meccanismi di cooperazione.

Riassicurazioni

I riassicuratori rivestono un ruolo importante nel funzionamento di mercati assicurativi efficienti in virtù della loro capacità di assorbimento degli shock. Nell'ottobre 2008 la IAIS ha adottato un documento di indirizzo sul mutuo riconoscimento dell'attività di vigilanza sulle compagnie di riassicurazione.

Nel dicembre 2008 la IAIS ha diffuso la quinta edizione del *Global reinsurance market report*, basato sulle statistiche del mercato internazionale delle riassicurazioni segnalate dalle principali società riassicurative mondiali. Il rapporto, inizialmente concepito come strumento di periodica promozione della trasparenza del mercato della riassicurazione, si è trasformato nel corso degli anni in un riferimento per l'analisi e la segnalazione di dati aggiornati ed esaurienti sulle tendenze e l'evoluzione del mercato. La sua ultima edizione evidenzia come il settore della riassicurazione disponga di una solida base finanziaria per far fronte alle sfide della crisi finanziaria in atto. Tuttavia, qualora l'impatto di quest'ultima dovesse estendersi, i riassicuratori potrebbero essere confrontati a condizioni creditizie e di mercato difficili.

Condivisione delle informazioni

A seguito dell'adozione, nel febbraio 2007, di un protocollo d'intesa multilaterale che definisce una serie di principi e procedure per lo scambio di

informazioni, pareri e valutazioni, la IAIS ha iniziato a passare al vaglio le richieste di adesione formulate dalle 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 da essa emanati.

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) contribuisce alla stabilità dei sistemi finanziari promuovendo la cooperazione internazionale e facilitando contatti internazionali ad ampio raggio fra gli organismi di assicurazione dei depositi e altre parti interessate. In particolare, la IADI si occupa di:

- migliorare la comprensione delle tematiche e problematiche 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, sensibilizzazione e sviluppo professionale;
- fornire linee di indirizzo per la creazione o il perfezionamento di sistemi efficaci di assicurazione dei depositi.

Attualmente partecipano alle attività della IADI 72 organizzazioni di tutto il mondo (di cui 52 membri a pieno titolo), comprese alcune banche centrali interessate a promuovere l'adozione o il funzionamento di sistemi efficaci 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. Il rapporto *Rafforzare la solidità dei mercati e degli intermediari* pubblicato dall'FSF nell'aprile 2008 invitava le autorità a concordare una serie di principi fondamentali internazionali volti a garantire l'efficacia dei sistemi di assicurazione dei depositi. A seguito del rapporto, il Comitato di Basilea e la IADI hanno pubblicato a fini di consultazione il documento *Core Principles for Effective Deposit Insurance Systems*.

Facendo seguito alla richiesta di informazioni formulata dai leader del G20 in merito alle aree in cui la convergenza in materia di assicurazione dei depositi sta compiendo progressi o deve essere accelerata, la IADI ha aggiornato l'FSF sulle pratiche regolamentari relative alla tutela dei depositi e sul passaggio a un sistema di assicurazione dei depositi esplicito a copertura limitata.

Nel suo settimo anno di attività la IADI ha continuato a offrire varie occasioni di discussione ai fondi di tutela dei depositi e agli altri organismi partecipanti alla cosiddetta "rete di sicurezza". Tra le attività si segnalano:

- la 7ª conferenza annuale della IADI, intitolata "The role of deposit insurance in promoting financial stability and economic inclusion", cui hanno

partecipato 250 rappresentanti dei fondi di tutela dei depositi e altre autorità provenienti da 60 paesi. La conferenza ha analizzato in particolare le attuali problematiche dei mercati finanziari e le loro conseguenze per le istituzioni finanziarie, il ruolo dei fondi di tutela dei depositi nelle crisi finanziarie, le attività di ricerca e di indirizzo passate, presenti e future, e la creazione di settori finanziari che non precludano ai soggetti a basso reddito l'accesso ai servizi finanziari;

- un programma di formazione IADI sui principali aspetti della liquidazione degli istituti bancari, destinato al personale dirigente e tenutosi negli Stati Uniti e in Asia. Esso ha affrontato temi quali il test della soluzione meno onerosa (*least cost test*) per valutare modalità alternative di liquidazione, la liquidazione di istituti di grandi e di piccole dimensioni, e il ricorso a banche ponte e all'amministrazione controllata durante il processo di liquidazione;
 - un accordo con l'ISF per fornire moduli didattici online sull'assicurazione dei depositi;
 - la collaborazione con l'European Forum of Deposit Insurers in materia di formazione e in altre aree di reciproco interesse al fine di sostenere gli schemi di assicurazione dei depositi in Europa;
 - la costituzione di un forum consultivo formato da 17 esperti di tutela dei depositi che possa fornire commenti sui documenti di ricerca e di indirizzo prima della loro pubblicazione;
 - la diffusione di documenti di indirizzo su aspetti di *governance*, sensibilizzazione del pubblico e finanziamento.
- IADI: www.iadi.org

Altre aree di cooperazione tra banche centrali sotto l'egida della BRI

Governance *interna delle banche centrali*

Il Central Bank Governance Group è costituito dai Governatori di un insieme ampio e rappresentativo di banche centrali. È assistito dal Central Bank Governance Network, cui partecipano quasi 50 banche centrali e autorità monetarie che cooperano per il tramite della BRI scambiandosi informazioni sulle questioni attinenti alla *governance* e all'organizzazione.

Attraverso la Banca, il Gruppo ha promosso la comprensione di aspetti relativi alla *governance* delle banche centrali in qualità di istituzioni pubbliche. Nel maggio 2009 ha pubblicato il rapporto *Issues in the governance of central banks*, che mira a fornire un punto di riferimento per le decisioni in materia di assetti di *governance* delle banche centrali. Il rapporto rileva una serie di implicazioni che possono discendere da cambiamenti nel ruolo della banca centrale con riferimento al raggiungimento e al mantenimento della stabilità finanziaria. Tali questioni includono la portata e la natura delle responsabilità della banca centrale nella promozione della stabilità finanziaria e l'elaborazione di meccanismi decisionali in materia di stabilità finanziaria.

Durante l'esercizio finanziario in rassegna è stato altresì completato il lavoro di ricerca sulle dinamiche dei comitati di politica monetaria. L'obiettivo

di tale lavoro era comprendere in che modo le caratteristiche strutturali e le procedure dei comitati condizionino il processo decisionale. Sono state inoltre soddisfatte diverse richieste di informazioni comparative su vari aspetti attinenti alla *governance* delle banche centrali e si sono tenute consultazioni multilaterali e bilaterali con diverse banche centrali.

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 ai 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*, nonché sulla stampa specializzata. Gran parte degli studi è disponibile sul sito internet 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. Uno dei temi centrali nel periodo in rassegna sono state la crisi finanziaria internazionale e le sue diverse dimensioni, quali le cause, le dinamiche e le implicazioni sul piano delle politiche. Si sono in particolare esaminati il comportamento dei mercati finanziari in situazioni di stress e la trasmissione delle tensioni attraverso i mercati bancari internazionali. Particolare rilevanza è stata data alla promozione di un approccio macroprudenziale per la regolamentazione e la vigilanza sul settore finanziario, che consideri il sistema finanziario nel suo insieme anziché interessarsi alle singole istituzioni. L'attività di ricerca ha contemplato fra l'altro lo sviluppo di indicatori di allerta precoce delle turbative del sistema bancario e un'analisi delle possibili soluzioni per attenuare la prociclicità del sistema finanziario. Essa è in parte confluita nel rapporto dell'FSF sulla prociclicità pubblicato nell'aprile 2009.

Nell'ambito delle sue attività di ricerca la BRI organizza conferenze e workshop cui partecipano di norma i responsabili delle politiche, personalità del mondo accademico e operatori economici. Nel giugno 2008 la 7ª conferenza annuale della BRI si è occupata delle sfide per la politica monetaria nel prossimo decennio. La BRI e il Centre for Economic Policy Research (CEPR) hanno organizzato una conferenza a Basilea nel settembre 2008 sul meccanismo di trasmissione della politica monetaria.

Cooperazione in ambito statistico

Il monitoraggio e l'analisi della crisi finanziaria impongono la tempestiva disponibilità di statistiche economiche, monetarie e finanziarie affidabili e comparabili a livello internazionale. La BRI trae notevole beneficio dalle varie attività statistiche internazionali cui partecipa da tempo in relazione alla raccolta di dati, a questioni metodologiche e a soluzioni tecniche.

Statistiche finanziarie internazionali

Le diverse serie di dati, uniche nel loro genere, compilate e diffuse dalla BRI in collaborazione con le banche centrali risultano di particolare interesse nell'attuale fase di turbolenza finanziaria. Le statistiche bancarie trimestrali consentono di effettuare un esame dettagliato degli andamenti nei mercati bancari internazionali, inclusa l'evoluzione del fabbisogno di finanziamento in dollari delle banche al di fuori degli Stati Uniti e del credito bancario transfrontaliero tra i principali centri finanziari e a favore dei mercati emergenti. Le statistiche semestrali sui derivati negoziati fuori borsa (OTC), che coprono anche i contratti di *credit default swap* (CDS) in essere, rappresentano una fonte di dati essenziale per comprendere la configurazione delle contrattazioni e le esposizioni potenziali di questo mercato con rilevanza sistemica. Le statistiche sui titoli di debito, che coprono i mercati sia internazionali sia interni, forniscono un'indicazione dell'impatto della turbolenza dei mercati creditizi sull'attività di emissione mobiliare. Le statistiche sull'attività bancaria e sui titoli di debito confluiscono nel Joint External Debt Hub, istituito dalla BRI in collaborazione con la Banca mondiale, l'FMI e l'OCSE, che oggi contiene altresì nuove serie statistiche sul credito al commercio provenienti dall'International Union of Credit and Investment Insurers (Unione di Berna).

Lo scorso anno sono state intraprese iniziative per chiarire le istruzioni destinate alle banche centrali partecipanti alle segnalazioni statistiche, con l'obiettivo di accrescere ulteriormente la coerenza sia tra le varie serie di dati sia all'interno delle singole serie. La BRI ha altresì partecipato alle discussioni su come le sue statistiche sui derivati OTC, in particolare quelle relative ai trasferimenti del rischio di credito tramite CDS, potrebbero essere modificate al fine di permettere un migliore monitoraggio dell'evoluzione del mercato. La Banca ha inoltre contribuito in maniera significativa alla stesura del manuale *Handbook on securities statistics*, un progetto del Working Group on Securities Databases, che riunisce la BCE, la BRI, l'FMI e l'OCSE⁶. Infine, la BRI ha rafforzato la collaborazione con queste e altre istituzioni internazionali nel campo delle metodologie statistiche e della compilazione dei dati, in particolare aderendo all'Inter-Agency Group on Economic and Financial Statistics, istituito di recente per migliorare la disponibilità di importanti dati nazionali e internazionali in risposta alla crisi finanziaria ed economica in atto.

Irving Fisher Committee on Central Bank Statistics

La BRI ospita il Segretariato 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 le questioni statistiche relative alla stabilità economica, monetaria e finanziaria. L'IFC annovera attualmente 64 membri istituzionali, incluse le banche centrali azioniste della BRI, ed è presieduto da Manuel Marfán, Consigliere del Banco Central de Chile.

⁶ La prima parte del manuale è stata pubblicata sul sito internet dell'FMI nel maggio 2009 e fornisce un quadro concettuale, fondato sugli standard statistici internazionali esistenti, per i dati di stock e di flusso relativi alle emissioni di titoli di debito. Il documento sarà successivamente esteso alle posizioni in titoli di debito e ad altre tipologie di valori mobiliari.

La 4^a conferenza biennale dell'IFC, svoltasi a Basilea nell'agosto 2008, ha affrontato il tema della misurazione dell'innovazione finanziaria e del suo impatto. Vi hanno partecipato circa 150 economisti ed esperti di statistica delle banche centrali di tutto il mondo. Nell'ambito della conferenza si è tenuta una discussione sulle questioni statistiche sollevate dalla recente turbolenza finanziaria, al termine della quale si è concluso che la mancata anticipazione della crisi non è imputabile all'insufficienza di dati, ad esempio sugli squilibri economici e finanziari. Sono state tuttavia individuate varie lacune, che occorrerà tempo per colmare; frattanto, potrebbe rendersi necessario adottare approcci innovativi per rispondere alle esigenze di informazione delle autorità e degli operatori. Gli atti delle riunioni dell'IFC sono pubblicati nell'*IFC Bulletin* e disponibili sul sito internet della BRI.

BIS Data Bank

La BIS Data Bank è attualmente utilizzata da 53 banche centrali azioniste della BRI per lo scambio delle rispettive statistiche nazionali (12 nuove banche centrali hanno aderito lo scorso anno). La sua copertura è stata ampliata estendendola a dati ad alta frequenza sulle operazioni delle banche centrali nei mercati monetari, che durante la crisi finanziaria sono state oggetto di un intenso monitoraggio e dibattito da parte di diversi gruppi con sede a Basilea. Sono stati inoltre inseriti dati sui prezzi di alimentari ed energia. In aggiunta, sono state adottate misure per facilitare la segnalazione dei dati disponibili sui titoli di debito nazionali in seguito alla pubblicazione del quadro concettuale di riferimento contenuto nell'*Handbook on securities statistics*.

Nel maggio 2008 la consueta riunione degli esperti della Data Bank ha visto la partecipazione di 38 banche centrali. Tra i punti all'ordine del giorno figuravano il miglioramento della tempestività nella trasmissione delle statistiche e la necessità di conservare evidenza dei dati economici e monetari originali, nonché di tutte le loro successive revisioni, al fine di consentire una corretta analisi storica del contesto nel quale hanno luogo le reazioni dei mercati e sono adottate le decisioni di *policy*.

Informatica statistica

Lo scorso anno la BRI ha completato la realizzazione di un nuovo *database* per le proprie statistiche finanziarie internazionali e predisposto una nuova funzione di ricerca e *download* dei propri dati in rete. In tale ambito essa ha continuato a lavorare in stretta collaborazione con le banche centrali per rendere più efficienti lo scambio, il trattamento e la diffusione dei dati e metadati statistici. A tale riguardo riveste notevole importanza l'iniziativa Statistical Data and Metadata Exchange (SDMX), portata avanti di concerto da Banca mondiale, BCE, BRI, Eurostat, FMI, Nazioni Unite e OCSE⁷. La SDMX Global Conference, tenutasi a Parigi nel gennaio 2009, ha riunito oltre 240 esperti provenienti da 65 paesi e quasi 20 organizzazioni internazionali. La conferenza ha preso atto dell'ampia accettazione di SDMX e della necessità

⁷ Nell'ambito di questa iniziativa la BRI rappresenta in modo informale le opinioni e gli interessi della comunità di banche centrali che partecipano alle sue iniziative statistiche, come la Data Bank e le statistiche finanziarie internazionali.

di creare una comunità SDMX virtuale in internet. Numerosi enti statistici nazionali e internazionali intendono adottare SDMX al fine di migliorare la diffusione dei propri dati statistici.

Il sito internet di SDMX (www.sdmx.org) contiene la gamma completa di prodotti SDMX, inclusi gli standard tecnici approvati dall'International Organization for Standardization, linee guida per lo scambio di dati e metadati orientate al contenuto informativo, e strumenti di attuazione. Esso presenta inoltre le informazioni sugli sviluppi attinenti a SDMX in un numero crescente di aree, quali le statistiche sulla bilancia dei pagamenti e sul debito estero.

Gruppo di esperti di informatica

Il Gruppo di esperti di informatica (GEI) fornisce due volte l'anno alle 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 discutere delle questioni di sicurezza informatica.

L'incontro del maggio 2008 del GEI è stato prevalentemente dedicato ai sistemi di pagamento. La presentazione principale ha trattato degli aspetti tecnici e operativi della recente tornata di migrazioni a TARGET2. Durante l'incontro di novembre l'argomento maggiormente discusso è invece stato l'impatto della turbolenza di mercato sull'informatica. In particolare, è stata evidenziata la necessità di rispondere molto rapidamente alla domanda di sviluppo e adozione di nuovi strumenti e documenti finanziari.

Tra le questioni di infrastruttura affrontate dal WPSI figuravano le tecnologie di macchina virtuale, la segmentazione delle reti e la condivisione di infrastrutture informatiche da parte di sistemi informatici e sistemi di *facility management*. Si è discusso di autenticazione a due fattori, gestione degli identificativi e controllo degli accessi in relazione alla protezione dell'accesso a sistemi e dati, all'informatica mobile, ai dispositivi di archiviazione portatili, all'accesso remoto e al supporto di vendita.

Cooperazione con i gruppi regionali di banche centrali

Gli incontri occasionali con i gruppi regionali di banche centrali consentono di diffondere presso le banche centrali che non prendono di norma parte alle regolari attività della BRI i lavori di ricerca, di analisi delle politiche e di produzione statistica da questa svolti. Nell'anno in rassegna tali incontri hanno riguardato temi collegati alla crisi finanziaria in atto. Tra le attività si segnalano:

- seminari sull'analisi e la reportistica in materia di stabilità finanziaria, organizzati con il CEMLA per le banche centrali latinoamericane e dei Caraibi e con la Southern African Development Community (SADC) per le banche centrali dell'Africa orientale e meridionale;
- un seminario sull'aumento dei flussi di capitale e le relative implicazioni per le banche centrali, organizzato insieme al SEACEN per le banche centrali della regione Asia-Pacifico;

- un programma di lezioni nell'ambito del Master in Banking and Finance del Centre Africain d'Études Supérieures en Gestion (CESAG) a Dakar.

I coordinatori della cooperazione tecnica e della formazione hanno tenuto la loro riunione annuale a Basilea nel luglio 2008, cui hanno partecipato 36 banche centrali e organizzazioni internazionali per discutere della creazione di solidi network e dello scambio di informazioni fra i soggetti coinvolti nella cooperazione tecnica.

Audit interno

I revisori interni delle banche centrali si incontrano regolarmente per condividere esperienze e conoscenze. Nel giugno 2008 si è tenuta presso la Banque nationale de Belgique la 22^a conferenza plenaria annuale dei capi degli ispettorati interni delle banche centrali del G10, che ha trattato argomenti quali i cambiamenti e le tendenze in materia di controlli interni, l'esternalizzazione, le prassi di gestione dei talenti nell'audit interno, gli approcci ispettivi nelle aree analitiche e la gestione del rischio di impresa. Due volte l'anno la BRI ospita inoltre le riunioni del Working Party on IT Audit Methodologies del G10.

L'Audit interno della BRI ha istituito network per lo scambio di informazioni fra i capi degli ispettorati interni delle banche centrali e autorità monetarie dell'Asia-Pacifico, dell'America latina e dei Caraibi. Nell'ottobre 2008 ha avuto luogo la seconda riunione dei capi degli ispettorati interni delle banche centrali dell'America latina e dei Caraibi, ospitata dal Banco Central de Chile a Santiago del Cile, in cui si è discusso principalmente di gestione del rischio nelle istituzioni finanziarie, controlli interni inefficaci e ruolo della revisione interna nelle fasi di tensione.

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 le altre autorità monetarie ufficiali nella gestione delle riserve valutarie. Dei servizi finanziari BRI usufruiscono circa 135 istituzioni di questo tipo, nonché varie organizzazioni internazionali.

Sicurezza e liquidità sono le caratteristiche principali dei servizi di intermediazione creditizia offerti, 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, 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), 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 dieci anni. Dell'offerta di base fanno parte anche una serie di strutture MTI con facoltà di rimborso anticipato e altri strumenti con opzionalità incorporata. Occasionalmente la BRI accorda alle banche centrali crediti a breve termine, di norma assistiti da garanzia reale. Essa svolge inoltre le funzioni di fiduciario e depositario di garanzie (si veda oltre).

La Banca effettua operazioni in cambi e in oro per conto della clientela, dandole accesso a un'ampia base di liquidità nell'ambito, ad esempio, della normale ricomposizione dei portafogli di riserva o di variazioni significative dell'allocazione valutaria delle riserve. I servizi in cambi della BRI comprendono transazioni a pronti nelle principali monete e in diritti speciali di prelievo (DSP), nonché swap, contratti a termine secco, opzioni e i Dual Currency Deposit (DCD). La Banca fornisce inoltre servizi in oro, come conti a vista, depositi a scadenza fissa, conti dedicati, *upgrading* e raffinazione, e trasporto.

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 a partire da 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 2008/09

Dall'estate del 2007 i mercati si trovano in stato di costante tensione. A causa delle turbolenze la Banca si è trovata a dover far fronte a una domanda sostenuta di collocamento di depositi in un momento in cui le condizioni di mercato rendevano difficile effettuare investimenti redditizi nei mercati finanziari privati a un livello di rischio accettabile. Le misure prese dalla BRI nell'ambito delle sue attività bancarie e di gestione del rischio per fronteggiare questa situazione, unitamente all'andamento delle variabili del mercato finanziario, hanno determinato nel 2008/09 una contrazione di DSP 38,9 miliardi della base di depositi in valuta della Banca, che nei due esercizi precedenti era aumentata mediamente di DSP 25,1 miliardi l'anno. Al 31 marzo 2009 essa ammontava a DSP 197,2 miliardi.

Dopo una crescita di DSP 40,2 miliardi nel 2007/08, il totale di bilancio è diminuito di DSP 55,8 miliardi nel 2008/09, e al 31 marzo 2009 si collocava a DSP 255,4 miliardi.

Passività

Le dimensioni del bilancio della Banca sono determinate principalmente dai collocamenti della clientela, che rappresentano la parte preponderante delle

passività totali (si veda il grafico). Al 31 marzo 2009 tali collocamenti (al netto delle operazioni pronti contro termine) ammontavano a DSP 220,3 miliardi, contro i DSP 265,2 miliardi di un anno prima.

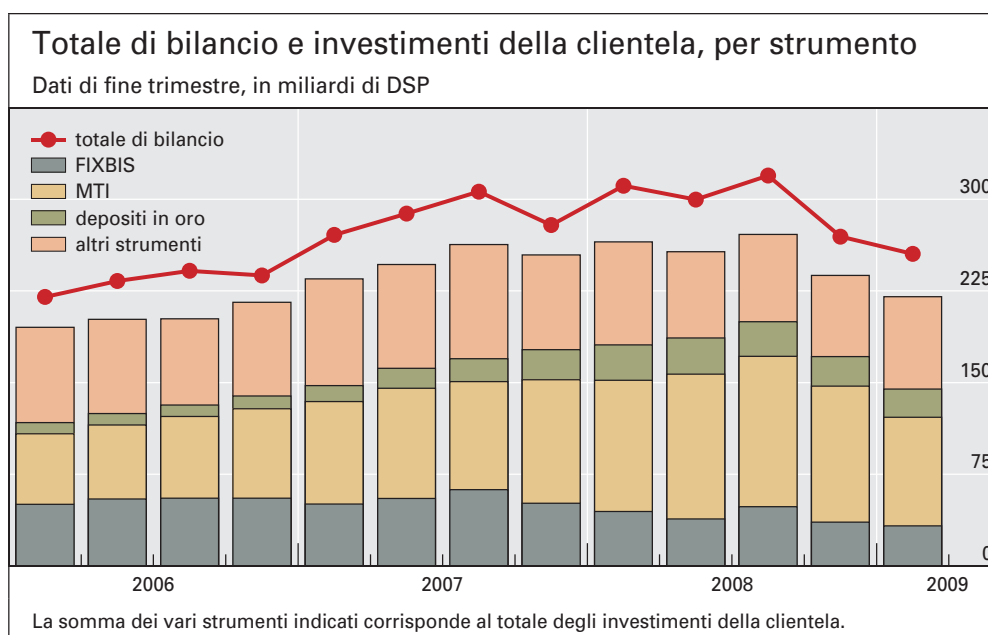
Circa il 90% degli impieghi della clientela è denominato in valute, la parte restante in oro. Rispetto allo scorso esercizio i depositi in valuta sono scesi da DSP 236,1 a 197,2 miliardi, pari a circa il 4%⁸ del totale delle riserve valutarie mondiali, che nello stesso periodo sono passate da DSP 4,2 trilioni a quasi DSP 4,5 trilioni. La quota di fondi denominati in dollari USA era del 68%, quella dell'euro del 21%. I depositi in oro ammontavano a DSP 23,1 miliardi a fine marzo 2009, in calo di DSP 6 miliardi rispetto all'esercizio precedente.

La contrazione degli impieghi valutari della clientela ha tratto origine soprattutto dalle flessioni del 22, 13 e 26% registrate rispettivamente dai depositi a vista e con termine di preavviso, dagli investimenti in MTI e da quelli in FIXBIS.

La scomposizione geografica dei collocamenti effettuati presso la BRI è rimasta relativamente stabile, continuando a caratterizzarsi per una quota prevalente di investitori asiatici.

Attività

Le attività detenute dalla BRI consistono prevalentemente di titoli di Stato e di enti equiparati, compresi quelli acquistati pronti contro termine (PcT) e, in misura minore rispetto al precedente esercizio, di investimenti presso banche commerciali con elevata qualità creditizia e affermata reputazione internazionale. Al 31 marzo 2009 la Banca deteneva inoltre 120 tonnellate di oro fino. L'esposizione al rischio di credito è gestita in maniera molto prudente: alla stessa data, la quasi totalità degli attivi presentava un rating non inferiore ad



⁸ Sono esclusi dal calcolo i fondi collocati da istituzioni per le quali non sono disponibili dati sulle riserve valutarie ufficiali.

A- (si veda la sottosezione 3 "Rischio di credito" della sezione "Gestione dei rischi" all'interno delle situazioni contabili).

Le attività in valuta detenute dalla Banca al 31 marzo 2009 ammontavano a complessivi DSP 208,9 miliardi, in calo rispetto ai DSP 265,7 miliardi dell'esercizio precedente. Alla flessione dei collocamenti della clientela è perlopiù corrisposta una riduzione degli investimenti presso banche commerciali, in parte controbilanciata da un aumento di titoli del Tesoro.

La Banca impiega vari strumenti derivati al fine di gestire le proprie attività e passività in maniera efficiente (nota 7 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 63^a *Relazione annuale* del giugno 1993). La Deutsche Bundesbank, in qualità di agente di pagamento, ha notificato alla Banca che nel 2008 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 €4,6 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 50^a *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 2008/09 i contratti di pegno in vigore riguardavano le obbligazioni del Perù (67^a *Relazione annuale* del giugno 1997) e della Côte d'Ivoire (68^a *Relazione annuale* del giugno 1998).

Risultati finanziari e ripartizione dell'utile

Risultati finanziari

Quadro generale

I risultati finanziari della Banca per il 79° esercizio finanziario (2008/09) sono stati conseguiti in un contesto di persistente turbolenza dei mercati finanziari internazionali in cui la BRI opera. Tale turbolenza, iniziata nel luglio 2007, ha raggiunto un nuovo livello di intensità nel settembre 2008, quando diverse istituzioni finanziarie di primaria importanza sono fallite o si sono trovate

sull'orlo del fallimento. Le banche e altre istituzioni sono divenute riluttanti a concedersi prestiti al di là del brevissimo termine. Anche nei mercati creditizi si sono registrate gravi turbative, e in alcuni segmenti l'attività si è pressoché arrestata allorché è andata sviluppandosi una "fuga verso la sicurezza".

Il deterioramento dei mercati interbancari è stato arginato dalle misure adottate dalle banche centrali e dai governi nei mesi successivi per sostenere il sistema bancario internazionale. Tuttavia, i timori hanno iniziato a estendersi al di là del settore finanziario, interessando l'evoluzione dell'economia mondiale; nei mercati creditizi ciò ha determinato un ampliamento degli spread sulle emissioni di soggetti non bancari. Le autorità monetarie sono intervenute a supporto dell'attività economica riducendo i tassi di interesse a livelli eccezionalmente bassi. In siffatte condizioni, i valori di mercato dei titoli pubblici e il prezzo dell'oro sono notevolmente saliti.

In questa situazione di eccezionale turbolenza, la Direzione della BRI ha adottato una serie di misure volte a migliorare la resilienza della Banca di fronte agli eventi in atto. Dal lato del passivo di bilancio, il totale dei depositi in valuta è diminuito a seguito della riduzione dei tassi di interesse quotati sugli strumenti a breve termine della BRI e l'emissione di taluni prodotti della Banca è stata ridotta a più riprese e, ove necessario, sospesa. Dal lato dell'attivo, la Direzione ha ridimensionato le esposizioni ai collocamenti presso le banche commerciali e la loro *duration*, aumentando al contempo gli investimenti in attività di emittenti sovrani e quasi sovrani. Questi interventi hanno ridotto il totale di bilancio e preservato la redditività di fondo della Banca, tutelandola dalla realizzazione di perdite significative dovute all'insolvenza di controparti o emittenti. In aggiunta a queste misure, la Direzione ha limitato a cinque tonnellate le cessioni di oro durante il 2008/09, a fronte delle 25 tonnellate vendute nell'esercizio finanziario precedente, e ha accorciato da quattro a tre anni la *duration* di riferimento dei portafogli di investimento titoli della Banca.

Aspetti salienti

A seguito di questi sviluppi:

- i margini di interesse, calcolati in base al principio di competenza, sui fondi mutuati della Banca si sono notevolmente ampliati rispetto ai livelli già elevati del 2007/08;
- le obbligazioni dei portafogli crediti in cui la Banca investe i fondi ricevuti in prestito hanno fatto registrare ulteriori minusvalenze non realizzate in seguito all'ampliarsi dei differenziali rispetto al Libor;
- sono state conseguite ulteriori plusvalenze realizzate e non realizzate sugli investimenti dei mezzi propri della Banca grazie all'aumento del prezzo dell'oro e dei valori di mercato dei titoli pubblici.

Questi fattori hanno comportato per l'esercizio 2008/09:

- un utile operativo di DSP 245,3 milioni, in calo di DSP 11,2 milioni rispetto al 2007/08;
- un utile netto di DSP 446,1 milioni, in calo del 18,1% rispetto al 2007/08;

- un ulteriore incremento del patrimonio netto della Banca (di DSP 612,8 milioni), dopo un aumento di DSP 1 010,7 milioni nel 2007/08;
- una redditività del capitale del 5,8% nel 2008/09, contro il 9,1% dell'esercizio finanziario precedente.

Analisi dettagliata (si veda il conto economico)

Nell'esercizio finanziario 2008/09 il reddito netto da interessi maturati è stato pari a DSP 1 601,9 milioni, superando del 64,5% il dato corrispondente di DSP 973,4 milioni del 2007/08. L'incremento è attribuibile principalmente al più elevato margine di interesse contabilizzato, essendo notevolmente aumentato il differenziale positivo rispetto al Libor percepito dalla Banca sulle attività ponderate per il rischio e diminuito il tasso di interesse da essa corrisposto sulle passività.

Le variazioni nette di valutazione hanno prodotto una perdita di DSP 1 181,7 milioni, a fronte di minusvalenze per DSP 553,7 milioni nell'esercizio precedente⁹. La perdita per l'esercizio 2008/09 è imputabile per circa DSP 1 100 milioni all'ampliamento dei differenziali rispetto al Libor, che ha ridotto il valore equo delle obbligazioni nei portafogli crediti della Banca. Tale minusvalenza non realizzata ammontava a quasi il 3% del valore dei portafogli crediti (DSP 35 miliardi), che sono investiti in strumenti finanziari di primaria qualità.

I costi operativi (nota 25 relativa ai conti) sono ammontati a DSP 166,5 milioni, con un aumento del 7,8% rispetto all'esercizio precedente (DSP 154,5 milioni). Le spese di amministrazione esclusi gli ammortamenti hanno raggiunto un totale di DSP 154,4 milioni, in rialzo dell'8,4% rispetto all'esercizio precedente (DSP 141,9 milioni). In termini di franchi svizzeri, moneta in cui è sostenuta la maggior parte dei costi di amministrazione della Banca, le spese operative sono salite del 3,2%. Gli ammortamenti, pari a DSP 12,1 milioni, sono stati inferiori di DSP 0,5 milioni rispetto al 2007/08 (DSP 12,6 milioni).

Tenuto conto dei fattori di cui sopra, l'utile operativo è stato di DSP 245,3 milioni, in calo del 4,4% rispetto all'esercizio precedente (DSP 256,5 milioni).

Una plusvalenza netta di DSP 123,8 milioni è stata realizzata sulla vendita di titoli dei portafogli di investimento nel corso dell'esercizio. Ciò è il risultato della cessione di titoli acquistati allorché i tassi di interesse erano più bassi e comprende plusvalenze sulla vendita di titoli che sono state realizzate quando la *duration* di riferimento del portafoglio è stata ridotta, come indicato in precedenza. Nel 2007/08 la vendita di titoli dei portafogli di investimento aveva prodotto una perdita netta di DSP 5,1 milioni.

La plusvalenza di DSP 77,0 milioni realizzata sulla vendita di attività aeree dei portafogli di investimento durante il 2008/09 deriva dalla cessione di

⁹ 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 su attività in valuta o derivati collegati o su altri depositi passivi in valuta.

cinque delle 125 tonnellate di oro complessivamente detenute dalla Banca al 31 marzo 2008. La vendita di 25 tonnellate di oro nel 2007/08 si era tradotta in una plusvalenza maggiore (DSP 293,3 milioni).

Per effetto di questi fattori, l'utile netto per il 79° esercizio finanziario 2008/09 è ammontato a DSP 446,1 milioni, in calo del 18,1% rispetto ai DSP 544,7 milioni dell'esercizio finanziario precedente.

Oltre alle poste riportate nel conto economico, 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 patrimonio netto della Banca.

Il conto rivalutazione titoli è aumentato di DSP 159,1 milioni per effetto delle plusvalenze non realizzate sui titoli dei portafogli di investimento (+DSP 282,8 milioni) e del trasferimento al conto economico di plusvalenze realizzate (-DSP 123,8 milioni).

Anche il conto rivalutazione oro è cresciuto, di DSP 152,4 milioni, a seguito di DSP 229,4 milioni di plusvalenze non realizzate dovute all'impatto prodotto nel 2008/09 dall'apprezzamento dell'oro sulle disponibilità auree proprie della Banca e del trasferimento al conto economico di plusvalenze realizzate sulla suddetta cessione di cinque tonnellate di oro (-DSP 77,0 milioni).

Tenuto conto di tali plusvalenze, il rendimento totale della Banca per il 2008/09 è stato di DSP 757,6 milioni, corrispondente a un rendimento del 5,8% del capitale medio (DSP 13 149 milioni). Nel 2007/08 il rendimento totale era stato di DSP 1 150,0 milioni e quello del capitale medio (DSP 12 586 milioni) del 9,1%. Al netto della distribuzione del dividendo per il 2007/08, il patrimonio netto della Banca è cresciuto di DSP 612,8 milioni nell'esercizio chiuso il 31 marzo 2009, dopo essere aumentato di DSP 1 010,7 milioni nell'esercizio precedente.

Dividendo proposto

Nell'esercizio 2005/06 il Consiglio di amministrazione aveva riesaminato la politica dei dividendi della BRI, tenendo conto delle esigenze patrimoniali della Banca e dell'aspettativa dei suoi azionisti di ottenere una remunerazione adeguata e sostenibile. Il Consiglio di amministrazione aveva concluso che la politica di aumentare ogni anno il dividendo di DSP 10 continuava a essere sostanzialmente compatibile con tali esigenze. Questo approccio ha portato a un incremento del dividendo unitario da DSP 235 nel 2004/05 a DSP 265 nel 2007/08. Il Consiglio aveva altresì deciso di riconsiderare la politica dei dividendi ogni due-tre anni, tenendo conto, se necessario, delle mutate circostanze.

Come previsto lo scorso anno, il Consiglio ha nuovamente riesaminato il livello del dividendo nel 2008/09, concludendo che il contesto di turbolenza del mercato e le conseguenti incertezze non si prestavano alla formulazione di una politica dei dividendi di medio periodo. Considerati gli andamenti finanziari descritti in precedenza, il Consiglio propone che il dividendo unitario per l'esercizio finanziario 2008/09 rimanga invariato rispetto all'esercizio precedente, a DSP 265 per azione.

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 2008/09, pari a DSP 446,1 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 30,1 milioni al Fondo di riserva generale¹⁰;
3. un importo di DSP 271,3 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.

Nel 2008/09 non viene proposto alcun trasferimento al Fondo speciale di riserva per i dividendi, essendo rimasto invariato il dividendo raccomandato rispetto all'esercizio precedente.

Ove approvato, il dividendo sarà versato il 2 luglio 2009 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 2009.

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 2009, ossia le azioni sospese dell'emissione albanese. Nessun dividendo sarà pagato su tali azioni.

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 2009, nonché dei risultati delle sue operazioni nell'esercizio chiuso a tale data. La loro relazione è riportata in calce ai conti.

¹⁰ Al 31 marzo 2009 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.

Situazioni dei conti

al 31 marzo 2009

Le situazioni dei conti per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2009 riportate alle pagg. 206-263 sono state approvate l'11 maggio 2009 per la presentazione all'Assemblea generale ordinaria del 29 giugno 2009. 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.

Jaime Caruana
Direttore generale

Hervé Hannoun
Condirettore generale

Indice

Stato patrimoniale

Conto economico

Rendiconto finanziario

Evoluzione del patrimonio netto della Banca

Ripartizione dell'utile

Evoluzione delle riserve statutarie della Banca

Criteri contabili

Note integrative

1. *Introduzione*
2. *Utilizzo delle stime*
3. *Cassa e conti a vista presso banche*
4. *Oro e prestiti in oro*
5. *Attività in valuta*
6. *Prestiti e anticipazioni*
7. *Strumenti finanziari derivati*
8. *Partite in corso di ricezione*
9. *Terreni, immobili, arredi e attrezzature*
10. *Depositi in valuta*
11. *Depositi in oro*
12. *Titoli ceduti pronti contro termine*
13. *Partite in corso di pagamento*
14. *Altre passività*
15. *Capitale*
16. *Riserve statutarie*
17. *Azioni proprie*
18. *Altri conti di capitale*
19. *Obbligazioni per prestazioni successive al rapporto di lavoro*
20. *Reddito da interessi*
21. *Oneri da interessi*
22. *Variazioni nette di valutazione*
23. *Reddito netto da commissioni e provvigioni*
24. *Plus/(minus)valenze valutarie nette*

25. *Costi operativi*
26. *Plus/(minus)valenze nette su cessioni di titoli disponibili per la vendita*
27. *Plusvalenze nette su cessioni di disponibilità in oro dei portafogli di investimento*
28. *Utile unitario*
29. *Cassa ed equivalenti di cassa*
30. *Imposte e tasse*
31. *Tassi di cambio*
32. *Partite fuori bilancio*
33. *Impegni*
34. *Tassi di interesse effettivi*
35. *Analisi geografica*
36. *Soggetti collegati*
37. *Passività eventuali*

Adeguatezza patrimoniale

1. *Patrimonio*
2. *Capitale economico*
3. *Attività ponderate per il rischio e coefficienti patrimoniali minimi ai sensi dello schema Basilea 2*
4. *Quoziente del patrimonio di base*

Gestione dei rischi

1. *Rischi incorsi dalla Banca*
2. *Approccio e organizzazione della gestione dei rischi*
3. *Rischio di credito*
4. *Rischi di mercato*
5. *Rischio di liquidità*
6. *Rischio operativo*

Relazione della Società di revisione

Rappresentazione grafica delle dinamiche degli ultimi cinque anni

Stato patrimoniale

Situazione al 31 marzo 2009

<i>In milioni di DSP</i>	Note	2009	2008
Attività			
Cassa e conti a vista presso banche	3	915,2	36,8
Oro e prestiti in oro	4	25 416,2	31 537,7
Buoni del Tesoro	5	96 421,9	50 736,9
Titoli acquistati pronti contro termine	5	38 594,4	91 884,6
Prestiti e anticipazioni	6	18 512,7	62 095,9
Titoli di Stato e altri titoli	5	55 763,7	61 918,5
Strumenti finanziari derivati	7	13 749,1	7 426,4
Partite in corso di ricezione	8	5 822,5	5 311,8
Terreni, immobili, arredi e attrezzature	9	191,0	190,4
Totale attivo		255 386,7	311 139,0
Passività			
Depositi in valuta	10	197 222,2	236 120,9
Depositi in oro	11	23 052,1	29 101,4
Titoli ceduti pronti contro termine	12	–	1 894,1
Strumenti finanziari derivati	7	6 816,8	6 227,7
Partite in corso di pagamento	13	14 211,5	24 365,4
Altre passività	14	368,2	326,5
Totale passivo		241 670,8	298 036,0
Patrimonio netto			
Capitale	15	683,9	683,9
Riserve statutarie	16	10 367,3	9 967,3
Conto economico		446,1	544,7
Meno: azioni proprie	17	(1,7)	(1,7)
Altri conti di capitale	18	2 220,3	1 908,8
Totale patrimonio netto		13 715,9	13 103,0
Totale passivo e patrimonio netto		255 386,7	311 139,0

Conto economico

per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2009

<i>In milioni di DSP</i>	Note	2009	2008
Reddito da interessi	20	8 254,9	11 181,2
Oneri da interessi	21	(6 653,0)	(10 207,8)
Reddito netto da interessi		1 601,9	973,4
Variazioni nette di valutazione	22	(1 181,7)	(553,7)
Reddito netto da interessi e variazioni di valutazione		420,2	419,7
Reddito netto da commissioni e provvigioni	23	0,4	0,8
Minusvalenze valutarie nette	24	(8,8)	(9,5)
Totale ricavi operativi		411,8	411,0
Costi operativi	25	(166,5)	(154,5)
Utile operativo		245,3	256,5
Plus/(minus)valenze nette su cessioni di titoli disponibili per la vendita	26	123,8	(5,1)
Plusvalenze nette su cessioni di disponibilità in oro dei portafogli di investimento	27	77,0	293,3
Utile netto dell'esercizio finanziario		446,1	544,7
Utile base e utile diluito per azione (in DSP per azione)	28	816,8	997,4

Rendiconto finanziario

per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2009

<i>In milioni di DSP</i>	Note	2009	2008
Flussi finanziari generati/(assorbiti) dall'attività operativa			
Interessi attivi e redditi equiparabili		6 710,8	11 665,4
Interessi passivi e oneri equiparabili		(4 802,1)	(10 118,3)
Reddito netto da commissioni e provvigioni		0,4	0,8
Reddito da operazioni valutarie		11,6	4,5
Esborsi per spese operative		(154,4)	(141,9)
Poste di altra natura incluse nell'utile operativo			
Variazioni di valutazione su attività e passività operative		(1 181,7)	(553,7)
Perdite da conversioni valutarie		(20,4)	(14,0)
Onere per riduzioni durevoli di valore delle attività in oro		(18,3)	-
Variazione di ratei e ammortamenti		(288,4)	(573,7)
Variazione nelle attività e passività operative			
Depositi passivi in valuta al valore equo rilevato a conto economico		(29 289,7)	(1 445,5)
Attività in valuta dei portafogli bancari		44 724,0	(13 174,8)
Depositi passivi su conti a vista e con termine di preavviso		(8 910,2)	15 966,5
Depositi in oro		(6 049,3)	15 842,8
Oro e prestiti in oro dei portafogli bancari		(6 055,2)	(15 961,7)
Partite in corso di ricezione		(0,3)	13,4
Altre passività/partite in corso di pagamento		41,8	(46,9)
Strumenti finanziari derivati netti		(5 733,6)	(2 190,9)
Flussi finanziari netti assorbiti dall'attività operativa		1 095,4	(728,0)
Flussi finanziari generati/(assorbiti) dall'attività di investimento			
Variazione netta delle attività in valuta dei portafogli di investimento disponibili per la vendita	5B	1 021,2	(1 479,4)
Variazione netta delle attività in valuta dei portafogli di investimento al valore equo rilevato a conto economico		15,0	(9,3)
Variazione netta dei titoli ceduti pronti contro termine		(1 894,1)	831,6
Variazione netta nelle disponibilità in oro dei portafogli di investimento	4B	295,7	245,0
Acquisti netti di terreni, immobili, arredi e attrezzature	9	(12,7)	(15,0)
Flussi finanziari netti assorbiti dall'attività di investimento		(574,9)	(427,1)

<i>In milioni di DSP</i>	Note	2009	2008
Flussi finanziari assorbiti dall'attività di finanziamento			
Dividendi versati		(144,7)	(139,3)
Azioni riacquistate nel 2001 – versamenti agli ex azionisti		(0,1)	(0,5)
Flussi finanziari netti assorbiti dall'attività di finanziamento		(144,8)	(139,8)
Totale flussi finanziari netti		375,7	(1 294,9)
Effetto netto delle oscillazioni di cambio su cassa ed equivalenti di cassa		(23,2)	101,0
Movimenti netti di cassa ed equivalenti di cassa		398,9	(1 395,9)
Variazione netta di cassa ed equivalenti di cassa		375,7	(1 294,9)
Cassa ed equivalenti di cassa, saldo a inizio esercizio	29	936,1	2 231,0
Cassa ed equivalenti di cassa, saldo a fine esercizio	29	1 311,8	936,1

Evoluzione del patrimonio netto della Banca

per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2009

<i>In milioni di DSP</i>	Note	Capitale	Riserve statutarie	Profitti e perdite	Azioni proprie	Altri conti di capitale	Totale patri- monio netto
Patrimonio netto al 31 marzo 2007		683,9	9 487,4	619,2	(1,7)	1 303,5	12 092,3
Reddito							
Utile netto 2007/08		-	-	544,7	-	-	544,7
Variazioni nette di valutazione su titoli disponibili per la vendita	18A	-	-	-	-	352,5	352,5
Variazioni nette di valutazione su disponibilità in oro dei portafogli di investimento	18B	-	-	-	-	252,8	252,8
Totale reddito contabilizzato		-	-	544,7	-	605,3	1 150,0
Pagamento del dividendo 2006/07		-	-	(139,3)	-	-	(139,3)
Ripartizione dell'utile 2006/07		-	479,9	(479,9)	-	-	-
Patrimonio netto al 31 marzo 2008		683,9	9 967,3	544,7	(1,7)	1 908,8	13 103,0
Reddito							
Utile netto 2008/09		-	-	446,1	-	-	446,1
Variazioni nette di valutazione su titoli disponibili per la vendita	18A	-	-	-	-	159,1	159,1
Variazioni nette di valutazione su disponibilità in oro del portafoglio di investimento	18B	-	-	-	-	152,4	152,4
Totale reddito contabilizzato		-	-	446,1	-	311,5	757,6
Pagamento del dividendo 2007/08		-	-	(144,7)	-	-	(144,7)
Ripartizione dell'utile 2007/08		-	400,0	(400,0)	-	-	-
Situazione come da bilancio al 31 marzo 2009 prima della ripartizione dell'utile proposta		683,9	10 367,3	446,1	(1,7)	2 220,3	13 715,9
Dividendo proposto		-	-	(144,7)	-	-	(144,7)
Trasferimenti proposti ai fondi di riserva		-	301,4	(301,4)	-	-	-
Situazione al 31 marzo 2009 dopo la ripartizione dell'utile proposta		683,9	10 668,7	-	(1,7)	2 220,3	13 571,2

Al 31 marzo 2009 le riserve statutarie comprendevano il sovrapprezzo emissione azioni per DSP 811,7 milioni (2008: DSP 811,7 milioni).

Ripartizione dell'utile

per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2009

<i>In milioni di DSP</i>	Note	2009
Utile netto dell'esercizio finanziario		446,1
Trasferimento al Fondo di riserva legale	16	–
Dividendo proposto		
DSP 265 per azione su 546 125 azioni		(144,7)
Trasferimenti proposti agli altri fondi di riserva		
Fondo di riserva generale	16	(30,1)
Fondo speciale di riserva per i dividendi	16	–
Fondo di riserva libero	16	(271,3)
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 2009

<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	2009 Totale riserve statutarie
Situazione al 31 marzo 2008		68,3	3 009,8	148,0	6 741,2	9 967,3
Ripartizione dell'utile 2007/08	16	–	40,0	6,0	354,0	400,0
Situazione come da bilancio al 31 marzo 2009 prima della ripartizione dell'utile proposta		68,3	3 049,8	154,0	7 095,2	10 367,3
Trasferimenti proposti ai fondi di riserva	16	–	30,1	–	271,3	301,4
Situazione al 31 marzo 2009 dopo la ripartizione dell'utile proposta		68,3	3 079,9	154,0	7 366,5	10 668,7

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 32.

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 rilevazione 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 e con termine di preavviso presso banche, e 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 e con termine di preavviso presso banche) 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 con termine di preavviso

I conti 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 "Prestiti e anticipazioni".

In ragione della loro scadenza a breve termine, questi strumenti finanziari sono classificati tra 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" sulla base del tasso di interesse effettivo.

Successivamente alla 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 "Variazioni 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, prestiti e anticipazioni, 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" sulla base del tasso di interesse effettivo.

Dopo la data contabile le attività in valuta vengono rivalutate al valore equo, e tutte le variazioni di valore realizzate e non realizzate imputate alla voce "Variazioni 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, prestiti e anticipazioni, 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" sulla base del tasso di interesse effettivo.

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 "Plus/(minus)valenze 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. Prestiti in oro

In questa voce sono riportati i prestiti in oro a scadenza fissa concessi a banche commerciali. La Banca considera l'oro alla stregua di uno strumento finanziario.

I prestiti 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 prestiti in oro vengono contabilizzati nel reddito da interessi sulla base del tasso di interesse effettivo. Il trattamento delle plus/minusvalenze realizzate e non realizzate sull'oro è descritto di seguito alla sezione 17.

16. Depositi in oro

I depositi 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 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 in oro vengono contabilizzati negli oneri da interessi sulla base del tasso di interesse effettivo. 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 si basa sulla classificazione descritta di seguito.

A. Portafogli bancari, comprendenti depositi in oro e attività bancarie in oro collegate

All'interno di questi portafogli, la Banca classifica i prestiti in oro dei suoi portafogli bancari fra i finanziamenti e crediti e i depositi 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, alla voce "Plus/(minus)valenze valutarie nette" alla stregua di utili o perdite nette da transazioni.

Le plus/minusvalenze derivanti dalla riconversione della posizione netta in oro dei portafogli bancari vengono parimenti imputate al conto economico, alla voce "Plus/(minus)valenze valutarie nette", alla stregua di utili o perdite 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

Queste poste passive, se collegate alla gestione di attività in valuta al valore equo rilevato a conto economico, vengono anch'esse 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 iscritti alla voce "Oneri da interessi" sulla base del tasso di interesse effettivo.

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 "Variazioni 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" sulla base del tasso di interesse effettivo.

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 "Variazioni 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 come 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 comunicati 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 sono sottoposti a un'approvazione iniziale e a una verifica periodica in linea con i requisiti previsti dalla politica della Banca in materia di convalida dei modelli.

La Banca dispone di un'unità indipendente di controllo delle valutazioni, la quale rivede regolarmente la valutazione dei vari strumenti finanziari. Fra le verifiche 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. Riduzione durevole di valore delle attività finanziarie

Alla data di chiusura del bilancio le attività finanziarie non classificate fra quelle detenute al valore equo rilevato a conto economico sono sottoposte a una verifica volta a individuare eventuali indicazioni oggettive di una riduzione durevole del loro valore. Si ritiene che un'attività finanziaria abbia subito una riduzione durevole di valore allorché vi sono obiettive evidenze che i suoi flussi finanziari futuri stimati siano diminuiti in conseguenza di uno o più eventi verificatisi successivamente alla rilevazione iniziale dell'attività. La riduzione durevole di valore potrebbe essere evidenziata ad esempio da situazioni di difficoltà finanziarie significative, insolvenza, probabile fallimento o ristrutturazione finanziaria della controparte o dell'emittente.

Le perdite per riduzioni durevoli di valore sono imputate al conto economico laddove si consideri che il calo del valore equo al disotto del costo ammortizzato non sia temporaneo. Qualora l'ammontare della perdita diminuisca in un momento successivo, viene effettuata una ripresa di valore con imputazione a conto economico nella misura in cui il valore contabile dell'investimento determinato dal ripristino di valore non superi quello che lo stesso investimento avrebbe avuto se non si fosse rilevata alcuna perdita per riduzione durevole di valore.

22. 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.

23. 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 dei terreni 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 dello stato patrimoniale.

24. 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.

25. Obbligazioni per prestazioni successive al rapporto di lavoro

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 amministrare 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 cumulati 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.

26. 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.

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 elemento fondamentale della preparazione delle situazioni contabili.

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.

I risultati effettivi possono discostarsi in misura sensibile da tali stime.

A. 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

In milioni di DSP	2009	2008
Titoli acquistati pronti contro termine	0,1	0,5
Prestiti e anticipazioni	0,2	1,0
Titoli di Stato e altri titoli	9,5	9,4
Depositi in valuta	18,5	24,0
Strumenti finanziari derivati	8,9	16,0

B. Valutazione delle obbligazioni societarie

Nelle condizioni che caratterizzavano il mercato finanziario al 31 marzo 2009 il grado di discrezionalità di giudizio applicato nella valutazione degli strumenti finanziari è risultato significativamente maggiore rispetto agli anni precedenti. Poiché per alcune attività finanziarie detenute dalla Banca le contrattazioni effettive di mercato erano scarse, è stato necessario selezionare discrezionalmente i parametri di riferimento all'interno di un ampio ventaglio di potenziali ipotesi alternative. Ciò vale in particolare per le obbligazioni societarie detenute dalla Banca (e riportate in bilancio alla voce "Titoli di Stato e altri titoli"), per le quali la forbice delle ipotesi di spread alternative era nell'ordine di decine di punti base. La Direzione ritiene che tutti i parametri di riferimento applicati dalla Banca riflettano in modo appropriato e prudente le condizioni di mercato alla data del bilancio.

C. Onere per riduzioni durevoli di valore sulle attività finanziarie

I prestiti in oro comprendono un onere di DSP 18,3 milioni per riduzioni durevoli di valore appurate in occasione della verifica condotta il 31 marzo 2009 (31 marzo 2008: zero). La verifica, effettuata a livello di singole controparti, ha portato all'individuazione delle controparti che in tale data si trovavano in gravi difficoltà finanziarie. L'onere è stato iscritto al conto economico alla voce "Reddito netto da interessi".

D. Ipotesi attuariali e crescita dei costi di assistenza sanitaria

La valutazione dei sistemi previdenziali e assistenziali della Banca si fonda su ipotesi attuariali e aspettative riguardo ai tassi di inflazione e di interesse. Le variazioni di tali ipotesi producono un impatto sulla valutazione delle passività del fondo pensione della Banca e sugli importi contenuti nelle situazioni contabili.

3. 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.

4. Oro e prestiti 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>	2009	2008
Oro in barre presso banche centrali	22 616,5	27 530,9
Totale prestiti in oro	2 799,7	4 006,8
Totale attività e prestiti in oro	25 416,2	31 537,7
Di cui:		
attività in oro dei portafogli di investimento	2 358,1	2 424,4
attività e prestiti in oro dei portafogli bancari	23 058,1	29 113,3

A causa del deterioramento del merito di credito dei mutuatari, per l'esercizio finanziario in rassegna è stato riconosciuto un onere di DSP 18,3 milioni (2008: zero) per riduzioni durevoli di valore. Esso è contabilizzato nel conto economico alla voce "Reddito netto da interessi".

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 18 e 27 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>	2009	2008
Saldo a inizio esercizio	2 424,4	2 306,0
Variazione netta nelle disponibilità in oro dei portafogli di investimento		
Prestiti collocati	-	-
Cessioni di oro	(102,0)	(414,3)
Partite in scadenza, riduzioni durevoli di valore, conti a vista e altri movimenti netti	(193,7)	169,3
	(295,7)	(245,0)
Variazione netta nelle transazioni in attesa di regolamento	-	(182,7)
Movimenti nel prezzo dell'oro	229,4	546,1
Saldo a fine esercizio	2 358,1	2 424,4

Al 1° aprile 2008 le disponibilità in oro dei portafogli di investimento della Banca ammontavano a 125 tonnellate di fino. Nel corso dell'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2009 è stata disposta la cessione di 5 tonnellate di metallo (2008: 25 tonnellate; nota 27). Al 31 marzo 2009 il saldo risultava pari a 120 tonnellate di oro fino.

5. 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 *buoni del Tesoro* sono titoli di debito a breve termine delle amministrazioni centrali emessi sotto la pari.

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, organizzazioni internazionali e altre istituzioni del settore pubblico. Essi comprendono le anticipazioni concesse nel quadro di linee *standby* revocabili e non revocabili. La voce "Prestiti e anticipazioni" include inoltre i conti con termine di preavviso (nota 6).

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 2009	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	96 399,2	–	22,7	22,7	96 421,9
Titoli acquistati pronti contro termine	38 594,4	–	–	–	38 594,4
Prestiti a scadenza fissa e anticipazioni	18 116,1	–	–	–	18 116,1
Titoli di Stato e altri titoli					
Titoli di Stato	3 024,1	8 211,8	–	8 211,8	11 235,9
Titoli di istituzioni finanziarie	22 548,1	707,6	710,7	1 418,3	23 966,4
Altri (fra cui titoli del settore pubblico)	18 621,5	1 939,9	–	1 939,9	20 561,4
	44 193,7	10 859,3	710,7	11 570,0	55 763,7
Totale attività in valuta	197 303,4	10 859,3	733,4	11 592,7	208 896,1

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 avrebbe prodotto un impatto di DSP 9,8 milioni (2008: DSP 10,9 milioni) sulle relative valutazioni.

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	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

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 illustra i movimenti delle attività in valuta della Banca disponibili per la vendita.

Ulteriori dettagli sul conto rivalutazione titoli e sulle plus/(minus)valenze nette da cessioni di titoli classificati come disponibili per la vendita sono contenuti rispettivamente alle note 18 e 26.

Per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2009	2008
Saldo a inizio esercizio	11 707,4	9 843,8
Variazione netta delle attività in valuta disponibili per la vendita		
Acquisizioni	10 805,7	20 990,3
Cessioni	(4 633,8)	(2 195,9)
Partite in scadenza e altri movimenti netti	(7 193,1)	(17 315,0)
	(1 021,2)	1 479,4
Variazione netta nelle transazioni in attesa di regolamento	(109,8)	36,8
Valore equo e altri movimenti	282,9	347,4
Saldo a fine esercizio	10 859,3	11 707,4

6. Prestiti e anticipazioni

I prestiti e le anticipazioni comprendono i prestiti a scadenza fissa e i conti con termine di preavviso.

I prestiti a scadenza fissa sono riportati al valore equo rilevato a conto economico. I conti 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>	2009	2008
Prestiti a scadenza fissa e anticipazioni	18 116,1	61 196,6
Conti con termine di preavviso	396,6	899,3
Totale prestiti e anticipazioni	18 512,7	62 095,9

L'importo della variazione del valore equo rilevato a conto economico per i prestiti a scadenza fissa e le anticipazioni è pari a DSP (50,0) milioni (2008: DSP 88,8 milioni).

7. 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.

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 10 e 11). 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	2009			2008		
	Valore nozionale	Valore equo		Valore nozionale	Valore equo	
		Attività	Passività		Attività	Passività
<i>In milioni di DSP</i>						
Futures su titoli obbligazionari	1 862,4	1,2	(1,4)	1 367,8	1,4	(1,4)
Swap su tassi di interesse a valute incrociate	2 708,0	95,6	(400,7)	3 836,0	117,6	(750,7)
Contratti a termine su valute e su oro	3 047,4	7,3	(173,0)	1 095,0	21,0	(13,4)
Opzioni su valute e su oro	5 030,1	156,6	(158,2)	4 669,0	64,0	(64,9)
Swap su valute e su oro	99 578,6	2 860,4	(1 294,1)	127 026,0	1 372,2	(3 119,1)
<i>Forward rate agreement</i>	10 875,9	20,0	(13,3)	26 377,0	22,2	(27,3)
Futures su tassi di interesse	12 430,4	0,3	(0,9)	10 114,0	0,9	(0,2)
Swap su tassi di interesse	393 413,7	10 600,8	(4 761,2)	360 306,4	5 824,7	(2 194,0)
<i>Swaption</i>	2 016,9	6,9	(14,0)	6 162,7	2,4	(56,7)
Totale degli strumenti finanziari derivati a fine esercizio	530 963,4	13 749,1	(6 816,8)	540 953,9	7 426,4	(6 227,7)
Saldo degli strumenti finanziari derivati a fine esercizio			6 932,3			1 198,7

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 avrebbe prodotto un impatto di DSP 8,9 milioni (2008: DSP 16,0 milioni) sulle relative valutazioni.

8. Partite in corso di ricezione

Situazione al 31 marzo	2009	2008
<i>In milioni di DSP</i>		
Transazioni finanziarie in attesa di regolamento	5 811,5	5 301,1
Altre attività	11,0	10,7
Totale partite in corso di ricezione	5 822,5	5 311,8

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.

9. Terreni, immobili, arredi e attrezzature

Per l'esercizio finanziario chiuso
il 31 marzo

				2009	2008
	Terreni	Immobili	Arredi e attrezzature (informatiche e di altra natura)	Totale	Totale
<i>In milioni di DSP</i>					
Costo storico					
Saldo a inizio esercizio	41,2	189,4	118,5	349,1	334,4
Spesa in conto capitale	-	-	12,7	12,7	15,0
Dismissioni e smobilizzi	-	-	(0,2)	(0,2)	(0,3)
Saldo a fine esercizio	41,2	189,4	131,0	361,6	349,1
Ammortamenti					
Ammortamento cumulativo a inizio esercizio	-	84,7	74,0	158,7	146,4
Ammortamenti	-	4,0	8,1	12,1	12,6
Dismissioni e smobilizzi	-	-	(0,2)	(0,2)	(0,3)
Saldo a fine esercizio	-	88,7	81,9	170,6	158,7
Valore contabile netto a fine esercizio	41,2	100,7	49,1	191,0	190,4

Gli ammortamenti per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2009 comprendono un onere aggiuntivo di DSP 0,4 milioni derivante da una verifica sullo stato di deterioramento delle immobilizzazioni informatiche e di altra natura (2008: DSP 1,1 milioni).

10. 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

In milioni di DSP	2009	2008
Strumenti di deposito rimborsabili con preavviso di uno o due giorni		
Medium-Term Instrument (MTI)	86 243,7	99 372,5
MTI riscattabili	2 652,9	8 024,2
FIXBIS	32 664,4	44 403,4
	121 561,0	151 800,1
Altri depositi in valuta		
FRIBIS	204,3	4 218,1
Depositi a scadenza fissa	43 633,2	39 444,8
Dual Currency Deposit (DCD)	237,4	161,4
Depositi su conti a vista e con termine di preavviso	31 586,3	40 496,5
	75 661,2	84 320,8
Totale depositi in valuta	197 222,2	236 120,9
Di cui:		
classificati al valore equo rilevato a conto economico	165 635,9	195 624,4
classificati fra le passività finanziarie misurate al costo ammortizzato	31 586,3	40 496,5

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 giugno e dicembre 2009 (2008: giugno 2008 e dicembre 2009).

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.

I *Dual Currency Deposit* (DCD) sono depositi con durata prestabilita rimborsabili a scadenza nella valuta originaria o, a discrezione della Banca, in valuta diversa con importo prefissato. Essi sono tutti giunti a scadenza fra il 2 aprile e il 15 maggio 2009 (2008: aprile 2008).

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 2009, per il totale dei depositi in valuta, la Banca era contrattualmente tenuta a pagare alla scadenza DSP 193 629,2 milioni, comprensivi degli interessi maturati a tale data (2008: DSP 234 822,0 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 sui differenziali denaro-lettera per ciascuno strumento.

Le ipotesi utilizzate si fondano sulle transazioni di mercato recenti che hanno avuto a oggetto tali strumenti. Qualora una serie di prodotti sia preclusa a nuovi investitori (e non esistano 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 18,5 milioni (2008: DSP 24,0 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 variazione 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.

11. Depositi 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 (Dual Currency Deposit in oro). L'opzione che incorporano è iscritta in bilancio come strumento finanziario derivato e contabilizzata al valore equo. Al 31 marzo 2009 non sussisteva alcun deposito di questo tipo (2008: DSP 54,1 milioni).

12. 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 2009 non sussistevano operazioni di cessione titoli pronti contro termine. Al 31 marzo 2008 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.

13. 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.

14. Altre passività

Situazione al 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2009	2008
Obbligazioni a fronte delle prestazioni successive al rapporto di lavoro (nota 19)		
Pensioni dei dipendenti	2,4	-
Pensioni dei Consiglieri	4,8	4,8
Erogazioni a titolo di malattia e infortunio	191,6	185,4
Posizioni corte in attività in valuta	151,6	115,6
Passività verso ex azionisti	0,5	0,6
Altre	17,3	20,1
Totale altre passività	368,2	326,5

15. Capitale

Il capitale azionario della Banca si compone di:

Situazione al 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2009	2008
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	2009	2008
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	265

16. 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 mantenerne la piena capitalizzazione; 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 il regolamento di tutte le passività della Banca e delle spese di liquidazione) sarebbero ripartiti fra gli azionisti.

17. Azioni proprie

Per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo	2009	2008
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.

18. 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 4 e 5, rispettivamente.

Essi comprendono i conti seguenti:

Situazione al 31 marzo	2009	2008
<i>In milioni di DSP</i>		
Conto rivalutazione titoli	431,1	272,0
Conto rivalutazione oro	1 789,2	1 636,8
Totale altri conti di capitale	2 220,3	1 908,8

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	2009	2008
<i>In milioni di DSP</i>		
Saldo a inizio esercizio	272,0	(80,5)
Variazioni nette di valutazione		
(Plus)/minusvalenze nette su cessioni	(123,8)	5,1
Valore equo e altre variazioni	282,9	347,4
	159,1	352,5
Saldo a fine esercizio	431,1	272,0

Le tabelle seguenti riportano i saldi del conto rivalutazione titoli.

Situazione al 31 marzo 2009	Valore equo delle attività	Costo storico	Conto rivalutazione titoli	Plusvalenze lorde	Minusvalenze lorde
<i>In milioni di DSP</i>					
Titoli di Stato e altri titoli e totale	10 859,3	10 428,2	431,1	447,3	(16,2)

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)

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>	2009	2008
Saldo a inizio esercizio	1 636,8	1 384,0
Variazioni nette di valutazione		
Plusvalenze nette su cessioni	(77,0)	(293,3)
Movimenti nel prezzo dell'oro	229,4	546,1
	152,4	252,8
Saldo a fine esercizio	1 789,2	1 636,8

19. 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 cinquantesimo 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			
	2009	2008	2007	2006
Valore attuale dell'obbligazione	(747,4)	(709,7)	(653,7)	(606,4)
Valore equo delle attività del fondo	619,6	714,3	648,6	602,2
Livello di capitalizzazione	(127,8)	4,6	(5,1)	(4,2)
Perdite attuariali non riconosciute	125,4	41,2	47,3	46,8
Passati costi di servizio non riconosciuti	–	(45,8)	(42,2)	(42,6)
Passivo a fine esercizio	(2,4)	–	–	–

Situazione al 31 marzo <i>In milioni di DSP</i>	Pensioni dei Consiglieri			
	2009	2008	2007	2006
Valore attuale dell'obbligazione	(5,7)	(5,4)	(4,6)	(4,6)
Valore equo delle attività del fondo	–	–	–	–
Livello di capitalizzazione	(5,7)	(5,4)	(4,6)	(4,6)
Perdite attuariali non riconosciute	0,9	0,6	0,3	0,3
Passati costi di servizio non riconosciuti	–	–	–	–
Passivo a fine esercizio	(4,8)	(4,8)	(4,3)	(4,3)

Situazione al 31 marzo <i>In milioni di DSP</i>	Erogazioni a titolo di malattia e infortunio			
	2009	2008	2007	2006
Valore attuale dell'obbligazione	(225,4)	(208,0)	(186,3)	(183,8)
Valore equo delle attività del fondo	–	–	–	–
Livello di capitalizzazione	(225,4)	(208,0)	(186,3)	(183,8)
Perdite attuariali non riconosciute	40,1	30,3	42,0	57,2
Passati costi di servizio non riconosciuti	(6,3)	(7,7)	(7,8)	(8,6)
Passivo a fine esercizio	(191,6)	(185,4)	(152,1)	(135,2)

B. Valore attuale dell'obbligazione

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		
	2009	2008	2007	2009	2008	2007	2009	2008	2007
<i>In milioni di DSP</i>									
Valore attuale dell'obbligazione a inizio esercizio	709,7	653,7	606,4	5,4	4,6	4,5	208,0	186,3	183,8
Costi di servizio correnti	29,8	30,5	28,3	0,2	0,2	0,2	7,9	8,2	7,9
Contributi dei partecipanti	3,9	3,7	3,4	-	-	-	0,1	-	-
Oneri da interessi	24,9	21,3	19,8	0,2	0,1	0,1	7,4	6,1	6,1
(Utili)/perdite attuariali	29,3	(55,7)	3,5	0,3	-	-	11,5	(13,9)	(13,9)
Prestazioni erogate	(24,5)	(23,1)	(21,8)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(2,0)	(1,8)	(1,9)
Differenze di cambio	(25,7)	79,3	14,1	(0,1)	0,9	0,1	(7,5)	23,1	4,3
Valore attuale dell'obbligazione a fine esercizio	747,4	709,7	653,7	5,7	5,4	4,6	225,4	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>	2009	2008	2007
Valore equo delle attività del fondo a inizio esercizio	714,3	648,6	602,2
Rendimento atteso sulle attività del fondo	34,0	33,1	30,6
Utili/(perdite) attuariali	(99,3)	(44,8)	4,1
Contributi della Banca	18,3	17,3	15,9
Contributi dei partecipanti	3,9	3,7	3,4
Prestazioni erogate	(24,5)	(23,1)	(21,8)
Differenze di cambio	(27,1)	79,5	14,2
Valore equo delle attività del fondo a fine esercizio	619,6	714,3	648,6

D. Importi imputati al conto economico

Per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	Pensioni dei dipendenti			Pensioni dei Consiglieri			Erogazioni a titolo di malattia e infortunio		
	2009	2008	2007	2009	2008	2007	2009	2008	2007
Costi di servizio correnti	29,8	30,5	28,3	0,2	0,2	0,2	7,9	8,2	7,9
Oneri da interessi	24,9	21,3	19,8	0,2	0,1	0,1	7,4	6,1	6,1
Meno: rendimento atteso sulle attività del fondo	(34,0)	(33,1)	(30,7)	-	-	-	-	-	-
Meno: passati costi di servizio	-	(1,5)	(1,5)	-	-	-	(6,3)	(1,0)	(1,0)
Perdite attuariali nette riconosciute nell'esercizio finanziario	-	-	-	-	-	-	-	1,6	2,6
Totale imputato ai costi operativi	20,7	17,2	15,9	0,4	0,3	0,3	9,0	14,9	15,6

La Banca prevede che nell'esercizio finanziario 2009/10 i contributi da essa versati per i sistemi sopra descritti ammonteranno a CHF 41,8 milioni.

E. Categorie principali di attività in percentuale delle attività totali del fondo

Situazione al 31 marzo

<i>Quote percentuali</i>	2009	2008
Azioni europee	7,4	12,8
Altre azioni	16,8	17,4
Reddito fisso europeo	49,9	32,2
Altro reddito fisso	21,8	27,1
Altre attività	4,1	10,5
Rendimento effettivo sulle attività del fondo	-10,5%	-1,7%

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

	2009	2008
Applicabile ai tre sistemi previdenziali e assistenziali		
Tasso di sconto – tasso di mercato di obbligazioni societarie svizzere di prima qualità	3,25%	3,75%
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%

Le ipotesi di incremento formulate riguardo agli stipendi del personale, alla remunerazione pensionabile dei Consiglieri e alle prestazioni pensionistiche pagabili incorporano al 31 marzo 2009 un tasso ipotizzato di inflazione dell'1,5% (2008: 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 2008/09 comporterebbe gli effetti di seguito riportati.

Per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2009	2008
Aumento/(calo) dei costi complessivi per il servizio e gli interessi		
Aumento assistenza sanitaria: 6%	5,0	7,5
Aumento assistenza sanitaria: 4%	(3,6)	(4,9)

Situazione al 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2009	2008
Aumento/(calo) dell'obbligazione		
Aumento assistenza sanitaria: 6%	56,3	45,5
Aumento assistenza sanitaria: 4%	(42,5)	(34,5)

20. Reddito da interessi

Per l'esercizio finanziario chiuso
il 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2009	2008
Attività in valuta disponibili per la vendita		
Titoli acquistati pronti contro termine	18,5	71,1
Titoli di Stato e altri titoli	365,0	380,9
	383,5	452,0
Attività in valuta al valore equo rilevato a conto economico		
Buoni del Tesoro	1 253,1	861,6
Titoli acquistati pronti contro termine	1 880,8	2 480,9
Prestiti e anticipazioni	1 321,1	4 147,8
Titoli di Stato e altri titoli	1 766,8	2 301,2
	6 221,8	9 791,5
Attività classificate tra i finanziamenti e crediti		
Conti a vista e con termine di preavviso	16,0	38,4
Disponibilità in oro dei portafogli di investimento	6,4	11,2
Disponibilità in oro dei portafogli bancari	5,0	5,4
Onere per riduzioni durevoli di valore delle attività in oro dei portafogli bancari	(18,3)	-
	9,1	55,0
Strumenti finanziari derivati riportati al valore equo rilevato a conto economico	1 640,5	882,7
Totale reddito da interessi	8 254,9	11 181,2

21. Oneri da interessi

Per l'esercizio finanziario chiuso
il 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2009	2008
Passività al valore equo rilevato a conto economico		
Depositi in valuta	6 160,4	8 963,7
Passività classificate fra le passività finanziarie misurate al costo ammortizzato		
Depositi in oro	3,3	3,9
Depositi su conti a vista e con termine di preavviso	472,0	1 171,7
Titoli ceduti pronti contro termine	17,3	68,5
	492,6	1 244,1
Totale oneri da interessi	6 653,0	10 207,8

22. Variazioni nette di valutazione

Le variazioni nette di valutazione si riferiscono unicamente agli strumenti finanziari riportati al valore equo rilevato a conto economico. La tabella seguente comprende DSP 4,6 milioni di svalutazioni nette per perdite su crediti dovute a insolvenza (2008: zero).

Per l'esercizio finanziario chiuso
il 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2009	2008
Attività in valuta al valore equo rilevato a conto economico		
Variazioni di valutazione non realizzate su attività in valuta	59,8	18,8
Plus/(minus)valenze realizzate su attività in valuta	34,8	(11,7)
	94,6	7,1
Passività in valuta al valore equo rilevato a conto economico		
Variazioni di valutazione non realizzate su passività finanziarie	(1 549,1)	(2 832,2)
Plusvalenze realizzate su passività finanziarie	(1 139,6)	(257,2)
	(2 688,7)	(3 089,4)
Variazioni di valutazione su strumenti finanziari derivati	1 412,4	2 528,6
Variazioni nette di valutazione	(1 181,7)	(553,7)

23. Reddito netto da commissioni e provvigioni

Per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2009	2008
Proventi per commissioni e provvigioni	8,1	6,8
Oneri per commissioni e provvigioni	(7,7)	(6,0)
Reddito netto da commissioni e provvigioni	0,4	0,8

24. Plus/(minus)valenze valutarie nette

Per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2009	2008
Plusvalenze nette su transazioni	11,6	4,5
Minusvalenze nette da conversione	(20,4)	(14,0)
Plus/(minus)valenze valutarie nette	(8,8)	(9,5)

25. 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>	2009	2008
Consiglio di amministrazione		
Compensi ai Consiglieri	2,0	1,9
Pensioni a ex Consiglieri	0,5	0,6
Trasferte, riunioni esterne del Consiglio e altre spese	1,6	1,7
	4,1	4,2
Direzione e personale		
Stipendi	114,1	111,8
Pensioni	34,3	34,3
Altre spese relative al personale	45,4	43,1
	193,8	189,2
Funzionamento degli uffici e altre spese	65,8	63,5
Spese di amministrazione in milioni di CHF	263,7	256,9
Spese di amministrazione in milioni di DSP	154,4	141,9
Ammortamenti in milioni di DSP	12,1	12,6
Costi operativi in milioni di DSP	166,5	154,5

Durante l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2009 il numero medio di posizioni equivalenti a tempo pieno era di 532 unità (2008: 542).

26. Plus/(minus)valenze nette su cessioni di titoli disponibili per la vendita

Per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2009	2008
Introiti da cessioni	4 633,8	2 195,9
Costo ammortizzato	(4 510,0)	(2 201,0)
Plus/(minus)valenze nette	123,8	(5,1)
Di cui:		
plusvalenze lorde realizzate	128,9	51,8
minusvalenze lorde realizzate	(5,1)	(56,9)

27. 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>	2009	2008
Introiti da cessioni	102,0	414,3
Costo stimato (nota 18B)	(25,0)	(121,0)
Plusvalenze nette realizzate	77,0	293,3

28. Utile unitario

Per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo

	2009	2008
Utile netto per l'esercizio finanziario (in milioni di DSP)	446,1	544,7
Numero medio ponderato di azioni aventi diritto al dividendo	546 125	546 125
Utile base e utile diluito per azione (DSP per azione)	816,8	997,4

Il dividendo proposto per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2009 è di DSP 265 per azione (2008: DSP 265).

29. 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>	2009	2008
Cassa e conti a vista presso banche	915,2	36,8
Conti con termine di preavviso	396,6	899,3
Totale cassa ed equivalenti di cassa	1 311,8	936,1

30. 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 sul territorio elvetico dal pagamento della quasi totalità delle imposte dirette e indirette a livello sia federale che locale.

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.

31. 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	
	2009	2008	2009	2008
USD	0,670	0,609	0,648	0,643
EUR	0,890	0,960	0,908	0,910
JPY	0,00677	0,00610	0,00654	0,00564
GBP	0,962	1,208	1,088	1,291
CHF	0,590	0,612	0,584	0,556
Oro (in once)	614,6	557,8	560,4	490,2

32. 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>	2009	2008
Contratti di custodia	11 082,0	11 308,0
Contratti di pegno	90,0	158,9
Mandati di gestione di portafoglio	6 919,0	6 093,9
Oro in barre detenuto in custodia	4 078,9	3 665,4
Totale	22 169,9	21 226,2

La tabella precedente riporta il valore nominale dei titoli detenuti nel quadro di accordi di custodia e di pegno e il valore netto di inventario dei mandati di gestione di portafoglio. L'oro in barre detenuto in custodia è iscritto in bilancio in base al peso di fino (convertito in DSP al prezzo di mercato del metallo e al tasso di cambio del dollaro USA). Al 31 marzo 2009 l'oro in barre detenuto in custodia ammontava a 212 tonnellate di fino (2008: 204 tonnellate). Gli strumenti finanziari detenuti a fronte degli accordi di cui sopra sono custoditi presso depositari esterni (banche centrali o istituzioni commerciali).

33. Impegni

La Banca fornisce alla clientela aperture di credito *standby* irrevocabili. Al 31 marzo 2009 gli impegni di questo tipo in essere erano pari a DSP 8 646,8 milioni (2008: DSP 6 767,7 milioni), di cui DSP 234,5 milioni non assistiti da garanzia (2008: DSP 304,6 milioni).

34. 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 2009

<i>Quote percentuali</i>	USD	EUR	GBP	JPY	Altre valute
Attività					
Prestiti in oro	-	-	-	-	0,54
Buoni del Tesoro	0,88	1,83	0,69	0,23	-
Titoli acquistati pronti contro termine	0,16	0,62	0,63	0,10	-
Prestiti e anticipazioni	0,84	1,29	0,87	0,08	0,40
Titoli di Stato e altri titoli	2,50	3,24	3,26	0,86	3,88
Passività					
Depositi in valuta	2,00	2,00	2,05	0,16	2,05
Depositi in oro	-	-	-	-	0,38
Posizioni corte in attività in valuta	4,96	-	-	-	-

Situazione al 31 marzo 2008

<i>Quote percentuali</i>	USD	EUR	GBP	JPY	Altre valute
Attività					
Prestiti 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	-
Prestiti e anticipazioni	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	-	-	-	-

35. Analisi geografica

A. Passività totali

Situazione al 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2009	2008
Africa ed Europa	109 733,3	132 229,9
Asia-Pacifico	82 770,5	102 353,8
Americhe	40 344,5	54 810,3
Organizzazioni internazionali	8 822,5	8 642,0
Totale	241 670,8	298 036,0

B. Partite fuori bilancio

Situazione al 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2009	2008
Africa ed Europa	5 361,6	4 877,1
Asia-Pacifico	16 165,1	15 825,5
Americhe	643,2	523,6
Totale	22 169,9	21 226,2

La nota 32 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 3C.

C. Impegni di credito

Situazione al 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2009	2008
Africa ed Europa	1 073,3	496,6
Asia-Pacifico	7 573,5	6 109,7
Americhe	-	161,4
Totale	8 646,8	6 767,7

La nota 33 illustra in maggior dettaglio gli impegni di credito della BRI.

36. 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" della presente Relazione annuale. La nota 19 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>	2009	2008
Stipendi, indennità e copertura sanitaria	6,4	6,7
Erogazioni successive al rapporto di lavoro	1,7	1,9
Emolumenti totali in milioni di CHF	8,1	8,6
Equivalenti in DSP	4,7	4,8

Nella nota 25 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>	2009	2008
Saldo a inizio esercizio	18,0	15,6
Depositi passivi, inclusi gli interessi maturati (al netto della ritenuta alla fonte)	3,4	3,8
Prelievi	(8,6)	(1,4)
Saldo a fine esercizio in milioni di CHF	12,8	18,0
Equivalenti in DSP	7,6	11,0
Interessi corrisposti sui depositi in milioni di CHF	0,7	0,6
Equivalenti in DSP	0,4	0,3

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 di deposito vincolati, 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 2009 il saldo complessivo di tali conti vincolati era pari a DSP 19,2 milioni (2008: DSP 20,8 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>	2009	2008
Saldo a inizio esercizio	53 998,3	53 240,1
Depositi passivi	120 912,0	130 847,9
Depositi in scadenza, rimborsi e variazioni del valore equo	(123 325,4)	(129 656,6)
Movimenti netti sui conti disponibili a richiesta e con termine di preavviso	(1 109,5)	(433,1)
Saldo a fine esercizio	50 475,4	53 998,3
Quota percentuale sui depositi complessivi in valuta a fine esercizio	25,6%	22,9%

Depositi 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>	2009	2008
Saldo a inizio esercizio	26 336,1	10 123,8
Depositi passivi	55,0	600,2
Movimenti netti sui conti a vista in oro	(6 703,6)	16 161,2
Prelievi netti e movimenti del prezzo dell'oro	(218,8)	(549,1)
Saldo a fine esercizio	19 468,7	26 336,1
Quota percentuale sui depositi complessivi in oro a fine esercizio	84,5%	90,5%

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>	2009	2008
Saldo a inizio esercizio	3 271,9	470,2
Depositi attivi garantiti	889 828,4	776 745,9
Partite in scadenza e variazioni del valore equo	(888 497,8)	(773 944,2)
Saldo a fine esercizio	4 602,5	3 271,9
Quota percentuale sul totale dei titoli acquistati pronti contro termine a fine esercizio	11,9%	3,6%

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 2009 ammontavano a DSP 881,5 milioni (2008: DSP 539,3 milioni). Alla stessa data l'oro detenuto su conti a vista presso banche centrali collegate e istituzioni connesse era pari a DSP 22 605,8 milioni (2008: DSP 27 499,7 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 2009 era pari a DSP 6 510,0 milioni (2008: DSP 43 655,5 milioni).

37. Passività eventuali

Al 31 marzo 2009 la Banca non presentava passività eventuali di rilievo.

Adeguatezza patrimoniale

1. Patrimonio

La tabella seguente riporta la composizione del patrimonio di base (*tier 1*) e del patrimonio totale al 31 marzo 2009.

Situazione al 31 marzo		
<i>In milioni di DSP</i>	2009	2008
Azioni	683,9	683,9
Riserve statutarie come da bilancio	10 367,3	9 967,3
Meno: azioni proprie	(1,7)	(1,7)
Patrimonio di base	11 049,5	10 649,5
Conto economico	446,1	544,7
Altri conti di capitale	2 220,3	1 908,8
Capitale totale	13 715,9	13 103,0

La Banca valuta in via continuativa la propria adeguatezza patrimoniale, avvalendosi del supporto dei processi di pianificazione annuale del capitale e dell'operatività.

Lo schema di gestione dei rischi messo in atto dalla BRI è conforme alla 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 a 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.

2. Capitale economico

L'autovalutazione dell'adeguatezza patrimoniale effettuata dalla Banca si basa sui modelli del capitale economico per i rischi di mercato, i rischi di credito, il rischio operativo e altre tipologie di rischio. Tali modelli sono costruiti in modo da determinare l'ammontare di capitale necessario ad assorbire eventuali perdite sulle esposizioni al rischio, a un livello di confidenza statistica coerente con l'obiettivo di mantenere un grado superiore di qualità creditizia. Essi misurano il capitale economico con un intervallo di confidenza del 99,995% e ipotizzando un periodo di detenzione di un anno.

La tabella seguente presenta una sintesi del capitale economico assorbito dai rischi di credito, di mercato e operativo al 31 marzo 2009. A partire dal 1° aprile 2008, inoltre, una porzione supplementare di capitale economico è stata destinata ai rischi di altra natura, sulla base della valutazione condotta dalla Direzione in merito ai rischi che (in tutto o in parte) non trovano riflesso nel computo del capitale economico.

Situazione al 31 marzo		
<i>In milioni di DSP</i>	2009	2008
Rischio di credito	5 673,7	6 173,3
Rischi di mercato	3 099,8	2 689,7
Rischio operativo	425,0	400,0
Rischi di altra natura	300,0	-
Totale capitale economico assorbito	9 498,5	9 263,0

3. 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		2009			2008		
	Metodologia impiegata	Ammontare dell'esposizione	Attività ponderate (A)	Coefficienti minimi (B)	Ammontare dell'esposizione	Attività ponderate (A)	Coefficienti minimi (B)
<i>In milioni di DSP</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%	225 017,7	10 114,8	809,2	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%	3 342,2	1 291,0	103,3	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%	-	15 783,5	1 262,7	-	8 197,5	655,8
Rischio operativo							
	Metodo avanzato di misurazione dove (A) è pari a (B)/8%	-	2 250,0	180,0	-	1 962,5	157,0
Totale			29 439,3	2 355,2		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.

4. Quoziente del patrimonio di base

Il quoziente del patrimonio di base misura l'adeguatezza dei mezzi propri raffrontando il patrimonio di base 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>	2009	2008
Patrimonio di base	11 049,5	10 649,5
Meno: perdite attese	(13,9)	(30,9)
Patrimonio di base al netto delle perdite attese (A)	11 035,6	10 618,6
Totale attività ponderate per il rischio (B)	29 439,3	23 224,3
Quoziente del patrimonio di base (A)/(B)	37,5%	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. Il calcolo è effettuato alla data di chiusura del bilancio tenendo conto dell'onere per riduzioni durevoli di valore riportato nel conto economico della Banca. La nota 4 fornisce maggiori dettagli in merito a tale onere. Le perdite attese sono portate in detrazione dal patrimonio di base, conformemente alle 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 2009 era pari al 50,8% (2008: 34,6%). 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 stilati 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.

Con cadenza bimestrale la Direzione informa a sua volta 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 dall'unità Finanze. Annualmente il Comitato per le operazioni bancarie e la gestione dei rischi, altro comitato consultivo del Consiglio di amministrazione, riceve rapporti 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, operativo e di altro tipo 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 al 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 aggregato. 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 gli 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. La Direzione limita l'esposizione complessiva della Banca al rischio di credito tramite l'allocation a tale categoria di rischio di un determinato ammontare di capitale economico.

B. Attenuazione del rischio di credito

Il rischio di credito è attenuato 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

Le esposizioni presentate nella tabella seguente si basano sul valore contabile corrente delle attività in bilancio ripartite per settore, area geografica e qualità creditizia. L'oro e i prestiti 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 al netto di eventuali oneri per riduzioni durevoli di valore. Gli impegni figurano al valore nozionale.

Rischio di inadempienza per categorie di attività e di emittenti

Le tabelle seguenti non tengono conto di eventuali garanzie reali o di altre forme di rafforzamento del credito a favore della Banca.

Situazione al 31 marzo 2009	Soggetti sovrani e banche centrali	Settore pubblico	Banche	Imprese	Cartolariz- zazioni	Totale
<i>In milioni di DSP</i>						
In bilancio						
Cassa e conti a vista presso banche	884,6	-	9,5	21,1	-	915,2
Oro e prestiti in oro	-	-	2 672,1	138,3	-	2 810,4
Buoni del Tesoro	96 421,9	-	-	-	-	96 421,9
Titoli acquistati pronti contro termine	4 691,5	-	32 970,0	932,9	-	38 594,4
Prestiti e anticipazioni	7 542,6	502,0	10 468,1	-	-	18 512,7
Titoli di Stato e altri titoli	20 437,1	11 889,9	19 161,3	1 849,3	2 426,1	55 763,7
Strumenti derivati	102,0	49,9	13 597,2	-	-	13 749,1
Partite in corso di ricezione	-	-	722,5	11,0	-	733,5
Totale esposizioni in bilancio	130 079,7	12 441,8	79 600,7	2 952,6	2 426,1	227 500,9
Impegni						
Aperture di credito non garantite non utilizzate	234,5	-	-	-	-	234,5
Aperture di credito garantite non utilizzate	8 412,3	-	-	-	-	8 412,3
Totale impegni	8 646,8	-	-	-	-	8 646,8
Totale esposizioni	138 726,5	12 441,8	79 600,7	2 952,6	2 426,1	236 147,7

Situazione al 31 marzo 2008	Soggetti sovrani e banche centrali	Settore pubblico	Banche	Imprese	Cartolariz- zazioni	Totale
<i>In milioni di DSP</i>						
In bilancio						
Cassa	22,4	-	14,4	-	-	36,8
Oro e prestiti 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
Prestiti e anticipazioni	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	-	-	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 garantite non utilizzate	304,6	-	-	-	-	304,6
Aperture di credito garantite non utilizzate	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

La stragrande maggioranza delle attività della Banca è investita in titoli emessi dalle amministrazioni pubbliche del G10 e da istituti finanziari con rating non inferiore ad A- in base ad almeno una delle principali istituzioni esterne di valutazione del merito di credito. 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.

Rischio di inadempienza per area geografica

Le tabelle seguenti non tengono conto di eventuali garanzie reali o di altre forme di rafforzamento del credito a favore della Banca.

Situazione al 31 marzo 2009

<i>In milioni di DSP</i>	Africa ed Europa	Asia-Pacifico	Americhe	Organizzazioni internazionali	Totale
In bilancio					
Cassa e conti a vista presso banche	882,9	0,4	31,9	–	915,2
Oro e prestiti in oro	2 087,9	345,1	377,4	–	2 810,4
Buoni del Tesoro	45 541,2	43 128,2	7 752,5	–	96 421,9
Titoli acquistati pronti contro termine	33 522,9	4 273,9	797,6	–	38 594,4
Prestiti e anticipazioni	13 573,1	2 417,3	2 278,7	243,6	18 512,7
Titoli di Stato e altri titoli	32 430,8	5 750,7	11 008,1	6 574,1	55 763,7
Strumenti derivati	9 835,8	185,4	3 727,9	–	13 749,1
Partite in corso di ricezione	232,5	119,0	382,0	–	733,5
Totale esposizioni in bilancio	138 107,1	56 220,0	26 356,1	6 817,7	227 500,9
Impegni					
Aperture di credito non garantite non utilizzate	33,5	201,0	–	–	234,5
Aperture di credito garantite non utilizzate	1 039,8	7 372,5	–	–	8 412,3
Totale impegni	1 073,3	7 573,5	–	–	8 646,8
Totale esposizioni	139 180,4	63 793,5	26 356,1	6 817,7	236 147,7

Situazione al 31 marzo 2008

<i>In milioni di DSP</i>	Africa ed Europa	Asia-Pacifico	Americhe	Organizzazioni internazionali	Totale
In bilancio					
Cassa	25,6	1,2	10,0	–	36,8
Oro e prestiti 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
Prestiti e anticipazioni	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	496,6	6 110,1	161,0	–	6 767,7
Totale esposizioni	197 208,8	54 297,3	27 334,4	6 499,8	285 340,3

Le esposizioni sono assegnate alle varie aree geografiche in base al paese in cui hanno sede i soggetti giuridici considerati.

Rischio di inadempienza per categorie di attività finanziarie

Le tabelle seguenti non tengono conto di eventuali garanzie reali o di altre forme di rafforzamento del credito a favore della Banca.

Situazione al 31 marzo 2009	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	883,3	4,6	5,8	0,4	–	21,1	915,2
Oro e prestiti in oro	–	685,9	1 986,2	138,3	–	–	2 810,4
Buoni del Tesoro	38 974,5	48 490,5	8 956,9	–	–	–	96 421,9
Titoli acquistati pronti contro termine	328,6	18 359,8	19 816,9	89,1	–	–	38 594,4
Prestiti e anticipazioni	4 482,1	3 403,7	7 322,8	167,5	3 136,6	–	18 512,7
Titoli di Stato e altri titoli	32 972,5	13 715,2	8 988,2	87,8	–	–	55 763,7
Strumenti derivati	383,8	1 999,4	11 268,0	–	97,9	–	13 749,1
Partite in corso di ricezione	397,7	–	221,5	103,3	–	11,0	733,5
Totale esposizioni in bilancio	78 422,5	86 659,1	58 566,3	586,4	3 234,5	32,1	227 500,9
<i>Quote percentuali</i>	<i>34,5%</i>	<i>38,1%</i>	<i>25,8%</i>	<i>0,2%</i>	<i>1,4%</i>	<i>–</i>	<i>100%</i>
Impegni							
Non garantiti	–	–	–	234,5	–	–	234,5
Garantiti	–	2 432,9	4 178,5	1 572,3	228,6	–	8 412,3
Totale impegni	–	2 432,9	4 178,5	1 806,8	228,6	–	8 646,8
Totale esposizioni	78 422,5	89 092,0	62 744,8	2 393,2	3 463,1	32,1	236 147,7

Situazione al 31 marzo 2008	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 prestiti 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
Prestiti e anticipazioni	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>16,6%</i>	<i>63,5%</i>	<i>19,5%</i>	<i>-</i>	<i>0,4%</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	484,6	531,0	4 087,1	713,0	952,0	-	6 767,7
Totale esposizioni	46 793,8	177 254,4	58 477,0	762,0	2 042,4	10,7	285 340,3

I rating indicati corrispondono ai rating interni della Banca, espressi in termini di rating esterni equivalenti. La grande maggioranza delle esposizioni della Banca ha un rating non inferiore ad A-.

Un'attività finanziaria è da considerarsi scaduta 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, effettuando gli opportuni aggiustamenti per le eventuali riduzioni durevoli di valore. Al 31 marzo 2009 la Banca registrava DSP 18,3 milioni (2008: zero) di oneri per riduzioni durevoli di valore dei prestiti in oro. Alla stessa data nessuna attività finanziaria era considerata scaduta.

D. Attenuazione del rischio di credito e garanzie reali

Situazione al 31 marzo

In milioni di DSP	2009		2008	
	Valore equo dei contratti	Valore delle garanzie	Valore equo dei contratti	Valore delle garanzie
Garanzie ricevute per				
titoli acquistati pronti contro termine	33 625,0	33 725,5	69 965,9	70 245,5
anticipazioni	3 136,5	5 013,4	1 057,0	2 436,8
strumenti derivati	4 957,3	4 542,4	2 979,3	2 429,7
Totale garanzie ricevute	41 718,8	43 281,3	74 002,2	75 112,0
Garanzie fornite per				
titoli ceduti pronti contro termine	-	-	1 894,1	1 898,2
Totale garanzie fornite	-	-	1 894,1	1 898,2

La tabella precedente riporta le garanzie reali ricevute e fornite dalla Banca. Essa non tiene conto delle operazioni in attesa di regolamento (per le quali non vi è stato scambio né di liquidità né di garanzie). La Banca riceve garanzie reali nel quadro di pronti contro termine attivi e accordi di garanzia per determinati strumenti derivati. 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 PcT attivi comprendono i titoli di debito di emittenti sovrani e sovranazionali, nonché quelli delle agenzie federali statunitensi. Le garanzie idonee per gli strumenti derivati sono costituite da titoli pubblici. A fronte dell'insolvenza di una controparte, durante l'esercizio finanziario in rassegna si è proceduto all'espropriazione e alla vendita di DSP 735,5 milioni di buoni del Tesoro USA ricevuti in garanzia.

La Banca offre alla clientela linee di credito garantite dai depositi effettuati presso di essa o dalle quote-parti detenute dalla clientela stessa in fondi gestiti dalla Banca. Al 31 marzo 2009 l'importo totale delle aperture di credito utilizzabili dalle controparti dietro deposito di garanzia era pari a DSP 8 412,3 milioni (2008: DSP 6 463,1 milioni).

La Banca fornisce garanzie sotto forma di titoli ceduti pronti contro termine. Esse consistono in titoli di amministrazioni pubbliche o agenzie federali USA.

E. Capitale economico per il rischio di credito

La Banca determina il capitale economico per il rischio di credito impiegando una metodologia VaR, sulla base di un modello VaR di portafoglio che ipotizza un orizzonte temporale di un anno e un intervallo di confidenza del 99,995%. La tabella seguente riporta i dati principali relativi all'esposizione della Banca al rischio di credito in termini di utilizzo del capitale economico per gli ultimi due esercizi finanziari.

Per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo

In milioni di DSP	2009				2008			
	Media	Massimo	Minimo	Al 31 marzo	Media	Massimo	Minimo	Al 31 marzo
Capitale economico assorbito dal rischio di credito	6 080,1	6 596,3	5 389,1	5 673,7	6 427,3	6 841,1	5 967,4	6 173,3

F. 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 relative alle esposizioni verso banche, soggetti sovrani e imprese la Banca ha adottato per gran parte delle 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 relativa a una transazione o a 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, a 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 stima della probabilità di inadempienza (*probability of default*, PD) a un anno della controparte e quella della perdita 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 può basarsi sull'esperienza storica di inadempienza delle controparti per stimare la PD e l'LGD. Essa 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 dell'LGD sono ricavate da fonti statistiche esterne. Ove opportuno, queste stime sono corrette per l'effetto di attenuazione 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 2009 l'ammontare totale delle esposizioni riportate in tabella comprendeva DSP 7 024,8 milioni (2008: DSP 5 998,3 milioni) di contratti su tassi di interesse e DSP 5 108,0 milioni (2008: DSP 2 823,1 milioni) di contratti su cambi e oro.

Situazione al 31 marzo 2009

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
In percentuale/milioni di DSP	In milioni di DSP	%	%	%	In milioni di DSP
AAA	73 642,3	0,005	30,8	2,4	1 803,0
AA	86 205,5	0,02	25,3	3,6	3 109,3
A	59 283,3	0,05	23,9	6,9	4 119,8
BBB	3 848,8	0,62	11,8	11,0	425,3
BB e inferiore	2 037,8	11,34	7,7	32,3	657,4
Totale	225 017,7				10 114,8

Durante il periodo di segnalazione la Banca è incorsa in perdite su crediti dovute a un'insolvenza. Tenuto conto delle garanzie reali detenute in connessione con le transazioni interessate dall'insolvenza, la Banca ha registrato una perdita netta di DSP 4,6 milioni.

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 milioni di DSP</i>
AAA	42 393,0	0,007	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

G. Esposizioni collegate a cartolarizzazioni

Gli investimenti della Banca in cartolarizzazioni si limitano a esposizioni con rating elevato create tramite strutture di cartolarizzazione tradizionali, ossia non sintetiche. Le attività ponderate per il rischio relative a queste esposizioni sono determinate in base al metodo standardizzato.

Data la portata delle attività della Banca, le attività ponderate per il rischio ai termini del 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 nominale 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 2009

<i>In milioni di DSP</i>	Rating esterno	Importo dell'esposizione	Ponderazione di rischio	Attività ponderate
Attività garantite da ipoteche residenziali	AAA	649,3	20%	129,9
Titoli garantiti da saldi attivi di carte di credito	AAA	1 176,8	20%	235,3
Titoli garantiti da altri crediti (sotto egida governativa)	AAA	737,9	20%	147,6
Totale		2 564,0		512,8

Situazione al 31 marzo 2008

<i>In milioni di DSP</i>	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. Rischi di mercato

La Banca è esposta al rischio di movimenti sfavorevoli dei prezzi di mercato, e principalmente al rischio di prezzo dell'oro, al rischio di tasso di interesse e al rischio di cambio. Essa misura i rischi 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 in termini di 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 del 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 120 tonnellate di fino (2008: 125 tonnellate). Queste sono detenute in custodia o depositate presso banche commerciali. Al 31 marzo 2009 la posizione in oro della Banca era pari a DSP 2 358,0 milioni (2008: DSP 2 247,0 milioni), ossia al 17% circa del suo patrimonio (2008: 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, compresi gli spread creditizi, influiscano negativamente sulle condizioni finanziarie della Banca.

La Banca è esposta a questo rischio attraverso le attività fruttifere di interesse collegate alla gestione del capitale detenuto all'interno dei portafogli di investimento e degli investimenti relativi ai portafogli bancari. I portafogli di investimento sono amministrati facendo riferimento a un indice obbligazionario con obiettivo prefissato di durata media finanziaria.

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 2009

<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	(5,4)	(5,5)	(11,9)	(16,5)	(24,0)	(15,1)	(13,9)
Yen giapponese	1,0	(1,3)	(6,6)	(11,3)	(14,6)	(5,1)	(1,7)
Sterlina	0,2	(1,3)	(3,6)	(12,9)	(8,7)	(1,7)	(1,9)
Franco svizzero	(0,1)	(0,2)	(0,6)	(0,6)	(0,7)	(1,4)	2,7
Dollaro USA	(0,6)	(7,6)	(41,5)	(13,8)	(29,1)	(22,6)	(29,3)
Altre valute	(0,1)	(6,0)	(1,2)	(10,8)	(0,8)	-	-
Totale	(5,0)	(21,9)	(65,4)	(65,9)	(77,9)	(45,9)	(44,1)

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)

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 capitale, 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 l'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.

Le tabelle seguenti evidenziano le attività e le passività della Banca per singola valuta e in oro. La posizione netta in valuta e oro ivi riportata 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 2009

<i>In milioni di DSP</i>	DSP	USD	EUR	GBP	JPY	CHF	Oro	Altre valute	Totale
Attività									
Cassa e conti a vista presso banche	-	28,9	175,2	6,4	-	696,2	-	8,5	915,2
Oro e prestiti in oro	-	19,1	-	-	-	-	25 397,1	-	25 416,2
Buoni del Tesoro	-	7 752,5	43 738,8	1 802,4	43 128,2	-	-	-	96 421,9
Titoli acquistati pronti contro termine	-	797,6	27 986,9	5 536,0	4 273,9	-	-	-	38 594,4
Prestiti e anticipazioni	243,7	8 999,5	7 619,1	1 077,5	4,0	443,5	-	125,4	18 512,7
Titoli di Stato e altri titoli	-	27 233,4	22 706,3	2 704,9	1 437,8	30,6	-	1 650,7	55 763,7
Strumenti finanziari derivati	21,0	65 576,9	(12 368,7)	370,2	(41 023,4)	191,4	-	981,7	13 749,1
Partite in corso di ricezione	0,1	3 719,7	959,8	988,6	110,1	11,1	-	33,1	5 822,5
Terreni, immobili, arredi e attrezzature	183,1	-	-	-	-	7,9	-	-	191,0
Totale	447,9	114 127,6	90 817,4	12 486,0	7 930,6	1 380,7	25 397,1	2 799,4	255 386,7
Passività									
Depositi in valuta	(2 015,5)	(134 278,9)	(41 524,2)	(11 597,5)	(3 935,6)	(1 220,8)	-	(2 649,7)	(197 222,2)
Depositi in oro	-	(13,0)	-	-	-	-	(23 039,1)	-	(23 052,1)
Strumenti finanziari derivati	2,2	26 485,3	(34 192,0)	2 970,0	(1 846,9)	(144,5)	-	(90,9)	(6 816,8)
Partite in corso di pagamento	-	(532,0)	(10 482,5)	(2 662,2)	(442,3)	-	-	(92,5)	(14 211,5)
Altre passività	-	(153,3)	(0,4)	-	-	(214,5)	-	-	(368,2)
Totale	(2 013,3)	(108 491,9)	(86 199,1)	(11 289,7)	(6 224,8)	(1 579,8)	(23 039,1)	(2 833,1)	(241 670,8)
Posizione netta in valuta e in oro	(1 565,4)	5 635,7	4 618,3	1 196,3	1 705,8	(199,1)	2 358,0	(33,7)	13 715,9
Aggiustamento per le attività in oro dei portafogli di investimento	-	-	-	-	-	-	(2 358,0)	-	(2 358,0)
Posizione netta in valuta	(1 565,4)	5 635,7	4 618,3	1 196,3	1 705,8	(199,1)	-	(33,7)	11 357,9
Posizione neutrale rispetto al DSP	1 565,4	(5 472,6)	(4 718,3)	(1 122,7)	(1 609,7)	-	-	-	(11 357,9)
Esposizione netta in valuta su base neutrale rispetto al DSP	-	163,1	(100,0)	73,6	96,1	(199,1)	-	(33,7)	-

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 prestiti 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
Prestiti e anticipazioni	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
Strumenti finanziari derivati	51,5	1 856,5	3 259,7	(4 233,2)	4 943,8	7,7	(56,9)	1 597,3	7 426,4
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	911,7	83 502,4	122 261,8	17 836,7	47 490,5	1 054,3	31 463,6	6 618,0	311 139,0
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)
Strumenti finanziari derivati	20,1	82 381,9	(49 622,9)	1 893,1	(42 503,9)	(56,9)	(124,1)	1 785,0	(6 227,7)
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	(2 218,7)	(78 695,0)	(117 412,7)	(16 496,5)	(46 105,2)	(1 252,7)	(29 216,6)	(6 638,6)	(298 036,0)
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)	-

D. Capitale economico per i rischi di mercato

La Banca misura i rischi 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 i rischi 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 ai rischi di mercato in termini di utilizzo del capitale economico per gli ultimi due esercizi finanziari.

Per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo

In milioni di DSP	2009				2008			
	Media	Massimo	Minimo	Al 31 marzo	Media	Massimo	Minimo	Al 31 marzo
Capitale economico assorbito dai rischi di mercato	2 614,0	3 386,9	1 928,0	3 099,8	1 755,5	2 950,0	1 179,5	2 689,7

La tabella seguente fornisce un'ulteriore analisi delle esposizioni della Banca ai rischi di mercato, suddivise per categoria di rischio.

Per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo

In milioni di DSP	2009				2008			
	Media	Massimo	Minimo	Al 31 marzo	Media	Massimo	Minimo	Al 31 marzo
Rischio di prezzo dell'oro	1 690,5	2 325,1	1 312,6	2 009,1	1 399,7	2 163,9	958,1	2 116,1
Rischio di tasso di interesse	1 972,7	2 519,9	1 404,8	2 209,1	1 294,4	2 200,6	623,4	2 187,0
Rischio di cambio	502,7	769,0	301,6	769,0	289,0	574,0	169,9	519,3
Effetti di correlazione e diversificazione	(1 551,9)	(2 073,7)	(1 164,2)	(1 887,4)	(1 227,6)	(2 137,4)	(646,7)	(2 132,7)

E. Requisiti patrimoniali minimi per i rischi di mercato

Ai fini del calcolo dei requisiti patrimoniali minimi per i rischi di mercato secondo lo schema Basilea 2, la Banca ha adottato per i portafogli bancari un approccio in linea con la portata e la natura delle sue operazioni. Essa computa pertanto le attività ponderate per i rischi di mercato relativamente 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 3, 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. La tabella seguente riporta gli andamenti dei rischi di mercato pertinenti ai fini del calcolo dei coefficienti patrimoniali minimi nell'arco del periodo di segnalazione, unitamente al requisito patrimoniale minimo della Banca per i rischi di mercato e alle corrispondenti attività ponderate per il rischio al 31 marzo 2009.

Situazione al 31 marzo

In milioni di DSP	2009			2008		
	VaR	Attività ponderate (A)	Coefficienti minimi (B)	VaR	Attività ponderate (A)	Coefficienti minimi (B)
Rischi di mercato, dove (A) è pari a (B)/8%	420,9	15 783,5	1 262,7	218,6	8 197,5	655,8

5. Rischio di liquidità

La Banca è soggetta al rischio di liquidità nella misura in cui potrebbe 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 delle dimensioni 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 pari ad almeno il 100% delle potenziali esigenze di liquidità. Sono inoltre condotte prove di stress che ipotizzano scenari estremi di prelievo dei fondi. Le simulazioni specificano requisiti aggiuntivi da soddisfare mediante la detenzione di attività liquide. La liquidità della Banca si è costantemente mantenuta 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 organizzazioni internazionali, costituiscono il 91% (2008: 89%) delle passività totali della Banca. Al 31 marzo 2009 tali depositi provenivano da 131 clienti (2008: 152), e si caratterizzavano per un grado di concentrazione significativo in termini di depositanti: a ciascuno dei sette clienti principali era infatti riconducibile oltre il 5% dei depositi totali in base alla data di regolamento (2008: 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 2009

<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	915,2	-	-	-	-	-	-	-	915,2
Oro e prestiti in oro	22 856,0	458,0	265,1	630,6	375,3	698,4	167,0	-	25 450,4
Buoni del Tesoro	17 346,9	48 193,3	15 306,8	15 178,4	-	-	-	-	96 025,4
Titoli acquistati pronti contro termine	25 396,5	240,8	1 444,0	-	-	-	-	-	27 081,3
Prestiti e anticipazioni	9 533,3	7 931,7	804,1	-	-	-	-	-	18 269,1
Titoli di Stato e altri titoli	3 800,4	7 106,2	3 880,8	4 934,0	12 920,3	17 782,8	9 247,2	921,8	60 593,5
Totale	79 848,3	63 930,0	21 700,8	20 743,0	13 295,6	18 481,2	9 414,2	921,8	228 334,9
Passività									
Depositi in valuta									
Strumenti di deposito rimborsabili con preavviso di 1-2 giorni									
	(11 144,1)	(19 693,4)	(15 143,3)	(20 590,2)	(18 218,1)	(29 301,2)	(7 309,7)	-	(121 400,0)
Altri depositi in valuta	(68 805,4)	(4 635,1)	(1 348,5)	(22,6)	-	-	-	-	(74 811,6)
Depositi in oro	(21 768,0)	(200,1)	(216,8)	(296,7)	(195,7)	(216,3)	(165,4)	-	(23 059,0)
Titoli venduti allo scoperto	(0,8)	(1,7)	(2,5)	(4,9)	(9,8)	(29,7)	(49,9)	(185,4)	(284,7)
Totale	(101 718,3)	(24 530,3)	(16 711,1)	(20 914,4)	(18 423,6)	(29 547,2)	(7 525,0)	(185,4)	(219 555,3)
Strumenti derivati									
<i>Regolati su base netta</i>									
Contratti su tassi di interesse	(1 304,0)	588,3	940,4	1 049,2	1 483,8	1 486,7	187,4	0,1	4 431,9
<i>Regolati su base lorda</i>									
Contratti su tassi di cambio e prezzo dell'oro									
Afflussi	29 504,3	53 304,7	8 576,4	10 940,4	-	-	-	-	102 325,8
Deflussi	(28 771,1)	(52 297,6)	(8 568,4)	(11 221,9)	-	-	-	-	(100 859,0)
Totale parziale	733,2	1 007,1	8,0	(281,5)	-	-	-	-	1 466,8
Contratti su tassi di interesse – regolati su base lorda									
Afflussi	2,8	53,4	320,9	164,5	610,2	665,5	841,1	-	2 658,4
Deflussi	(2,1)	(67,1)	(339,2)	(197,2)	(695,6)	(747,4)	(920,3)	-	(2 968,9)
Totale parziale	0,7	(13,7)	(18,3)	(32,7)	(85,4)	(81,9)	(79,2)	-	(310,5)
Totale derivati	(570,1)	1 581,7	930,1	735,0	1 398,4	1 404,8	108,2	0,1	5 588,2
Totale flussi di cassa futuri non attualizzati	(22 440,1)	40 981,4	5 919,8	563,6	(3 729,6)	(9 661,2)	1 997,4	736,5	14 367,8

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 prestiti 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
Prestiti e anticipazioni	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	34 465,5	(3 988,6)	(18 361,3)	(23 303,9)	(16 542,7)	2 355,8	839,3	13 679,6

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 2009	(1,2)	(10,2)	(8,4)	(138,2)	(1,8)	(7,9)	(4,3)	-	(172,0)
Situazione al 31 marzo 2008	(0,9)	(11,3)	(9,7)	(94,3)	(5,3)	-	-	-	(121,5)

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	Non definita	Totale
Situazione al 31 marzo 2009	33,5	335,0	-	6 400,1	-	-	-	1 677,1	8 445,7
Situazione al 31 marzo 2008	243,7	466,3	-	4 212,7	-	-	-	1 845,0	6 767,7

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.

Nel caso del rischio operativo, ai fini della misurazione del capitale economico e delle attività ponderate per il rischio la Banca ha adottato una metodologia VaR che impiega una tecnica di simulazione Monte Carlo e che è conforme ai metodi avanzati di misurazione proposti nell'ambito dello schema Basilea 2. Coerentemente con quanto postulato dal Basilea 2, la quantificazione del rischio operativo non tiene conto del rischio di reputazione. Nel calcolo vengono considerati i dati di perdita interni ed esterni e le stime ottenute da analisi di scenario e da autovalutazioni volte a vagliare i cambiamenti nel contesto operativo e di controllo della Banca. Non sono invece considerate eventuali protezioni ottenute mediante assicurazione.

A. Capitale economico per il rischio operativo

Così come per il calcolo del capitale economico a fronte dei rischi finanziari, 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 i dati principali relativi all'esposizione della Banca al rischio operativo in termini di utilizzo del capitale economico per gli ultimi due esercizi finanziari.

Per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo

In milioni di DSP	2009				2008			
	Media	Massimo	Minimo	Al 31 marzo	Media	Massimo	Minimo	Al 31 marzo
Capitale economico assorbito dal rischio operativo	412,5	425,0	400,0	425,0	370,0	400,0	360,0	400,0

B. Requisiti patrimoniali minimi per il rischio operativo

In linea con i parametri principali definiti dallo schema Basilea 2, il calcolo del requisito patrimoniale minimo a fronte del rischio operativo è effettuato ipotizzando un intervallo di confidenza del 99,9% e un orizzonte temporale di un anno. La tabella seguente sintetizza i dati principali relativi all'esposizione della Banca al rischio operativo in termini di requisiti patrimoniali minimi per gli ultimi due esercizi finanziari.

Situazione al 31 marzo

In milioni di DSP	2009			2008		
	VaR	Attività ponderate (A)	Coefficienti minimi (B)	VaR	Attività ponderate (A)	Coefficienti minimi (B)
Rischio operativo, dove (A) è pari a (B)/8%	180,0	2 250,0	180,0	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 della Banca dei Regolamenti Internazionali, costituite, in conformità dello Statuto della Banca, dallo stato patrimoniale al 31 marzo 2009 e dal conto economico per l'esercizio finanziario concluso in tale data, nonché dal rendiconto finanziario 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 sullo stato 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 lo stato 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 2009, 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

Mark D. Ward

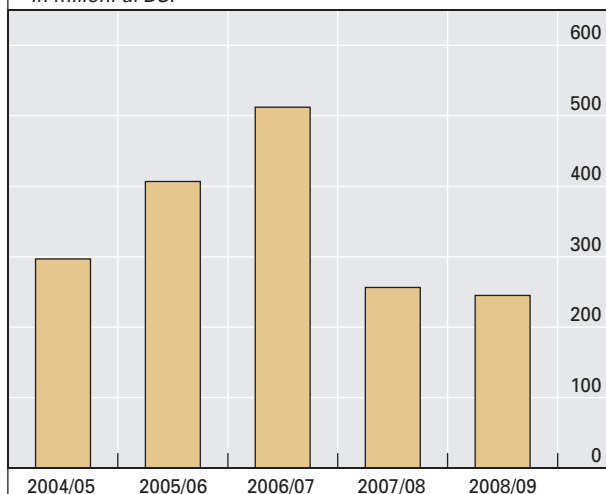
Pavel Nemecek

Zurigo, 11 maggio 2009

Rappresentazione grafica delle dinamiche degli ultimi cinque anni

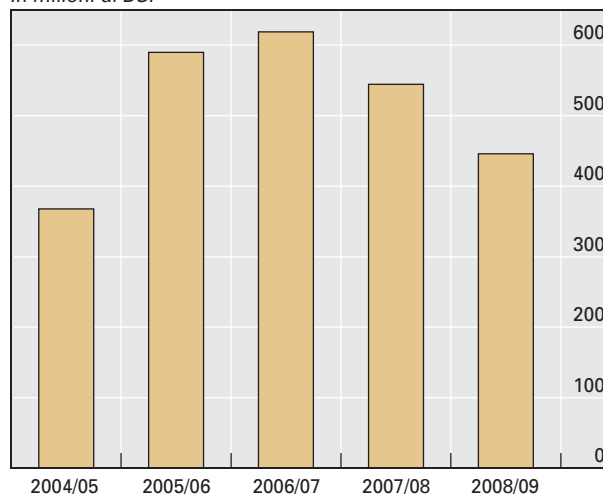
Utile operativo

In milioni di DSP



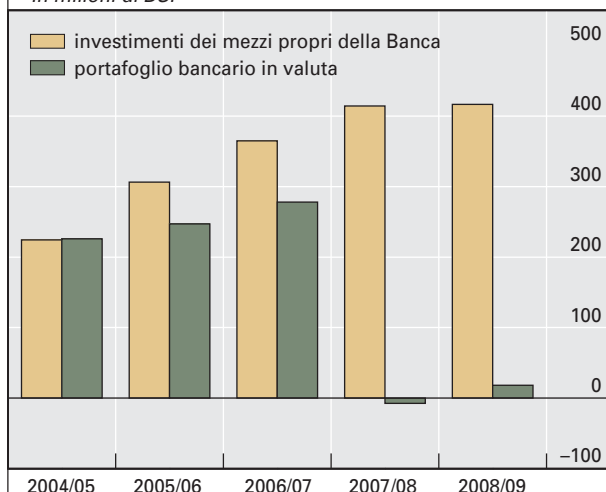
Utile netto

In milioni di DSP



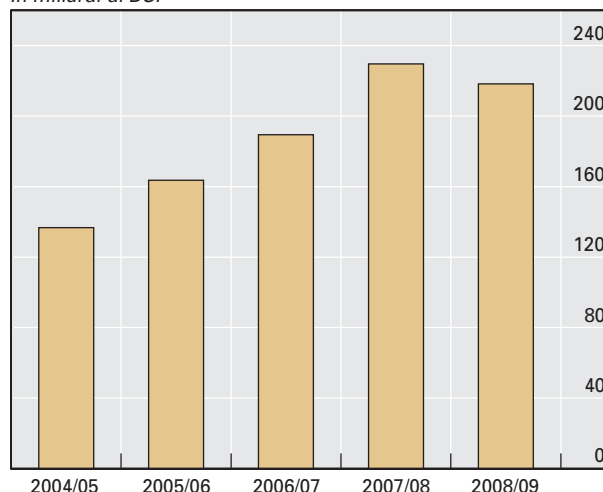
Interessi netti sugli investimenti in valuta

In milioni di DSP



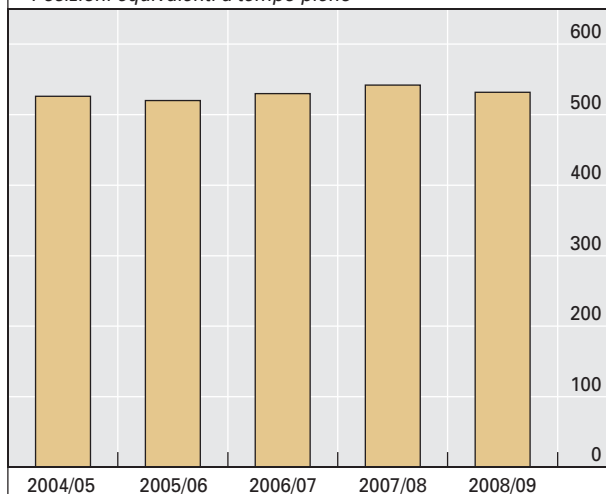
Depositi in valuta (media; in base alla data di regolamento)

In miliardi di DSP



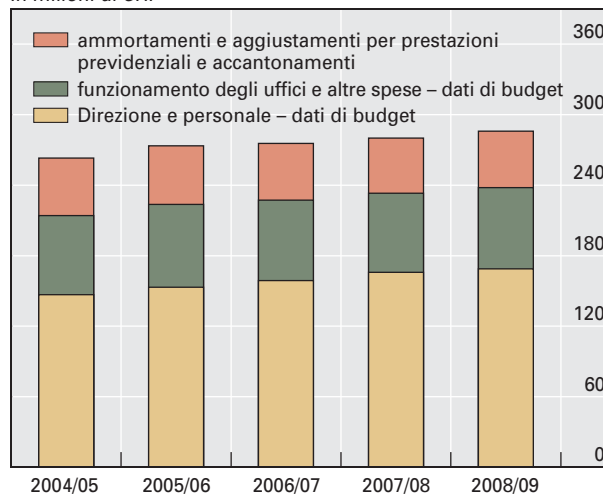
Numero medio di dipendenti

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 negli esercizi finanziari precedenti.

